

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

8 décembre 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Dégroupement

Le 23 novembre dernier s'est clôturé à Johannesburg le 20ème sommet du G20. Un sommet qui s'est avéré inédit à plus d'un titre. C'est en effet la première fois que ce forum intergouvernemental se tenait sur le continent africain. C'est aussi la première fois qu'un pays membre de ce groupe décide de boycotter ce sommet...

L'absence des Etats-Unis à ce sommet n'est qu'une demi-surprise. Elle s'inscrit dans la continuité de la politique américaine de primauté des intérêts nationaux américains, d'une remise en cause du Multilatéralisme et de ses instances, sans concessions diplomatiques. Une doctrine rappelée ces derniers jours par la Maison Blanche dans la publication de sa « *Stratégie sur la Sécurité Nationale* ». Au-delà de la question de la persécution des Afrikaners avancée par le président américain pour justifier l'absence des Etats-Unis, son secrétaire d'Etat, Marco Rubio, avait fustigé le mot d'ordre du G20 sud-africain : « solidarité, égalité, durabilité », le rapprochant de « diversité, équité, inclusion, et changement climatique », dénonçant des concepts « anti-américains ». Bien que peu surprenante donc, cette absence n'en reste pas moins inédite dans l'histoire du G20.

Le Groupe des 20, créé en 1999 en marge du G7 de Washington, associait initialement les ministres des finances de ses pays membres. A la suite de la crise financière de 2008, cette initiative s'est élargie aux chefs d'Etat et de gouvernement. Depuis, on note que la présence des dirigeants à ce sommet a connu une certaine évolution, symbole de l'intérêt qu'ils peuvent porter à ce type de forum.

Alors que l'intégralité des chefs d'Etat s'était réunie lors des 3 premiers sommets, cette configuration ne s'est reproduite que par deux fois seulement par la suite : en 2011 en France, et en 2020 virtuellement en raison de la pandémie de Covid19. Plus encore, alors que sur la décennie 2010, le remplacement d'un chef d'Etat par un représentant d'Etat d'un échelon inférieur ne concernait qu'un ou deux pays, cette tendance s'est accentuée sur la décennie 2020. Ainsi, au-delà du boycott américain, 6 délégations n'ont pas été représentées par leur chef d'Etat en Afrique du Sud (Mexique, Argentine, Chine, Indonésie, Russie, Arabie Saoudite) portant à 7 leur absence, un record. (voir illustration ci-dessous)

Le Chancelier allemand Friedrich Merz a évoqué l'évolution des alliances et un Monde qui se réorganise. Ce sommet en est une nouvelle illustration, reflet d'une position américaine sans concession, et de groupes multilatéraux qui peinent à mobiliser les dirigeants de leurs pays membres. Le président Ramaphosa s'est félicité de l'adoption inédite en début de sommet d'une déclaration commune des dirigeants, « *un important signal* » selon lui, « *que le multilatéralisme peut arriver à des résultats, et le fait* ». L'absence régulière des plus hauts représentants des Etats illustre au contraire un désintérêt grandissant des chefs d'Etat pour ce type d'instance, et est un nouveau symbole d'un multilatéralisme en panne.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

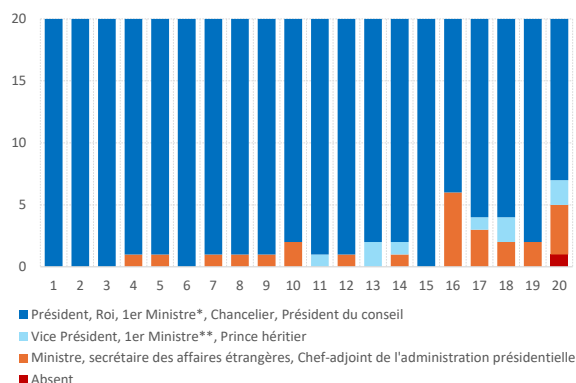
Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Un désintérêt grandissant des chefs d'Etat pour le G20? »

G20 : Présence des dirigeants par niveau hiérarchique



| Nos clefs de lecture | Niveaux | | | Variations (en %) | |
|--|----------|----------|-----------|-------------------|-------------|
| | 05/12/25 | 27/11/25 | T-12 mois | 27/11/25 | sur 12 mois |
| Marché des changes | | | | | |
| € / \$ | 1,164 | 1,160 | 1,059 | 0,4 | 10,0 |
| € / £ | 0,873 | 0,876 | 0,830 | -0,3 | 5,3 |
| € / Yen | 180,82 | 181,25 | 158,91 | -0,2 | 13,8 |
| Matières premières et Transport et marchandises | | | | | |
| Pétrole (Brent, \$ par baril) | 64 | 63 | 72 | 0,6 | -11,6 |
| Indice CRB* | 537 | 534 | 538 | 0,6 | -0,1 |
| Prix de l'once d'Or | 4 213 | 4 218 | 2 639 | -0,1 | 59,7 |
| Prix de la tonne de cuivre | 11 621 | 10 940 | 9 075 | 6,2 | 28,1 |
| Indice Baltic Dry** | 2 727 | 2 480 | 1 160 | 10,0 | 135,1 |
| Indice Coût Fret Conteneur SCFI*** | 1398 | 1403 | 2256 | -0,4 | -38,1 |

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 :

La semaine a été marquée par une hausse prononcée des taux souverains, principalement tirée par les commentaires offensifs (« hawkish ») du président de la Banque du Japon (BoJ) de lundi dernier. Cela a porté le taux à 10 ans japonais à 1,94%, son plus haut niveau depuis 2008, soit +14 points de base (pbs) sur la semaine. En Zone Euro, le taux à 10 ans français a clôturé en hausse de 11 pbs à 3,52% et le taux allemand était en hausse de 11 pbs à 2,80%. Les pays périphériques ont mieux résisté, à l'image de l'Italie, avec une augmentation de 9 pbs à 3,49%. L'écart BTP-Bund était en resserrement de 2 pbs à 69 pbs. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans a terminé la semaine en hausse de 12 pbs à 4,14%. Dans cet environnement, le crédit a bien résisté en affichant des primes de risque en resserrement sur la semaine. Le crédit euro de catégorie Investissement se contracte de 6 pbs à 77 pbs, soit un taux de 3,18%.

