

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

11 août 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Une stratégie de financement risquée pour le Trésor américain

Suite à l'adoption du budget de l'administration Trump, le Congressional Budget Office, organisme bipartisan chargé de fournir des estimations budgétaires objectives au Congrès, prévoit un déficit de l'ordre de 5 à 6 % pour les cinq prochaines années. Dans ce contexte, les besoins de financement de l'État fédéral devraient continuer à croître.

Lors de sa dernière communication sur les perspectives d'émissions trimestrielles, le Trésor a annoncé qu'il maintenait les montants des adjudications d'obligations (hors bons du Trésor) inchangés. Il a également réitéré qu'il n'envisageait aucune modification pour les prochains trimestres.

Cette position peut s'expliquer par la forme de la courbe des taux américaine. Avec une pentification de la partie longue, celle-ci n'incite pas le Trésor à s'appuyer sur des financements à long terme pour atteindre son objectif : financer le gouvernement au moindre coût pour le contribuable. Le recours au financement à court terme sera donc privilégié. C'est ce que reconnaît le comité chargé de conseiller le Trésor dans sa politique d'émission. Celui-ci admet que la demande pour les instruments à court terme offre de meilleures perspectives que celle pour les instruments à long terme, où certaines adjudications peinent à rencontrer la demande. Il se montre particulièrement optimiste quant au développement des Stablecoins* en dollars, qui nécessitent un adossement à des obligations courtes américaines.

Cette politique d'émission n'est pas sans conséquences. En effet, l'augmentation de la part des bons du Trésor dans la dette totale (autour de 21 %), entraînera un raccourcissement de la maturité moyenne pondérée de la dette, de 6 ans actuellement. Cela augmentera la volatilité des charges d'intérêts du gouvernement, avec davantage de dettes à refinancer chaque année. On comprend mieux, dès lors, les fortes pressions exercées par l'administration sur la Fed en faveur d'une baisse significative des taux directeurs.

Cependant, cette stratégie apparaît risquée dans un contexte d'inflation favorisée par des facteurs structurels, décrits dans nos Perspectives Économiques et Financières, auxquels pourraient s'ajouter les effets des droits de douane.

*Cryptomonnaie stable dont le prix est arrimé à une référence comme une monnaie fiduciaire.

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

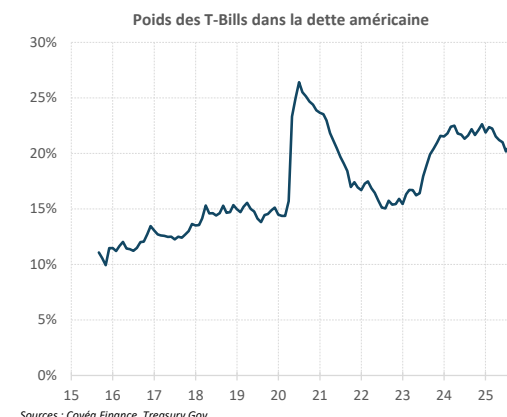
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Un poids des bons du Trésor amené à progresser »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	08/08/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,164	1,170	1,092	-0,5	6,6
€ / £	0,866	0,852	0,856	1,6	1,1
€ / Yen	172,03	168,98	160,77	1,8	7,0
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	67	68	79	-1,7	-15,9
Indice CRB*	560	566	532	-1,0	5,4
Prix de l'once d'Or	3 439	3 334	2 422	3,2	42,0
Prix de la tonne de cuivre	9 762	9 900	8 795	-1,4	11,0
Indice Baltic Dry**	2 051	1 553	1 683	32,1	21,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1490	2332	3254	-36,1	-54,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales. ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai.

Analyse de l'évolution des marchés

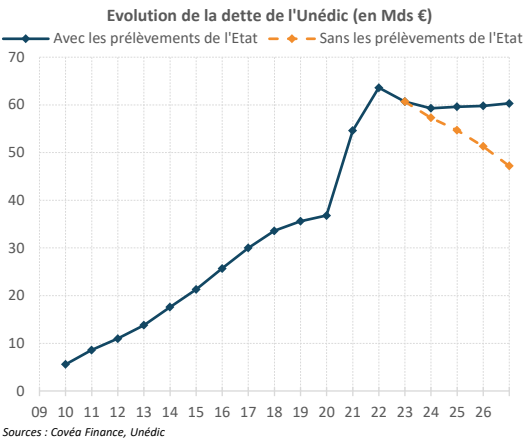
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En début de semaine, les taux souverains européens ont poursuivi leur détente dans le sillage des chiffres de l'emploi américain publiés le 1er août. Le taux français à 10 ans est retourné brièvement à 3,26% avant de rebondir dans la deuxième partie de la semaine. Il clôture à l'équilibre à 3,35%. L'Italie continue de surperformer ses voisins. Le BTP 10 ans est en baisse de 4 points de base (pb) à 3,48%. L'écart avec la France sur cette maturité n'est plus que de 13 pb. Ce niveau n'avait pas été atteint depuis 2005. Le taux 10 ans allemand augmente de 1 pb à 2,69% alors même que les chiffres macroéconomiques outre-Rhin ont été en dessous des attentes. Aux Etats-Unis, le taux 10 ans rebondit de 7 pb. Les publications économiques ont déçu mais l'annonce d'une rencontre Trump-Poutine en fin de semaine a poussé les taux à la hausse. Au Royaume-Uni, la réunion de la BoE a montré que le vote d'une baisse de taux ne faisait pas l'unanimité. Les attentes de marché portant sur le niveau des taux britanniques à la fin de l'année ont été revues à la hausse. Les primes de risque des indices crédit de catégorie investissement et haut rendement sont en repli de 2 et 9 pb. Le marché primaire est resté peu dynamique à l'exception d'une émission UBS pour 2 Mds €. La demande a été forte avec un carnet d'ordre largement sursouscrit. Les primes de risque se sont resserrées de 33 à 35 pb pour des taux entre l'annonce et l'émission de 3,16% pour l'échéance 6 ans et de 3,76% pour l'échéance 11 ans.