Le Focus de la semaine : Vers une action supplémentaire de la Fed pour soutenir les réserves bancaires ?

Comme déjà évoqué dans nos commentaires hebdomadaires, la réduction du bilan de la Réserve fédérale (Fed), l'épuisement des liquidités placées à la facilité d'Overnight Reverse Repo (ON RRP)* et l'augmentation du compte du Trésor (TGA)** ont entraîné une baisse soutenue du montant des réserves bancaires inscrit au bilan de la Fed (2 878 Mds\$, soit une baisse de 437 Mds\$ depuis juin 2022). Celles-ci sont passées d'un niveau dit « abondant » caractérisé par une offre de liquidité qui excède la demande des banques, vers un état dit « ample » où la demande dépasse parfois l'offre, causant des pressions haussières sur les taux du financement à court terme. Depuis un an, nous constatons des tensions régulières, notamment lors des fins de trimestres et lors des règlements d'émissions du Trésor. Depuis octobre, elles se sont accentuées, marquées par une plus forte amplitude et une plus grande fréquence. Par exemple, le SOFR***, un des taux de référence du marché du repo, a dépassé à plusieurs reprises la borne haute de la fourchette des taux directeurs de la Fed (au maximum 4,22% contre 4%, le 31/10).

A la suite de la réunion du Comité du politique monétaire (FOMC) d'octobre, la Fed a décidé de mettre fin à sa politique de resserrement quantitatif, justifiée par les éléments de tension évoqués précédemment. A partir du 1er décembre, seul l'encours de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) détenus à son bilan continuera de diminuer et sera réinvesti en Bons du Trésor. Malgré cela, le système continuera de fonctionner dans un régime de réserves moins élevées, ce qui rend les marchés monétaires et interbancaires plus volatils et plus sensibles. Ils deviennent plus que jamais un baromètre de la santé du système financier tel que nous le montrons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Récemment, certains membres de la Fed se sont montrés favorables à ce que l'institution initie prochainement la gestion des réserves (RMP : Reserves Management Purchase) en augmentant son actif via l'achat de titres. Cela permettrait d'aligner l'offre de réserves sur la croissance naturelles de ses autres passifs (monnaie en circulation et TGA) en ligne avec celle de l'économie. L'objectif serait de maintenir les réserves dans la zone ample et d'éviter les risques de pénurie. Bien qu'il s'agisse d'une croissance de bilan comme dans le cas d'un assouplissement quantitatif, le RMP se distingue par plusieurs éléments. D'abord, c'est un ajustement purement technique accompagné d'une communication de la Fed dans ce sens. De plus, il s'agit généralement d'achats de Bons du Trésor ayant peu d'impact sur la durée du portefeuille de titres. Enfin, le RMP a pour but de mieux ancrer les taux courts dans la fourchette en limitant les pressions haussières et non d'assouplir les conditions de financement. Pour rappel, la Fed avait mis en place un RMP en 2019 alors que le resserrement quantitatif prolongé avait conduit les réserves bancaires au stade de pénurie faisant dérailler le marché monétaire.

Ainsi, le remplacement des MBS et le potentiel RMP feraient de la banque centrale une acheteuse substantielle de Bons du Trésor sur le marché. Cela réduirait l'offre à absorber par les investisseurs privés et pourrait atténuer les pressions sur le financement, notamment dans un contexte où les émissions nettes du Trésor devraient rester soutenues en 2026. Notons que la création d'un RMP pourrait ne pas être suffisante pour soutenir les marchés monétaires. Comme par le passé, il n'est pas à exclure que la Fed mette en place des facilités d'accès au financement pour palier temporairement des déséquilibres sur les marchés monétaires et interbancaires.

*ON RRP : facilité de prise en pension, outil qui permet d'apporter des liquidités auprès de la Fed en échange de garanties éligibles. **TGA (Treasury General Account) : compte courant utilisé par le Trésor américain, à partir duquel le gouvernement effectue tous ses paiements. Il est notamment alimenté par les collectes d'impôts et les émissions de dette. ***SOFR (Secured Overnight Financing Rate) : mesure le coût des emprunts de liquidité garanties par des titres du Trésor au jour le jour.

Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



| Marchés Obligataires | Niveaux | | | | | Variations (en pb) | | | | | Pente* (en pb) | | |
|------------------------------|----------|-------|----------|----------|-----------|--------------------|----------|----------|-------------|-----|----------------|-----------|--|
| | 05/12/25 | J-7 | 27/11/25 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7 | 27/11/25 | 31/12/24 | sur 12 mois | | 2y - 10y | 10y - 30y | |
| Taux directeurs | | | | | | | | | | | | | |
| Réserve Fédérale Américaine | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 4,50 | 4,75 | 0,00 | 0,00 | -0,50 | -0,75 | | | | |
| BCE - Taux Repo | 2,15 | 2,15 | 2,15 | 3,15 | 3,40 | 0,00 | 0,00 | -1,00 | -1,25 | | | | |
| BCE - Taux Facilité de dépôt | 2,00 | 2,00 | 2,00 | 3,00 | 3,25 | 0,00 | 0,00 | -1,00 | -1,25 | | | | |
| Banque d'Angleterre | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 4,75 | 4,75 | 0,00 | 0,00 | -0,75 | -0,75 | | | | |
| 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 | 4,14 | 4,01 | 3,99 | 4,57 | 4,18 | 12 | 14 | -43 | -4 | 57 | 66 | | |
| Allemagne | 2,80 | 2,69 | 2,68 | 2,37 | 2,11 | 11 | 12 | 43 | 69 | 71 | 63 | | |
| France | 3,52 | 3,41 | 3,41 | 3,20 | 2,89 | 11 | 11 | 33 | 63 | 122 | 89 | | |
| Italie | 3,49 | 3,40 | 3,40 | 3,52 | 3,20 | 9 | 8 | -4 | 29 | 125 | 89 | | |
| Royaume-Uni | 4,48 | 4,44 | 4,45 | 4,57 | 4,28 | 4 | 3 | -9 | 20 | 70 | 72 | | |
| Japon | 1,95 | 1,81 | 1,80 | 1,10 | 1,07 | 14 | 15 | 85 | 88 | 89 | 142 | | |
| Crédit | | | | | | | | | | | | | |
| Indice Itraxx Main | 52,4 | 52,8 | 53,2 | 57,6 | 53,8 | -0,4 | -0,9 | -5,2 | -1,4 | | | | |
| Indice Itraxx Crossover | 253,0 | 255,5 | 257,6 | 313,8 | 292,0 | -2,6 | -4,7 | -60,8 | -39,1 | | | | |

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 :

L'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) affiche une hausse de +0,4% sur la semaine, dans un contexte d'attente face à un éventuel cessez-le-feu en Ukraine. La technologie réalise la meilleure performance de la semaine avec une progression de +3,8%, grâce à des annonces favorables sur la thématique de l'intelligence artificielle. A l'inverse, les services de communication sont en recul de -1,9%, de même que la consommation de base et les services aux collectivités, marquant un repli des sociétés les moins exposées au cycle économique. Du point de vue géographique, l'Espagne arrive en tête sur la semaine à +2%. Enfin, sur l'année, les grandes capitalisations surperforment de nouveau les petites, marquant un retour du phénomène observé depuis plusieurs années.

Le Focus de la semaine : Synthèse des résultats du 3ème trimestre 2025 des sociétés du MSCI Europe

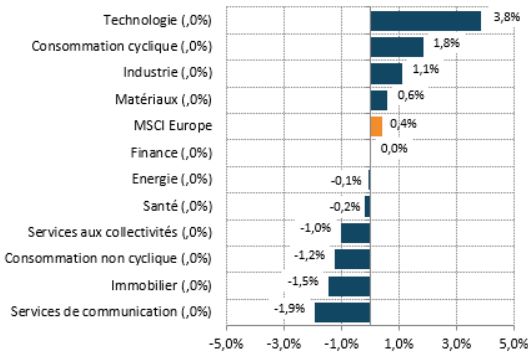
Chaque trimestre, nous analysons les résultats des entreprises européennes. Pour ce faire, nous nous appuyons sur les données des entreprises du MSCI Europe ayant publié leur chiffre d'affaires (CA) et leurs bénéfices sur le troisième trimestre de 2025 avant le 1er décembre.

Une fois le secteur très performant de la finance exclu, le MSCI Europe hors finance affiche un CA en baisse de -1,3% et une baisse du bénéfice par action (BPA) de -5,9%, indiquant une baisse des marges par rapport au troisième trimestre de l'année 2024. Les matériaux et l'énergie sont les deux secteurs pour lesquels l'activité recule le plus sur le trimestre, sous l'effet de la baisse du prix du pétrole sur un an et d'une stagnation de la construction en Europe, notamment résidentielle, qui ne montre pas de signe de redémarrage. A contrario, le secteur des technologies de l'information se démarque avec des dynamiques d'activité plus favorables pour les équipementiers de semi-conducteurs et les logiciels. De même, les sociétés industrielles qui évoluent dans des secteurs stratégiques et bénéficient de tendances de long terme d'électrification voient leur activité croître notamment dans les centres de données. De plus, la hausse des ventes du secteur de la défense marque un retour de la conflictualité, thème central de nos Perspectives Economiques et Financières.

En ce qui concerne les résultats nets, l'évolution générale est positive mais uniquement portée par le secteur de la finance. En effet, ces sociétés tirent parti d'un environnement de taux d'intérêt favorables, des émissions d'obligations et de l'accroissement de la volatilité sur les marchés financiers. Pour le reste des entreprises, les BPA sont orientés à la baisse à l'exception du secteur des technologies de l'information qui bénéficie du déploiement de technologies nouvelles et de la migration des données vers le « cloud ». Ce sont les sociétés des secteurs de la consommation discrétionnaire et de l'énergie dont les bénéfices se contractent le plus, d'un côté en raison de la crise du secteur automobile allemand présent de manière prépondérante dans l'échantillon, et de l'autre à cause de la baisse du prix du baril de pétrole causée par un excédent d'offre au niveau mondial.

Dans un environnement économique incertain marqué par des tensions géopolitiques toujours vives, les entreprises sont plus prudentes quant à leurs perspectives pour 2025 par rapport au début d'année. Les sociétés les plus exposées aux droits de douane, que sont la consommation, les sociétés de logistique et certains médicaments, sont pénalisées par ceux-ci au T3, tant sur leur activité que leur marge. Dans l'ensemble, les sociétés européennes ont surpris négativement le consensus financier du point de vue de l'activité et positivement sur leurs marges car le marché tablait sur un plus fort impact des droits de douane. Globalement, la croissance des bénéfices attendue par le consensus pour l'année 2025 s'affiche toujours en net recul par rapport aux estimations du début d'année, reflet du manque de visibilité qui caractérise certains secteurs.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 28/11/2025 au 05/12/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Arthur Pomier

Gestion Actions Europe



| Actions Europe | Niveaux | | | | | Variation (en %) | | | | |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|------------------|----------|----------|-------------|--|
| | 05/12/25 | J-7 | 27/11/25 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7 | 27/11/25 | 31/12/24 | sur 12 mois | |
| MSCI EMU | 194,0 | 192,6 | 192,1 | 163,2 | 165,1 | 0,7 | 1,0 | 18,9 | 17,5 | |
| MSCI EMU Mid Cap | 1 315,5 | 1 314,9 | 1 311,3 | 1 056,7 | 1 070,7 | 0,0 | 0,3 | 24,5 | 22,9 | |
| MSCI EMU Small Cap | 521,5 | 518,9 | 515,9 | 390,5 | 403,5 | 0,5 | 1,1 | 33,6 | 29,3 | |
| MSCI Europe | 193,4 | 192,6 | 192,1 | 169,9 | 173,9 | 0,4 | 0,7 | 13,8 | 11,2 | |
| France CAC 40 | 8 114,7 | 8 122,7 | 8 099,5 | 7 380,7 | 7 330,5 | -0,1 | 0,2 | 9,9 | 10,7 | |
| Allemagne DAX 30 | 9 002,0 | 8 930,3 | 8 904,5 | 7 648,6 | 7 821,3 | 0,8 | 1,1 | 17,7 | 15,1 | |
| Italie MIB | 43 432,8 | 43 357,0 | 43 219,9 | 34 186,2 | 34 626,3 | 0,2 | 0,5 | 27,0 | 25,4 | |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (£) | 9 667,0 | 9 720,5 | 9 693,9 | 8 173,0 | 8 349,4 | -0,6 | -0,3 | 18,3 | 15,8 | |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 11 069,0 | 11 091,4 | 11 068,7 | 9 877,2 | 10 063,0 | -0,2 | 0,0 | 12,1 | 10,0 | |

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés ont globalement terminé en hausse, soutenus par les anticipations d'un assouplissement monétaire de la Réserve fédérale américaine (Fed). La Corée du Sud s'est distinguée avec la meilleure performance, portée par le secteur technologique et par les constructeurs automobiles, après l'annonce de l'administration américaine de l'allègement des objectifs de réduction des émissions pour ce secteur. À l'inverse, Le Japon et l'Inde ont terminé en territoire négatif. Le Japon continue d'être impacté par les tensions avec la Chine ainsi que par le potentiel resserrement monétaire lors de la prochaine réunion de la banque centrale japonaise. Quant à l'Inde, malgré l'annonce d'une baisse des taux, les investisseurs ont été préoccupés par l'accord conclu entre le président russe Vladimir Poutine et le Premier ministre indien Narendra Modi visant à élargir et diversifier les échanges commerciaux au-delà du pétrole et de la défense. Parmi les éléments transverses, OpenAI est en pourparlers avec Tata Consultancy Services (TCS) afin de développer une infrastructure de calcul dédiée à l'intelligence artificielle (IA) sur le sol indien et de co-crée des solutions d'IA agentiques pour les entreprises. Enfin, le fabricant japonais de robots Fanuc a annoncé un partenariat avec Nvidia pour développer des robots industriels dotés d'IA. **Aux Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en hausse, porté par les espoirs d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt de la Fed ce mois-ci. L'énergie affichait la plus forte hausse soutenue par la hausse des prix du pétrole face au manque d'avancée dans les pourparlers entre l'Ukraine et la Russie et de la décision de l'OPEP+ de maintenir sa production inchangée pour le premier trimestre 2026. Dans les services de communication, Netflix reculait après l'annonce du rachat de Warner Bros Discovery. Meta rebondissait alors que l'entreprise pourrait réduire jusqu'à 30% de ses investissements dans le « métavers » pour se recentrer sur l'IA. Dans la consommation discrétionnaire, les valeurs de l'automobile bénéficiaient de l'allègement de la réglementation sur la consommation de carburant et les émissions de véhicules. Tesla était aussi en hausse alors que l'administration américaine envisagerait de publier un décret présidentiel sur la robotique l'année prochaine. Dans l'industrie, Boeing était soutenu par les annonces d'une augmentation des livraisons de ses avions commerciaux et à un flux de trésorerie positif en 2026. Dans la technologie, Intel rebondissait alors que l'entreprise pourrait produire certaines puces d'Apple dès 2027. Dans la thématique de l'intelligence artificielle, le directeur général de Nvidia et le président Trump se seraient rencontrés pour échanger sur les contrôles à l'exportation des puces IA vers la Chine. Enfin, Anthropic, l'un des concurrents d'OpenAI, envisagerait une introduction en bourse dès 2026.

Le Focus de la semaine : Synthèse des résultats du 3ème trimestre 2025 des sociétés du S&P 500.

Les ventes et les bénéfices progressent respectivement de +8% et +14% sur un an (a/a). Parmi les points clés de cette saison de publication, nous retenons :

1/ La bonne tenue des dépenses de consommation malgré un ralentissement du marché du travail et des indices de confiance faibles. Nous l'avons observé à l'échelle du compartiment de la consommation de base et discrétionnaire, mais aussi chez les grandes sociétés de cartes de crédit (American Express et Visa). On note cependant une fracture de plus en plus marquée entre les ménages américains « aisés » et ceux « sous contraintes financières ».