Le Focus de la semaine : Unédic - un redressement des comptes qui fait des envieux

L'Union nationale interprofessionnelle pour l'emploi dans l'industrie et le commerce (Unédic) est une association de droit privé créée sous l'impulsion du général de Gaulle en 1958. Codirigée par les représentants des employés et des employeurs, l'Unédic a une délégation de service public pour la gestion de l'assurance chômage. Elle gère deux agences publiques, l'Urssaf et France Travail. L'Urssaf perçoit les cotisations et est la principale source de revenus de l'Unedic. France Travail (ex-Pôle Emploi) indemnise les demandeurs d'emploi et constitue ses principales dépenses. Initialement indépendante, l'Unédic voit l'Etat se mêler de plus en plus de sa gestion. Côté dépenses, l'Etat peut unilatéralement les faire fortement augmenter. Cela a été le cas lors de la crise du Covid avec la généralisation du chômage partiel financé en partie par un endettement massif de l'Unédic. Côté revenus, l'Etat a décidé de baisser les cotisations patronales ce qui a grevé l'Unédic d'une partie de ses recettes. Il s'était engagé à les compenser créant une brèche dans l'indépendance de l'association. Puis en 2019, l'Etat a profité d'un désaccord pour s'impliquer davantage dans les décisions. Le processus s'est accéléré, en 2022, lorsque après des années dans le rouge, les comptes de l'Unédic sont redevenus positifs. L'Etat a alors décidé de ponctionner l'organisme et a arrêté de compenser totalement le manque à gagner lié à la baisse des cotisations. Un premier prélèvement de 12Mds € sur la période 2023-2026 a été acté. De ce fait, les comptes de l'Unédic se retrouvent dans le rouge. Les partenaires sociaux estiment que l'Etat est en train de s'immiscer dans la gestion de l'Unédic au détriment de sa pérennité. Avec une dette de 60Mds€ et des revenus d'environ 44Mds€, l'Unédic devrait, selon eux, consacrer ses excédents à son désendettement. Ils rappellent qu'en tant que stabilisateur automatique, son rôle est de s'endetter en période de crise et de se désendetter lorsque la situation sur le marché de l'emploi s'améliore. Assainir sa situation financière lui permettrait de faire face à une nouvelle crise en libérant des marges de manœuvre pour revenir sur le marché obligataire. Ce désendettement serait un signal positif pour les investisseurs alors même que la dette de l'Unédic a une particularité, elle ne bénéficie pas d'une garantie automatique de l'Etat. En effet, tous les ans, l'Assemblée nationale vote un montant de dette éligible à la garantie. Début 2025, l'organisme devait réémettre de la dette face à une échéance obligatoire et a obtenu seulement quelques jours avant la date butoir, la garantie de l'Etat. Celui-ci encadre aussi les caractéristiques de ses émissions, elles ne peuvent excéder 15 ans et leur taille maximale ne peut dépasser 4Mds € pour éviter les risques de refinancement. Aujourd'hui, le taux moyen de la dette de l'Unédic reste inférieur à 1% mais dans un univers de taux élevés et sans désendettement, il devrait croître rapidement. Il a déjà doublé par rapport à son niveau pré-covid. La situation ne devrait pas aller en s'arrangeant. Dans sa proposition de budget, l'Etat entend faire des économies sur l'assurance chômage dont il voudra sans nul doute récupérer les fruits. C'est un des éléments que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. Les Etats font face à des dilemmes budgétaires et doivent effectuer des arbitrages s'ils souhaitent poursuivre leurs politiques expansionnistes quitte à, dans ce cas, sacrifier le fonctionnement paritaire de l'Unédic... en place depuis 1958.



Lucas Couvert

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	08/08/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,50	4,50	5,50	0,00	0,00	0,00	-1,00		
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	4,25	0,00	0,00	-1,00	-2,10		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,75	0,00	0,00	-1,00	-1,75		
Banque d'Angleterre	4,00	4,25	4,25	4,75	5,00	-0,25	-0,25	-0,75	-1,00		
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,25		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,28	4,22	4,24	4,57	3,99	7	4	-29	30	52	57
Allemagne	2,69	2,68	2,57	2,37	2,27	1	12	32	42	74	51
France	3,35	3,35	3,25	3,20	3,02	0	10	15	33	116	81
Italie	3,48	3,51	3,45	3,52	3,70	-3	3	-4	-22	128	91
Royaume-Uni	4,60	4,53	4,47	4,57	3,98	7	13	3	62	71	83
Japon	1,49	1,56	1,42	1,10	0,85	-7	7	39	64	73	159
Crédit											
Indice Itraxx Main	53,3	56,3	56,1	57,7	61,8	-2,9	-2,8	-4,3	-8,5		
Indice Itraxx Crossover	266,6	279,9	290,5	313,1	327,7	-13,4	-24,0	-46,5	-61,1		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

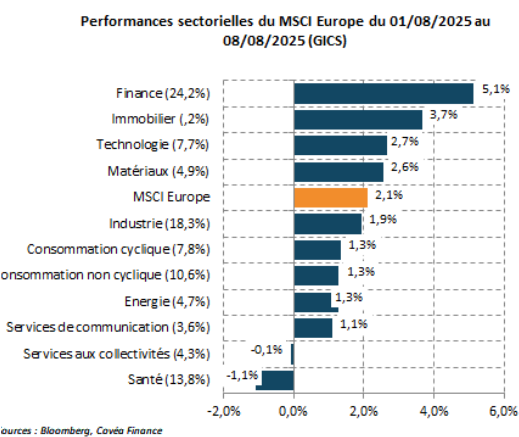
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, l'indice MSCI Europe (hors réinvestissement des dividendes) a progressé de +2,1 %, porté par un regain d'optimisme, après la baisse de la semaine précédente. Sur le front commercial, Washington a officialisé de nouveaux droits de douane. Ces mesures protectionnistes ont été accompagnées de déclarations marquantes de Donald Trump, qui a multiplié les prises de parole sur les relations commerciales et le conflit en Ukraine, influençant fortement le climat boursier. Ainsi, les marchés ont été soutenus par des signes encourageants de désescalade entre la Russie et l'Ukraine après que le Kremlin, ait évoqué une possible rencontre entre Donald Trump et Vladimir Poutine dans les prochains jours. Ce sommet, pourrait ouvrir la voie à une détente diplomatique, avec des répercussions positives sur les marchés internationaux.

En termes d'évolution sectorielle, le secteur de la santé affiche la plus mauvaise performance (-1,1%) en raison des futurs droits de douane qui pourraient s'élever à 250%. De même, le marché suisse a été impacté par le niveau annoncé des droits de douanes à 39%.