2/ La diffusion de l'IA se poursuit chez les grandes sociétés technologiques et de communication. Elles répondent à la demande grandissante pour le développement des infrastructures liées à l'IA. Elles continuent d'investir dans cette thématique, même si les retours sur investissement sont encore incertains et que cela pourrait transformer leurs modèles d'affaires et peser sur les marges en 2026 avec l'arrivée de dépréciations plus importantes.

3/ Les secteurs que nous identifions comme stratégiques continuent de soutenir la croissance des ventes et des bénéfices du S&P 500. l'aéronautique et la défense (grâce aux besoins renforcés de souveraineté des états dans un monde de plus en plus polarisé), les équipementiers électriques comme GE Vernova et Hubbell, les compagnies d'électricité comme Nextera, Constellation (en raison de la montée en puissance des besoins énergétiques) et les sociétés exposées à l'extraction des matériaux critiques comme le cuivre et l'acier.

4/ Les droits de douane supplémentaires et l'inflation persistante n'ont pas particulièrement pénalisé les marges opérationnelles, en hausse de 60 points de base sur un an. Les sociétés ont réussi à adapter leurs chaînes d'approvisionnement, optimiser leurs coûts et répercuter la hausse au consommateur final. Ainsi, les bénéfices progressent fortement et cela même en dehors des 7 grandes capitalisations de l'indice (+12% a/a) et à travers les plus petites sociétés (+5% a/a et +8% a/a pour le S&P 400 et le S&P 600).

Le 4ème trimestre dont la dynamique est attendue dans la lignée du 3ème trimestre, permettrait d'enregistrer une croissance des bénéfices de 13% a/a en 2025. Pour 2026, les analystes anticipent la poursuite de la dynamique des bénéfices, portée par de nouvelles baisses de taux d'intérêt, une diffusion plus large du champ d'application de l'IA, la bonne tenue du consommateur et les mesures de croissance prévues par la loi « One Big Beautiful Bill Act » (amortissements accélérés, fiscalité plus faible pour les entreprises et certains ménages). Toutefois, ces équilibres nous semblent fragiles et font partie des éléments suivis dans le cadre de nos perspectives économiques et financières.

Margaux Louis

Gestion Actions Internationales

| Actions Internationales | Niveaux | | | | | Variations (en %) | | | | | | | | | |
|--------------------------|----------|--------|------------|----------|-----------|-------------------|------------|----------|-----------|------|------------|----------|-----------|--|--|
| | 05/12/25 | J-7 | 27/11/2025 | 31/12/24 | T-12 mois | en devise locale | | | | | en € | | | | |
| | | | | | | J-7 | 27/11/2025 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7 | 27/11/2025 | 31/12/24 | T-12 mois | | |
| Etats-Unis - S&P500 | 6 870 | 6 849 | 6 813 | 5 882 | 6 086 | 0,3 | 0,8 | 16,8 | 12,9 | -0,1 | 0,4 | 3,9 | 2,6 | | |
| Etats-Unis - Dow Jones | 47 955 | 47 716 | 47 427 | 42 544 | 45 014 | 0,5 | 1,1 | 12,7 | 6,5 | 0,1 | 0,7 | 0,2 | -3,1 | | |
| Etats-Unis - Nasdaq | 23 578 | 23 366 | 23 215 | 19 311 | 19 735 | 0,9 | 1,6 | 22,1 | 19,5 | 0,5 | 1,2 | 8,6 | 8,6 | | |
| Japon Nikkei 300 | 717 | 720 | 719 | 604 | 589 | -0,4 | -0,3 | 18,6 | 21,6 | -0,3 | 0,0 | 6,7 | 6,9 | | |
| Corée du Sud KOSPI | 4 100 | 3 927 | 3 987 | 2 399 | 2 442 | 4,4 | 2,8 | 70,9 | 67,9 | 3,7 | 1,8 | 52,6 | 46,6 | | |
| Chine - Shanghai | 3 903 | 3 889 | 3 875 | 3 352 | 3 369 | 0,4 | 0,7 | 16,4 | 15,8 | 0,0 | 0,4 | 6,9 | 7,9 | | |
| Hong Kong Hang Seng | 26 085 | 25 859 | 25 946 | 20 060 | 19 560 | 0,9 | 0,5 | 30,0 | 33,4 | 0,5 | 0,1 | 15,4 | 21,2 | | |
| Marchés Emergents - MSCI | 1 385 | 1 367 | 1 370 | 1 075 | 1 102 | 1,4 | 1,1 | 28,8 | 25,7 | 1,0 | 0,7 | 14,6 | 14,3 | | |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La géothermie, une énergie en devenir.

L'Union européenne s'est fixée un objectif ambitieux : réduire ses émissions de gaz à effet de serre de **55 % d'ici 2030** par rapport à 1990. Or, en 2023, **76 % des émissions** provenaient de la consommation d'énergie. Les bâtiments représentent à eux seuls **42 % de la consommation énergétique** et **35 % des émissions liées à l'énergie**, selon l'Agence européenne pour l'environnement (EEA). Décarboner le chauffage et la climatisation des bâtiments est donc un enjeu majeur de la transition énergétique.

La géothermie exploite la chaleur stockée dans le sous-sol terrestre. En moyenne, la température augmente de **25 à 30°C par kilomètre de profondeur**. Cette énergie peut être utilisée sous forme de chaleur (79% des usages en 2023) ou d'électricité (21%). Aujourd'hui, elle représente **moins de 1% de la consommation énergétique mondiale**, principalement en Chine et aux États-Unis. Pourtant, ses atouts sont considérables :

- **Une disponibilité élevée** : un taux supérieur à 75%, contre 30% pour l'éolien et 15% pour le solaire selon l'agence internationale de l'énergie « IEA »;
- **Une présence quasi universelle** : accessible partout dans le monde à partir de 3 km de profondeur, et pas seulement dans les zones volcaniques comme l'Islande;
- **Une opportunité de s'affranchir de la fluctuation des prix des énergies fossiles**, soumises aux aléas géopolitiques.

Les usages sont encore limités. En 2023, la géothermie a surtout alimenté les **pompes à chaleur** (53 % des utilisations) et le **chauffage urbain collectif** (33 %). **Son usage industriel reste marginal (1 %).**

En France, Engie exploite le réservoir géothermal du **Dogger**, situé à 1,5 km sous le bassin parisien, pour alimenter des réseaux de chaleur en Île-de-France. La géothermie est un atout pour décarboner les territoires. Par exemple, le futur réseau du Chesnay-Rocquencourt (78) pourrait réduire les émissions de CO2 de **18 500 tonnes par an**.

Malgré ses avantages, **la géothermie peine à décoller** en raison de **coûts initiaux élevés**, moins compétitifs que le solaire ou l'éolien, de **procédures administratives complexes et lentes**, et d'un **manque de politiques incitatives**. En effet, moins de 30 pays disposent d'une stratégie géothermique, contre plus de 100 pour le solaire et l'éolien.

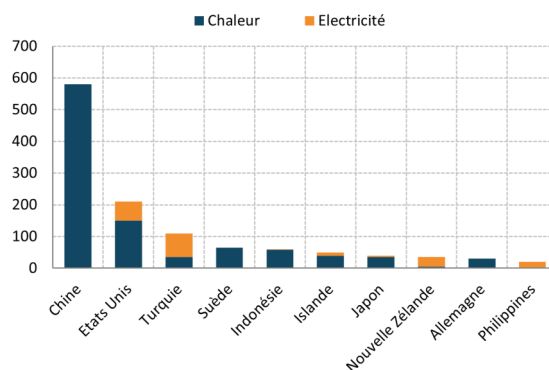
L'UE vise à **tripler la part de la géothermie d'ici 2030**. Selon l'IEA, si des mesures adaptées sont mises en place, les coûts de la géothermie pourraient **chuter de 80 % d'ici 2035**, rendant la technologie compétitive avec un prix de l'électricité autour de **50 €/MWh**.

Le potentiel industriel est important. La semaine dernière, la start-up australienne **Vulcan Energy a levé 2,2 milliards d'euros** pour un projet en Allemagne visant à extraire du lithium des saumures chaudes du bassin rhénan, tout en produisant chaleur et électricité.

La géothermie, **une ressource locale et inépuisable**, s'inscrit dans les thématiques de la souveraineté énergétique et de l'accès aux ressources critiques, au cœur de nos Perspectives Économiques et Financières.

*PJ: pétajoules (unité de mesure de l'énergie)

Consommation de l'énergie géothermale (PJ)



Source: Cova Finance, IEA.

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les dépenses de consommation marquent le pas »

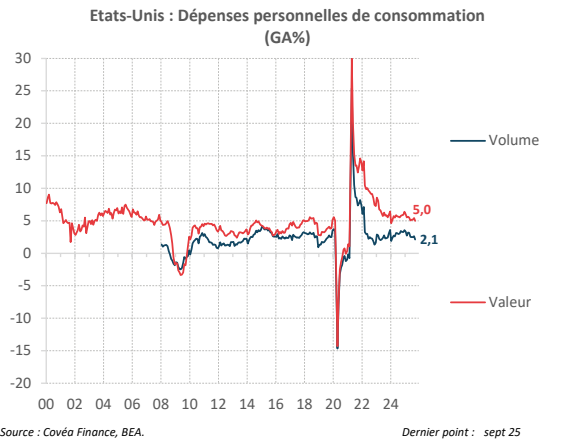
L'administration Trump a publié la nouvelle stratégie de sécurité des États-Unis, un document d'une trentaine de pages, qui confirme la rupture de l'approche américaine vis-à-vis de ses alliés traditionnels. Le rapport est particulièrement critique à l'égard de l'Europe, accusée notamment de contrecarrer les efforts américains visant à mettre fin à la guerre en Ukraine. Une Europe en « déclin économique » et menacée d'« effacement civilisationnel », en raison notamment de l'immigration, du recul de la natalité et d'un excès de réglementation. Autant de thèmes déjà développés par le Vice-Président JD

Vance lors de la conférence sécuritaire de Munich en février. Le document appelle les alliés des États-Unis à assumer davantage de responsabilités en matière de défense et annonce un « réajustement » de la présence militaire américaine. Et en effet, des responsables du Pentagone ont fait savoir en parallèle cette semaine leur volonté que l'Europe assume la majorité des capacités de défense conventionnelle de l'OTAN d'ici 2027, un délai serré que certains responsables européens ont jugé irréaliste. Ces développements actent le désengagement américain vis-à-vis de l'Europe et soulignent les besoins de financements croissants auxquels vont faire face les États dans les années à venir (voir focus).

Concernant les données statistiques, l'enquête ADP fait part d'une détérioration de l'emploi en novembre, avec 32 000 destructions de postes, après 47 000 créations en octobre. Le recul de l'emploi a été particulièrement prononcé chez les petites entreprises (-120 000). Les emplois cycliques, tels que la construction, le manufacturier et les services aux entreprises, s'inscrivent en baisse, tandis que les emplois non-cycliques (santé, éducation) résistent. Ce retour en territoire négatif devrait maintenir l'inquiétude chez les banquiers centraux quant à la dynamique du marché du travail et les conduire à un nouvel assouplissement lors de la réunion des 9 et 10 décembre. Pour rappel, les rapports d'emploi officiels du Bureau des Statistiques du Travail (BLS) pour les mois d'octobre et novembre ne seront publiés que le 16 décembre.