Le Focus de la semaine : L'Europe chimique entre déclin et espoir de renaissance

L'industrie chimique européenne, traverse une tempête sans précédent. Depuis 2023, près de 5 % des capacités de production ont été fermées, les revenus ont chuté de moitié et les fermetures de sites se sont multipliées sans espoir de réouverture (20 sites). L'Europe a vu sa part de marché mondiale fondre de 28% à 13%, entre 2008 et 2023 (source : Coface). Ce secteur, pourtant essentiel au sein de l'industrie européenne, qui a réalisé un chiffre d'affaires de 655 milliards d'euros en 2023, qui intervient dans plus de 96 % des produits manufacturés et qui emploie indirectement 19 millions de personnes doit se transformer pour s'adapter à un environnement de plus en plus complexe comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Pour cela, la Commission européenne a dévoilé début juillet un plan d'action stratégique, présenté comme un sursaut politique et industriel. « Les produits chimiques sont la mère de toutes les industries », a rappelé Stéphane Séjourné, vice-président de la Commission, soulignant l'urgence d'agir.

Le plan s'articule autour de trois piliers : compétitivité, simplification et innovation. Une alliance pour les produits chimiques critiques sera créée pour sécuriser les chaînes d'approvisionnement et réduire la dépendance aux importations, répondant ainsi aux enjeux de souveraineté mis en avant par l'Union européenne (UE). Les règles d'aides d'État seront révisées pour compenser les coûts indirects du marché carbone et les projets industriels stratégiques bénéficieront d'un soutien renforcé.

La Commission entend également alléger la charge réglementaire qui pèse sur les entreprises. Un plan de simplification vise à rationaliser les règles sur les produits chimiques dangereux, les cosmétiques et les engrais. L'objectif est de réaliser 363 millions d'euros d'économies annuelles, grâce à une meilleure lisibilité des normes et à la digitalisation des procédures.

L'innovation est également au cœur de cette stratégie. Des pôles d'innovation seront créés pour développer des alternatives chimiques plus durables. Une consultation publique est lancée pour encadrer l'usage de contenu recyclé, dans une logique de chimie circulaire.

Enfin, sur le plan environnemental, la Commission prévoit l'interdiction des PFAS (polluants éternels) dans les biens de consommation mais ne le prévoit pas dans les secteurs stratégiques. Les procédures d'autorisation seront accélérées pour moderniser les installations vieillissantes.

Si l'initiative est saluée par les industriels, des inquiétudes persistent : pas d'annonces financières concrètes, coûts de la transition énergétique, complexité des normes et capacité des petites et moyennes entreprises à suivre le rythme. La capacité de l'UE à mettre en œuvre ce genre de plans peut également être questionnée.

Les dernières publications de résultats des entreprises du secteur en Europe confirment ce constat. Les bénéfices étaient plutôt en réduction par rapport à 2024 et de nombreuses sociétés ont revu à la baisse leurs perspectives pour cette année, faute de réaccélération des volumes.

Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous analysons ces difficultés ainsi que l'ensemble de la chaîne de valeur du secteur afin d'identifier les sociétés qui pourraient en bénéficier grâce à leur positionnement et aux investissements qu'elles réalisent pour s'y adapter.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	08/08/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	183,3	177,6	178,7	163,2	155,7	3,2	2,6	12,3	17,7	
MSCI EMU Mid Cap	1 286,7	1 242,3	1 242,1	1 056,7	982,7	3,6	3,6	21,8	30,9	
MSCI EMU Small Cap	520,7	501,5	504,9	390,5	404,2	3,8	3,1	33,3	28,8	
MSCI Europe	182,4	178,6	179,6	169,9	166,5	2,1	1,6	7,4	9,6	
France CAC 40	7 743,0	7 546,2	7 557,3	7 380,7	7 247,5	2,6	2,5	4,9	6,8	
Allemagne DAX 30	9 052,4	8 776,4	8 860,3	7 648,6	6 792,3	3,1	2,2	18,4	33,3	
Italie MIB	41 623,9	39 942,8	39 351,3	34 186,2	31 741,9	4,2	5,8	21,8	31,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 095,7	9 068,6	8 735,6	8 173,0	8 145,0	0,3	4,1	11,3	11,7	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 507,4	10 393,0	10 250,2	9 877,2	9 514,0	1,1	2,5	6,4	10,4	

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

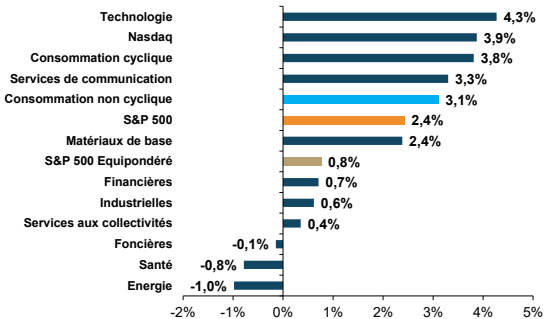
En Asie, la plupart des marchés ont terminé la semaine en hausse, portés par un apaisement relatif des tensions commerciales au Japon en fin de semaine, auquel s'ajoute l'espoir d'une Réserve fédérale plus accommodante. Ainsi, la Thaïlande enregistre la plus forte progression, soutenue par des flux touristiques positifs et des espoirs de relance budgétaire tandis que la Corée du Sud bénéficie d'un fort intérêt pour ses valeurs technologiques. Aussi, Taiwan profite d'un rebond malgré les tensions autour de TSMC, au cœur d'un scandale d'espionnage industriel. À l'inverse, l'Indonésie est la seule à finir en repli, fragilisée par des craintes sur le ralentissement de la consommation domestique. Notons par ailleurs que l'Inde termine la semaine proche de l'équilibre, pénalisée par l'imposition de nouveaux droits de douane de 25%, en réaction aux importations de pétrole russe par New Delhi.

Dans la constitution de blocs régionaux et la hausse des dépenses militaires des Etats, l'Inde a approuvé des achats militaires pour 7,6 Mds\$ afin de renforcer ses forces terrestres, navales et aériennes. Ces mesures s'inscrivent dans une stratégie de modernisation soutenue par un budget de 78 Mds\$ sur l'année en cours. Dans le même temps, Mitsubishi Heavy Industries a été choisi pour construire jusqu'à 11 frégates pour l'Australie dans un contrat pouvant atteindre plus de 6 Mds\$. Il s'agit du plus grand contrat jamais remporté par une société japonaise dans la défense, s'inscrivant dans une refonte de l'armée australienne face aux tensions croissantes dans l'Indo-Pacifique et renforçant les liens stratégiques entre le Japon et l'Australie.

Aux Etats-Unis, le marché a rebondi fortement sur la semaine, soutenu par des résultats trimestriels solides et l'espoir d'une baisse des taux directeurs au prochain FOMC en septembre. Au niveau sectoriel, la technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire ont continué de mener la hausse, portés par les plus grandes capitalisations de l'indice, dont Apple après l'annonce d'un investissement supplémentaire de 100 Mds\$ aux États-Unis. Les secteurs défensifs ont été délaissés, à l'image de l'immobilier, des services aux collectivités ou de la santé, par ailleurs pénalisés par les menaces de baisse forcée des prix des médicaments de l'administration américaine. L'énergie aussi se replie, suite à la baisse des prix du baril WTI.

Sur le plan commercial, l'Administration américaine a annoncé son intention d'imposer une taxe douanière de 100% sur les semiconducteurs importés aux États-Unis mais évoque une exonération en faveur des entreprises qui construisent des usines aux États-Unis ou se sont engagées à le faire, à l'image de TSMC, Samsung, ou SK Hynix. En parallèle, le gouvernement américain envisage d'exiger que les fabricants de semiconducteurs intègrent une puce de géolocalisation dans leurs processeurs avancés, afin de mieux contrôler la destination des exportations vers les grands centres de données IA.

Performances sectorielles en USD du Standard and Poor's 500 du 01/08/2025 au 08/08/2025 (en %)



Le Focus de la semaine : Premiers signes positifs dans l'instrumentation médicale

Depuis plus de trois ans, le secteur de l'instrumentation médicale a été largement abandonné par les investisseurs, suite d'abord aux déstockages massifs post-COVID, au ralentissement de la croissance en Chine, aux réductions de financements dans la biotech et plus récemment aux menaces de réduction du budget 2025 du « National Institute of Health » (cible de -40%, à 27 Mds\$), de hausse des droits de douanes et de baisse des prix des médicaments. Depuis le 31 décembre 2022, le compartiment s'inscrit en repli de -20% contre +66% pour le S&P500.

Le second trimestre apporte toutefois les premiers signes d'une possible reprise de la demande finale.

Tout d'abord, la commission sénatoriale des crédits budgétaires vient d'approuver une proposition d'augmentation du budget 2026 du NIH de 400 M\$ (+1% par rapport aux 46 Mds\$ prévus en 2025) démontrant ainsi le soutien bipartisan en faveur de la recherche et une reprise progressive des dépenses après plusieurs mois de gel.

Ensuite, les résultats trimestriels du second trimestre 2025 ont été meilleurs qu'attendus, portés par les grands laboratoires pharmaceutiques et biotechnologiques dans le domaine de la bio-production (consommables et équipements) et de la recherche clinique tandis que la dynamique de lancement de nouveaux médicaments reste solide (25 autorisations de la FDA depuis le début d'année). Le secteur est encore pénalisé par les menaces de droits de douane et de baisse des prix des médicaments (reports de commandes des clients dans les instruments haut de gamme) mais les valorisations se sont fortement contractées et une levée de ces incertitudes aurait un impact très positif sur la croissance des ventes et la rentabilité des entreprises.

Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	08/08/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 389	6 238	6 141	5 882	5 319	2,4	4,0	8,6	20,1	2,0	4,6	-3,4	12,7
Etats-Unis - Dow Jones	44 176	43 589	43 387	42 544	39 446	1,3	1,8	3,8	12,0	0,9	2,3	-7,6	5,0
Etats-Unis - Nasdaq	21 450	20 650	20 168	19 311	16 660	3,9	6,4	11,1	28,8	3,4	6,9	-1,2	20,8
Japon Nikkei 300	647	631	601	604	533	2,5	7,6	7,0	21,3	1,8	5,7	1,2	13,4
Corée du Sud KOSPI	3 210	3 119	3 080	2 399	2 557	2,9	4,2	33,8	25,6	2,5	2,4	26,6	16,7
Chine - Shanghai	3 635	3 560	3 448	3 352	2 870	2,1	5,4	8,5	26,7	1,6	5,9	-2,0	18,7
Hong Kong Hang Seng	24 859	24 508	24 325	20 060	16 892	1,4	2,2	23,9	47,2	1,0	2,7	9,1	37,1
Marchés Emergents - MSCI	1 254	1 226	1 227	1 075	1 046	2,3	2,2	16,6	19,8	1,8	2,7	3,7	12,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les défis de l'argent dans le secteur photovoltaïque

Depuis le début de l'année 2025, l'argent a progressé de 31 %, s'échangeant actuellement autour de 38 \$ l'once et dépassant ainsi la performance de l'or (+30 %). Cette forte valorisation est alimentée par un déficit structurel du marché, une croissance industrielle soutenue et un regain d'intérêt des investisseurs.

Cette hausse s'explique par la structure même du marché de l'argent : alors que l'offre, composée à 80 % de minerai et à 20 % de recyclage, est restée relativement stable au cours des quinze dernières années, la demande a continué d'évoluer. En 2024, la demande est majoritairement industrielle (59 %), suivie par l'investissement physique (18 %) et la bijouterie (17 %).

Parmi ces secteurs, l'industrie photovoltaïque a été le principal moteur de croissance entre 2019 et 2023. La demande d'argent pour la production de panneaux solaires a fortement augmenté sur cette période, passant de 75 millions d'onces (Moz) à près de 200 Moz, représentant aujourd'hui 17 % de la demande totale. Cette croissance de 167 % sur quatre ans, dans un environnement d'offre stable, s'est faite au détriment des autres secteurs, notamment la bijouterie et l'investissement physique.

Cependant, malgré la poursuite des installations de panneaux photovoltaïques (PV) en 2024 (+33% a/a) la demande d'argent à destination de ce marché stagne. Nous nous interrogeons ainsi sur l'avenir de l'argent dans l'industrie photovoltaïque.

L'argent est un composant crucial car il est le métal le plus conducteur, ce qui le rend idéal pour capter et acheminer l'électricité produite par les panneaux solaires. Il est présent en forme de pâtes dans les « busbar¹ », et les « fingers² » des panneaux. Dans le contexte des panneaux solaires, les "chargements d'argent" (ou "silver loadings") désignent la quantité d'argent utilisée dans chaque cellule PV pour créer les contacts électriques. Ceux-ci sont en déclin structurel depuis plus d'une décennie : depuis 2010, les chargements d'argent ont diminué de 90%. Cette réduction s'inscrit dans une tendance de long terme motivée par deux facteurs principaux : la pression sur les coûts et l'innovation technologique.