Dans la lignée des ventes au détail, la publication de la consommation des ménages confirme un ralentissement en septembre. Les dépenses en volume ont stagné sur le mois et affichent une croissance annuelle en modération à 2,1%, au plus bas depuis janvier 2024. La faiblesse sur le mois a concerné les biens durables (-0,6%) et non durables (-0,3%), tandis que les services affichaient une hausse mensuelle modeste de 0,2%. Le revenu des ménages a progressé de 0,4% sur le mois en valeur, tiré par les revenus salariaux (0,4%) et les revenus des actifs financiers (+0,6%). L'indice des prix des dépenses personnelles de consommation a progressé de 0,3% sur le mois, ce qui porte l'inflation à 2,8%. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'établit également à 2,8%, confirmant le maintien des pressions inflationnistes.

L'indicateur d'enquête ISM manufacturier s'est dégradé en novembre, passant de 48,7 à 48,2. Il s'agit du 9^{ème} mois consécutif sous le seuil de 50, ce qui renvoie à une activité en



| Indicateurs de la semaine* | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 |
|------------------------------------|---------------|----------|-------|-----------|-----------|
| ISM Manuf. | Indice | nov.-25 | 48,2 | 48,7 | 47,1 |
| ISM Services | Indice | nov.-25 | 52,6 | 52,4 | 52,7 |
| ISM Manuf. - Prix payés | Indice | nov.-25 | 58,5 | 58,0 | 46,6 |
| ISM Manuf. - Nvlles commandes | Indice | nov.-25 | 47,4 | 49,4 | 46,0 |
| ISM Manuf. - Délais de livraison | Indice | nov.-25 | 49,3 | 54,2 | 46,0 |
| Commandes à l'industrie | Vol, CVS, GA% | sept.-25 | 3,6 | 3,7 | 0,3 |
| Prod. Industrielle | Vol, CVS, GA% | sept.-25 | 1,6 | 0,9 | -0,2 |
| Conf. des consommateurs - Michigan | Indice | déc.-25 | 53,3 | 51,0 | 65,4 |
| Revenu disponible | Vol, CVS, GA% | sept.-25 | 1,9 | 2,0 | 5,7 |
| Dépenses de consommation | Vol, CVS, GA% | sept.-25 | 2,1 | 2,6 | 2,6 |

*Du 01/12/2025 au 07/12/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

contraction. Les sous-composantes sont mitigées puisque les nouvelles commandes chutent à 47,4, tandis que la production progresse à 51,4. L'emploi poursuit sa détérioration et passe de 46 à 44 points. Enfin les prix payés restent élevés à 58,5 après 58 le mois précédent.

Dans les services, l'indicateur ISM a très légèrement progressé (+0,2) à 52,6 points, un niveau correspondant à une croissance modérée de l'activité. Les délais de livraison se sont allongés, signe d'une activité en tension, mais les perspectives sont moins favorables, avec des nouvelles commandes en décélération (52 après 56). L'emploi reste dégradé (48,9 après 48,2) et les prix payés se replient après le pic d'octobre, mais restent sur des niveaux élevés (65,4 après 70).

La production industrielle a peu évolué en septembre, enregistrant un gain de 0,1%, après le recul de 0,3% en août. Le rapport de ce mois-ci comprend des révisions à la baisse importantes au cours des dernières années. Ces révisions modifient sensiblement la trajectoire de la production depuis 2020, si bien que le niveau actuel de la production demeure finalement 1,7% en-deçà du niveau pré-pandémique de février 2020. Cette nouvelle estimation est davantage en ligne avec la trajectoire de l'ISM manufacturier, qui est resté en zone de contraction depuis 2023.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

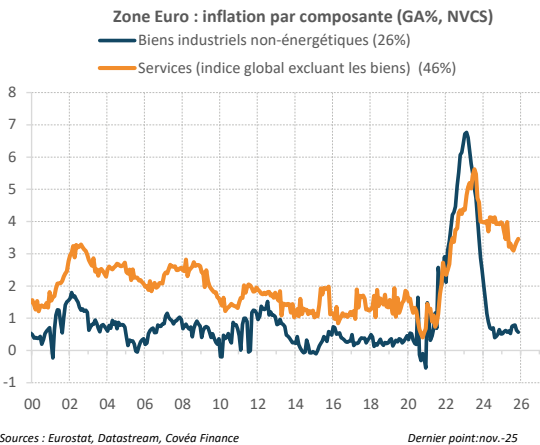


Suivi Macroéconomique

Europe

« Les prix des services soutiennent l'inflation en zone euro »

En zone euro, l'inflation a légèrement augmenté en novembre, à 2,2% sur un an, retrouvant ainsi son niveau de septembre. La volatilité sur les trois derniers mois est entièrement attribuable aux fluctuations des prix de l'énergie, en baisse de 0,4% sur un an en novembre après -0,9% en octobre. La progression sur douze mois des indicateurs sous-jacents des prix à la consommation reste stable, à 2,4% depuis trois mois pour l'indice hors énergie, alimentation, tabac et alcool. En revanche, les prix des services ont encore accéléré en novembre, avec une progression de 3,5% sur un an, la plus forte depuis avril dernier. Cette publication fait écho aux déclarations de banquiers centraux européens, notamment de Philip Lane (chef économiste de l'institution) qui constate que l'inflation s'est avérée un peu plus élevée qu'attendu sur la période récente, illustrant le fait que le risque sur les perspectives d'évolution n'est pas forcément qu'à la baisse.