Jusqu'à présent, cette tendance n'avait pas freiné la croissance de l'argent dans l'industrie PV, attribuable principalement à la croissance exponentielle des installations de panneaux PV sur la période : selon SolarPower Europe, les capacités installées de PV sont passées de 168GW en 2021 à 597GW en 2024, soit une croissance annuelle moyenne de 53%.

Le marché des panneaux PV est en rapide évolution, et les fabricants cherchent constamment à réduire leurs coûts de production par watt, ce qui les pousse à diminuer la quantité d'argent utilisée. Historiquement, l'argent pouvait représenter jusqu'à 10 % du coût total des matériaux d'une cellule. Malgré la réduction de la quantité d'argent par cellule, son coût représente toujours 6 à 8 % du total. De plus, bien que la quantité de panneaux PV installés annuellement doive continuer à augmenter, le rythme de cette croissance sera plus modéré que celui observé entre 2021 et 2024.

3 technologies dominent aujourd'hui le marché, avec des tendances bien différentes :

1/ **PERC** (Passivated Emitter and Rear Cell) : représente 20 % de la production en 2024. Autrefois la norme, cette technologie est en déclin et a été largement supplantée par le TOPCon.

2/ **TOPCon** (Tunnel Oxide Passivated Contact) : Avec 65 % de la production en 2024, la technologie TOPCon est le nouveau standard de l'industrie. Elle a supplanté la technologie PERC car elle est plus performante, durable et stable. Cet avantage s'explique par l'utilisation de silicium de type N, un matériau moins sujet à la dégradation.

3/ **HJT** (Heterojunction Technology) : représente 10 % de la production en 2024. Cette technologie hybride a un potentiel supérieur en termes de rendement et de performance. Son adoption est cependant limitée par des facteurs économiques, même si une croissance est attendue dans les années à venir.

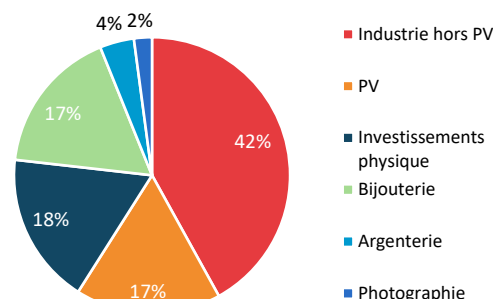
Ces évolutions technologiques s'accompagnent d'innovations qui font baisser la quantité d'argent utilisée. En 2024, la quantité moyenne d'argent par panneau solaire a diminué de plus de 20 % par rapport à 2023, grâce notamment à la démocratisation de technologie « zero Busbar¹ » (0BB), qui devrait devenir la principale technologie au second semestre 2025. L'argent ne sera donc plus présent que dans les « fingers », l'utilisation par les fabricants de poudres de cuivre recouvertes d'argent (contenant 30 % d'argent) dans les cellules HJT, ou l'exploration d'électrodéposition de cuivre pour remplacer l'argent, et enfin l'optimisation des contacts par laser (LECO) : permettant l'impression de ligne d'argent plus fine tout en garantissant une bonne performance.

Ainsi, les baisses des chargements d'argent devraient se poursuivre dans les années à venir. Les estimations du Silver Institute prévoient une nouvelle baisse de 10 à 12 % de la quantité d'argent utilisée en 2025. Face à un ralentissement de la croissance des installations et aux innovations qui réduisent considérablement la quantité d'argent par cellule, la demande d'argent dans ce secteur est confrontée à de nombreux défis.

¹ Bande conductrice de métal (en argent ou en cuivre) imprimée à la surface d'une cellule

² Bande conductrice de métal (en argent ou en cuivre) imprimée à la surface d'une cellule (souvent plus fin qu'un busbar).

Demande d'argent par marchés finaux, 2024



Henry Miller

Analyste financier et extra financier

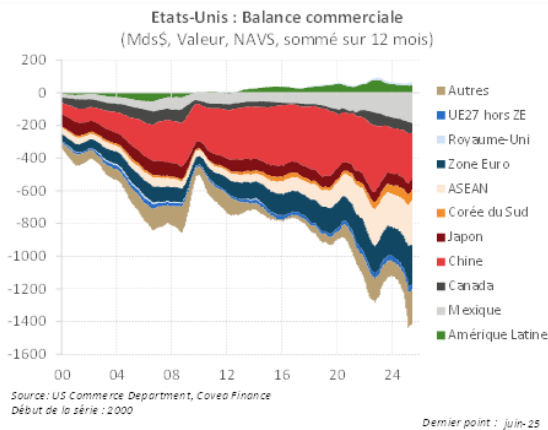


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les annonces commerciales de D. Trump continuent de rythmer l'actualité »

Les annonces de l'administration Trump se poursuivent sur les droits de douane. Outre l'entrée en vigueur des nouveaux droits de douane « réciproques » le 7 août, la semaine passée a été marquée par de nouvelles déclarations du Président Trump concernant les droits de douane sectoriels. Il a indiqué qu'il comptait, dans un premier temps, instaurer des droits de douane faibles sur les produits pharmaceutiques mais qu'ils pourraient progresser rapidement pour atteindre 150% d'ici un an à un an et demi, puis aller jusqu'à 250%, afin d'encourager les entreprises à produire aux États-Unis. Concernant les semi-conducteurs, D. Trump a indiqué avoir l'intention de porter les droits de douane à 100%, mais il a ajouté que les entreprises qui produisent déjà sur le sol américain, ou qui s'engagent à investir pour y produire, seront exemptées. Le Président a apporté ces indications à l'issue d'une réunion avec Tim Cook, le



directeur général d'Apple, qui a déclaré que son entreprise allait investir 100 Mds\$ supplémentaires aux États-Unis dans les années à venir. Pour rappel, les secteurs pharmaceutique et des semi-conducteurs font toujours l'objet d'enquêtes du Département du Commerce américain au titre de la Section 232 dont l'objectif est de déterminer si ces importations constituent une menace pour la sécurité nationale, ce qui pourrait justifier l'imposition de droits de douane ou d'autres restrictions à l'importation.

D. Trump a également annoncé l'imposition d'un droit de douane supplémentaire de 25% sur les produits indiens en réponse à la poursuite des importations de pétrole russe par le pays. A partir du 27 août, ces droits de douane s'ajouteront à ceux de 25% mis en place la semaine dernière, portant le total à 50% supplémentaire pour l'Inde. Selon D. Trump, l'objectif de cette hausse est de réduire les revenus pétroliers de la Russie pour contraindre Vladimir Poutine à mettre un terme au conflit en Ukraine. Le Président américain a indiqué que des hausses de droits de douane similaires étaient envisagées sur d'autres pays qui importent du pétrole de Russie, y compris la Chine. **L'Inde rejoint ainsi le Brésil au rang des pays les plus pénalisés par la politique commerciale américaine.** En ciblant directement certains pays des BRICS (et indirectement le pétrole russe), l'administration américaine n'utilise pas seulement les barrières tarifaires comme outil de rééquilibrage de balances commerciales mais également comme outil géopolitique.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ISM Services	Indice	juil.-25	50,1	50,8	52,7
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	juin-25	5,6	9,7	0,3
Importations	Val, NCVS, GA%	juin-25	-0,2	0,5	-5,0
Exportations	Val, NCVS, GA%	juin-25	3,4	5,8	-2,5

*Du 04/08/2025 au 10/08/2025

Sources : Refinitiv, Cova Finance

En outre, **les incertitudes commerciales ont également affecté le cours de l'or.** Le *Financial Times* a rapporté que les autorités douanières américaines seraient sur le point de rendre une décision selon laquelle les lingots d'or de 1 kilo et 100 onces relevaient d'un code douanier qui n'est pas sur la liste d'exemptions. Ainsi, ces lingots, exportés principalement par la Suisse, pourraient être soumis à des droits de douane de 39% (nouveau droit de douane en vigueur sur les exportations suisses). Ces annonces inattendues ont fait grimper le prix de l'or qui a atteint un sommet historique de 3534\$ l'once. A la suite de ces perturbations, le gouvernement américain a déclaré qu'un nouveau décret concernant les lingots d'or serait bientôt signé pour « clarifier les choses ».

Concernant les accords commerciaux annoncés dans les dernières semaines, Donald Trump a précisé que, si l'Union européenne ne respectait pas son engagement d'investir 600 Mds\$ aux États-Unis, alors les droits de douane sur les produits européens seraient portés à 35% (contre 15% aujourd'hui). Par ailleurs, Ryosei Akazawa, le négociateur en chef du Japon, a indiqué que les États-Unis s'étaient engagés à corriger une « erreur extrêmement regrettable » dans la mise en place des droits de douane et à rembourser les entreprises japonaises qui ont été affectées. Selon les autorités japonaises, le nouvel accord implique que les exportations du pays vers les États-Unis sont soumises à un droit maximal de 15% si les droits de douane préexistants sur les marchandises étaient inférieurs à ce taux, et elles ne seraient pas soumises à des droits supplémentaires sur les marchandises taxées à des taux plus élevés. Or, le décret présidentiel du 31 juillet sur les droits de douane des États-Unis n'intégrait pas cette spécificité pour le Japon (contrairement à l'UE).

Outre les droits de douane sur les importations américaines, le *Financial Times* rapporte que les entreprises Nvidia et AMD auraient accepté de verser aux États-Unis 15% de leurs revenus provenant des ventes de certains semi-conducteurs avancés en Chine (le H20 de Nvidia et le MI308 d'AMD). Ces versements entreraient dans le cadre d'un accord qui autoriserait donc ces exportations, qui faisaient auparavant l'objet d'une interdiction en raison de préoccupations liées à la sécurité nationale.

Dans un contexte de perturbations importantes induites par les nombreuses annonces commerciales, le déficit commercial américain a reculé pour atteindre 60,2 Mds\$ en juin, son plus bas niveau mensuel en près de deux ans. Le déficit s'est ainsi contracté de 16% en glissement annuel, en raison d'une forte baisse des importations de biens de consommation. En particulier, le déficit avec la Chine s'est réduit d'un tiers pour atteindre 9,5 Mds\$, son niveau le plus bas depuis 2004.

Après la démission de la gouverneure de la Réserve Fédérale (Fed) Adriana Kugler, **Donald Trump a nommé Stephen Miran à la Fed pour la remplacer.** Conseiller économique du Président américain, S. Miran défend l'idée d'une dépréciation du dollar afin de restaurer la compétitivité des États-Unis et estime que la hausse des droits de douane n'aura pas d'effets durables sur l'inflation. Un vote de confirmation au Sénat devrait avoir lieu dans les prochaines semaines, et le nouveau gouverneur siègera à la Fed jusqu'en janvier 2026 (fin initiale du mandat de Mme Kugler). S. Miran rejoindra donc les « colombes » M. Bowman et C. Waller, qui avaient tous deux voté en faveur d'une baisse de 25 points de base lors de la réunion de juillet. Par ailleurs, les désaccords au sein des gouverneurs semblent persister, même si **le ralentissement du marché du travail, visible dans la dernière publication des chiffres d'emplois, pourrait conduire à une baisse des taux directeurs dès le mois de septembre.** Ainsi, les gouverneurs Lisa Cook, Michelle Bowman, Mary Daly (Fed de San Francisco) et Neel Kashkari (Fed de Minneapolis) se sont montrés inquiets concernant le marché du travail américain, et ont évoqué le nécessaire ajustement de la politique monétaire face à ce ralentissement. Si N. Kashkari s'attend toujours à deux baisses de taux d'ici la fin de l'année, M. Bowman s'est déclarée favorable à trois baisses de taux. Le gouverneur R. Bostic (Fed d'Atlanta) a adopté un ton plus prudent et anticipe toujours une seule baisse de taux d'ici fin 2025.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Louis Martin
Economiste

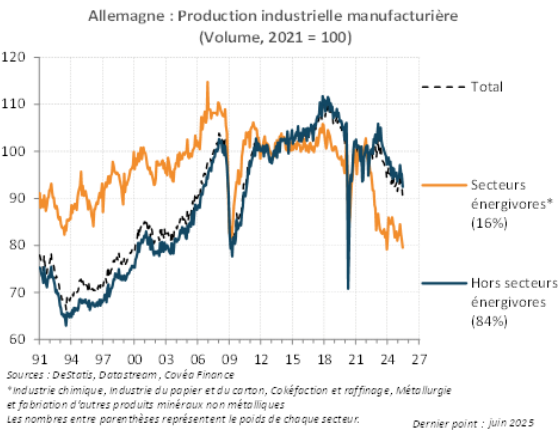


Suivi Macroéconomique

Europe

« La Banque d'Angleterre baisse son taux directeur malgré un vote très divisé »

Les signaux en provenance de l'industrie allemande sont de nouveau mal orientés. La production manufacturière allemande a en effet fortement chuté en juin (-4,7% en glissement annuel) et atteint son plus bas niveau depuis la pandémie. Dans le détail, la baisse est marquée dans le secteur de la chimie (-7,6% sur un an), la métallurgie (-9,7%) et l'automobile (-4,8%). Ainsi, la chute a été plus importante pour les secteurs les plus intensifs en énergie. Les perspectives de production sont par ailleurs mitigées. En effet, les nouvelles commandes manufacturières enregistrent une hausse modeste en juin (+0,6% en glissement annuel), de nouveau pénalisées par le recul des commandes de biens de consommation (-0,9%). La demande domestique reste mal orientée (-8,6% sur un an), en partie compensée par la demande étrangère (+7,2%) notamment de la zone euro (+8,8%). Sur un mois, on note néanmoins une forte chute des



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	juin-25	3,2	2,0	-1,9	1,1
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juin-25	-3,6	0,4	-1,9	-4,6
FR	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juin-25	2,0	-1,1	0,7	0,0
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juin-25	-1,0	-1,1	-2,1	-3,9
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juin-25	2,3	1,7	-1,6	0,4

* Du 04/08/2025 au 11/08/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

laquelle se trouve la Banque d'Angleterre, entre croissance en berne et persistance de l'inflation. Le gouverneur de la BoE Andrew Bailey a réitéré un message de prudence lors de la conférence de presse. Il a cependant ajouté que le comité de politique monétaire était désormais confronté à une « véritable incertitude » car il existe des risques que l'inflation dépasse les prévisions et que la croissance soit inférieure à celles-ci.

nouvelles commandes hors zone euro (-7,8%), dont une partie peut être imputable à la baisse de la demande américaine, dans un contexte de hausse des droits de douane. En revanche, la progression des exportations en juin se poursuit (+2,4%) à un rythme tout de même moins rapide que celui des importations (+7,9%) entraînant une baisse de l'excédent commercial allemand qui s'établit à 14,9Mds€ (contre 18,6Mds€ en mai). Bien que les Etats-Unis demeurent la première destination des exportations allemandes, ces dernières ont diminué de 8,6% en glissement annuel.

En France, la production manufacturière progresse légèrement (+0,2% sur un an), portée par le fort rebond du secteur des transports hors automobile, reflétant une hausse de la production dans le secteur aéronautique notamment (+11,0% sur un an).

Concernant les projets d'infrastructures européens, les autorités italiennes ont donné leur accord définitif pour la construction d'un pont reliant la Sicile et le continent. Ce projet, estimé à 13Mds€, devrait être classé comme une dépense de défense par les autorités italiennes, notamment car l'île abrite une base de l'OTAN. Ainsi, la construction du pont pourrait permettre à l'Italie d'atteindre plus rapidement la cible de dépense de l'OTAN fixée à 5% du PIB à horizon 2032 (3,5% de dépenses de défense *stricto sensu* et 1,5% de dépenses de défense plus larges, comme les infrastructures et la cybersécurité).

Au Royaume-Uni, **la Banque d'Angleterre a baissé son taux directeur de 25 points de base à 4,0%**, dans un vote très serré. Pour la première fois depuis l'enregistrement des votes, la majorité n'a pas été atteinte lors du premier tour. En effet, 4 membres se sont prononcés en faveur du statu quo, 4 membres étaient pour une baisse de 25 points de base tandis que le dernier membre souhaitait une baisse de 50 points de base. Lors du deuxième tour, ce dernier s'est finalement rangé en faveur d'une baisse de 25 points de base. **Cette division au sein du Comité de politique monétaire illustre la difficulté dans**

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Accord commercial Etats-Unis - UE : une cible d'importations énergétiques qui semble hors d'atteinte

Dans le cadre de son accord commercial avec les Etats-Unis, l'Union européenne s'est engagée à importer 750 Mds\$ de produits énergétiques américains sur 3 ans, soit une moyenne annuelle de 250 Mds\$.

En 2024, l'Union européenne a importé 83 Mds\$ d'hydrocarbures depuis les Etats-Unis, ce qui représente 17% du total de ses importations d'hydrocarbures. Ainsi, l'accord commercial implique que les Etats-Unis tripleraient la valeur de leurs exportations annuelles vers l'UE pour ce secteur. A valeur totale d'importations de l'UE inchangée, cela impliquerait que les biens énergétiques en provenance des Etats-Unis passeraient de 17% à près de 50% des importations d'hydrocarbures de l'UE.

Notons que la cible de 750 Mds\$ est exprimée en valeur, ce qui implique qu'elle pourrait être atteinte par une hausse du volume mais également par une hausse des prix des hydrocarbures américains importés par l'UE. En cas de respect des récents engagements de plusieurs pays en faveur d'achats plus importants d'hydrocarbures américains dans le cadre d'accords commerciaux, il est probable que cet effet prix soit significatif. En effet, malgré une progression rapide de l'offre énergétique américaine à l'exportation, si une part importante de la demande mondiale est réorientée vers les Etats-Unis, la croissance de la demande devrait excéder celle de l'offre. Un tel phénomène pourrait se traduire par le creusement d'un écart significatif entre les prix des produits énergétiques américains et ceux des autres producteurs d'énergie.

En pratique, il semble difficilement envisageable que ce montant de 750 Mds\$ soit atteint :

- ◆ Même si l'UE met en place d'importantes incitations financières pour orienter les entreprises vers l'achat de produits énergétiques américains, l'effet de ces incitations serait limité par la probable hausse relative des prix américains.
- ◆ Pour l'UE, la capacité à substituer des importations énergétiques de pays tiers par des importations depuis les Etats-Unis peut être limitée par les caractéristiques des produits pétroliers américains et leur adéquation avec les capacités des raffineries européennes.
- ◆ Cet accord, impliquant d'acheter davantage d'hydrocarbures, à des prix probablement plus élevés, ne semble pas aligné avec la stratégie de décarbonation de l'UE et son ambition d'améliorer sa compétitivité industrielle (ce qui, comme l'illustre le Rapport Draghi, passe notamment par les prix de l'énergie).
- ◆ En outre, une forte hausse des prix aux Etats-Unis serait en contradiction avec l'objectif de campagne de D. Trump de réduire de moitié les coûts de l'énergie dès sa première année en poste.

Du côté des Etats-Unis, les exportations vers l'UE représentent 26% du total des 319 Mds\$ d'exportations d'hydrocarbures du pays en 2024. Si, en respect de l'accord commercial, les exportations vers l'UE étaient multipliées par trois et les exportations hors UE restaient inchangées, toutes choses égales par ailleurs, alors les exportations des Etats-Unis devraient atteindre 483 Mds\$, c'est-à-dire progresser de 51% par rapport au niveau de 2024. Un taux de croissance encore plus élevé serait nécessaire en cas d'augmentation de la demande hors UE, en ligne avec les autres accords commerciaux conclus par les Etats-Unis.

Bien que la dynamique des exportations américaines ait été très vigoureuse récemment, avec un taux de croissance annuelle moyen à 10% sur les 5 dernières années, et que des investissements importants ont été réalisés pour augmenter ces exportations, un tel taux de croissance semble hors d'atteinte à court terme. Pourtant, si cet objectif n'est pas atteint, cela pourra constituer un motif pour de nouvelles hausses de droits de douane des Etats-Unis sur l'UE au cours des prochaines années.

Union européenne : importations d'hydrocarbures solides, liquides et gazeux (HTS 27, hors importations intra-UE et hors énergie électrique).		
2024	Mds\$	%
Total (hors intra-UE)	504,9	100%
Etats-Unis d'Amérique	83,4	17%
Total hors Etats-Unis	421,5	83%
Norvège	58,7	12%
Kazakhstan	33,9	7%
Algérie	30,9	6%
Arabie saoudite	30,7	6%
Royaume-Uni	28,5	6%
Russie, Fédération de	25,8	5%
Libye, Etat de	22,0	4%
Nigéria	19,1	4%
Iraq	18,4	4%
Azerbaïdjan	16,6	3%
Brésil	12,7	3%
Guyana	10,0	2%
Inde	7,4	1%
Koweït	7,4	1%
Qatar	6,1	1%
Emirats arabes unis	5,7	1%
Mexique	5,5	1%
Australie	4,9	1%
Autres	77,2	15%

Sources : ITC, Covéa finance

Louis Martin
Economiste

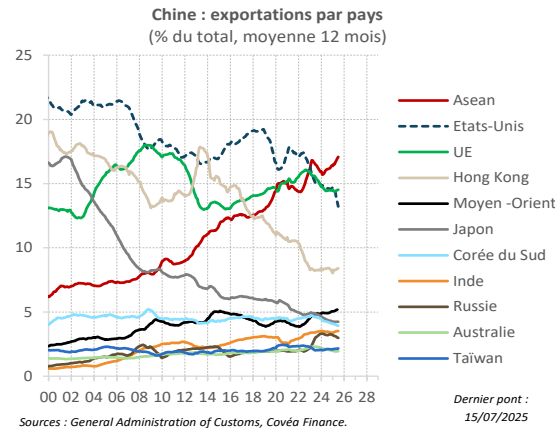


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les autorités chinoises réaffirment leur volonté de réguler la concurrence excessive entre entreprises »

Les données du commerce extérieur chinois surprennent par leur vigueur en juillet. Les exportations ont enregistré une croissance de 7,2% en glissement annuel (GA), après 5,9% en juin. Cette dynamique reste cependant contrastée selon les destinations : alors que les exportations vers les États-Unis ont poursuivi leur repli, atteignant -21,6% en juillet contre -16,6% le mois précédent, elles ont été dynamiques vers d'autres marchés développés tels que l'Union européenne, l'Australie, le Canada et la Corée du Sud, et demeurent particulièrement solides à destination de l'ASEAN. Sur le plan sectoriel, la croissance des exportations a été principalement tirée par les semiconducteurs, suivis des engrais et des véhicules. Parallèlement, les importations ont affiché un net rebond, progressant de 4,1% en GA contre 1,1% en juin. Ce redressement est surtout visible au niveau des importations de matières premières, dont le pétrole brut, le cuivre et le soja. Malgré cette accélération des importations, qui a entraîné une légère contraction du solde commercial, ce dernier demeure à un niveau très élevé, s'établissant à 98 Mds\$ en juillet, après le pic de 115 Mds\$ en juin.



L'économie chinoise reste affectée par d'importantes pressions déflationnistes en juillet. L'indice des prix à la consommation a été stable sur un an, soit une croissance de 0%, après 0,1% en juin. Cette modération résulte surtout des prix de l'alimentation qui déclinent de 1,6% en GA. Le prix des carburants pour le transport reste en forte contraction (-9,0% en GA) mais cette baisse est moins marquée que celle du mois dernier (-10,8%). Hors énergie et alimentation, l'inflation est un petit peu plus vigoureuse à 0,8% (0,7% en juin). Toutefois, du côté des prix à la production, l'inflation reste en forte contraction à -3,6%, comme en juin.

Au Japon, la croissance des salaires reste vigoureuse en juin. Elle s'est établie à 2,5% en GA, en valeur, soit le rythme le plus rapide observé depuis quatre mois. En mai, ce taux de croissance avait été bien plus faible, à 1,4%, en lien avec la volatilité du versement des primes. Dans le détail, la dynamique de juin paraît solide car tirée par des composantes peu volatiles telles que les salaires contractuels qui progressent de 2,1% après 2% le mois précédent. Toutefois, malgré ce mouvement haussier, la croissance des salaires continue d'être inférieure à celle des prix. La croissance réelle des salaires reste en recul, à -0,8% en GA, et continue donc d'affecter le pouvoir d'achat des ménages.

La dynamique des salaires devrait être entretenue par la revalorisation du salaire minimum. Le gouvernement japonais a annoncé qu'il avait l'intention de relever le salaire minimum horaire moyen national de 6,0%, soit une hausse record, pour atteindre 1 118 yens (environ 7,6 \$ ou 6,5 €), soit une augmentation de 63 yens. Cette mesure devrait surtout affecter les PME, dont une part relativement plus importante de la main d'œuvre a

une rémunération proche du salaire minimum. Ainsi, la hausse du salaire minimum s'ajoute aux résultats favorables des négociations de printemps pour soutenir la dynamique salariale, en ligne avec le scénario de la Banque du Japon, qui justifie sa politique de normalisation monétaire par la perspective de pressions inflationnistes durables, entretenues par les salaires.

Louis Martin
Economiste



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.