Eurostat a aussi publié le taux de chômage de la zone euro pour le mois d'octobre. Après révision des mois précédents, celui-ci s'avère stable depuis 6 mois, à 6,4%. Au-delà des révisions mensuelles, le message est que les tensions constatées sur le marché du travail n'augmentent plus, mais elles ne diminuent globalement pas dans l'ensemble de la zone euro.

La Commission européenne (CE) a formulé deux propositions pour fournir une aide financière de 90Mds€ à la reconstruction de l'Ukraine. La première, qui a sa préférence, est toujours d'utiliser les revenus des avoirs russes gelés. La Commission estime avoir répondu aux réticences de la Belgique (sur le territoire de laquelle se situe Euroclear qui est le dépositaire de la majorité des avoirs en question). Mais le Premier ministre belge estime que la demande de son gouvernement d'une couverture intégrale par l'ensemble des Etats membres de l'Union européenne de l'ensemble des coûts légaux consécutifs à d'éventuelles poursuites russes n'a pas été satisfaite. De plus, le plan russo-américain de paix prévoit qu'une partie de ces avoirs doit être versée dans un fonds d'investissement commun aux deux pays. L'alternative est que l'Union européenne émette un emprunt, garanti par le budget européen. Cette seconde solution requiert un vote à l'unanimité au Conseil européen, contrairement à la première, qui ne nécessite qu'une majorité qualifiée (15 Etats membres sur 27 représentant au moins 65% de la population de l'Union).

Comme attendu, la Commission européenne a présenté RessourceEU, son plan destiné à améliorer l'accès des entreprises européennes aux matières premières critiques. Il ne s'agit pas d'un élément nouveau, mais de la consolidation et de l'accélération de mécanismes déjà mis en place depuis 2023. L'objectif est de réduire de moitié d'ici 2029 la dépendance de l'UE aux importations pour les batteries, les terres rares et les chaînes d'approvisionnements en matières premières pour l'industrie de défense. Pour cela, la CE entend notamment mobiliser 3Mds€ dans les douze prochains mois en provenance de différents fonds et initiatives ainsi que de la BEI. L'idée est aussi de simplifier les procédures, notamment d'autorisation d'exploration puis d'exploitation de gisements, mais aussi de construction d'unités de recyclage. Afin de garantir que ces dernières pourront être approvisionnées, des restrictions aux exportations de déchets et de résidus de matériaux critiques vont être instaurées. Il est également prévu de contrôler les investissements étrangers en Europe dans le domaine et de limiter la participation d'entités chinoises ou sous contrôle chinois à des projets de matières premières critiques financés par HorizonEU. Enfin, alors que 15 accords de partenariats ont déjà été passés dans le domaine, la Commission entend poursuivre les négociations à différents niveaux pour assurer la sécurité de l'approvisionnement européen en matières premières critiques. Autant d'initiatives qui font écho à nos perspectives économiques et financières et à l'activisme des Etats dans leur volonté de reconquête de souveraineté.

Le Conseil de l'UE et le Parlement européen ont trouvé un accord sur la proposition de la Commission de cesser toutes importations de gaz russe à horizon de fin 2026 pour le GNL et de l'automne 2027 pour les livraisons par gazoduc.

En Allemagne, le gouvernement Merz a réussi à faire passer de justesse une mini-réforme du système de retraite. Fruit d'après négociations avec le SPD pour la formation de la coalition, celle-ci prévoit de renoncer à la baisse du taux de remplacement des pensions jusqu'en 2031. L'organisation des jeunes de la CDU, qui compte 18 élus, avait annoncé vouloir voter contre ce texte. Or, la coalition ne détient qu'une majorité de 12 voix, le risque de rejet de ce projet était important. Une partie des dissidents étant rentrée dans le rang, la réforme a été adoptée grâce à 319 votes en sa faveur. Cet épisode illustre, une fois de plus, la fragilité de la coalition « Noire-Rouge » au pouvoir en Allemagne, fragilité qui était déjà apparue au grand jour quand Friedrich Merz avait été le premier Chancelier dont l'élection par le Bundestag avait nécessité deux tours de vote.

Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : La France pourrait être l'un des principaux bénéficiaires de SAFE.

Les Etats-Unis ont publié début décembre leur nouvelle stratégie de sécurité nationale, très critique à l'égard de l'Europe. Le document indique que « l'époque où les Etats-Unis soutenaient à eux seuls l'ordre mondial est révolue », et invite ses alliés à assumer seuls la responsabilité de leur défense. Par ailleurs, des responsables du Pentagone souhaiteraient que l'Europe prenne en charge, d'ici 2027, la majorité des capacités de défense conventionnelle de l'OTAN.

Face à la montée des tensions géopolitiques et à une administration américaine moins encline à assurer la protection militaire du Vieux Continent, **les dirigeants européens ont pris conscience de la nécessité de (re)construire une Europe de la défense.** Dans ce contexte plus conflictuel, les budgets militaires européens ont fortement augmenté depuis 2022. Cette dynamique devrait se poursuivre, puisque la cible de dépense de l'OTAN a été relevée à 3,5 % du PIB pour les dépenses militaires stricto sensu, auxquelles s'ajoutent 1,5% du PIB de dépenses de sécurité plus large. Les Etats-membres disposent d'un délai de 10 ans, jusqu'en 2035, pour atteindre ces objectifs.

Toutefois, ces ambitions se heurtent à des contraintes budgétaires importantes. Plusieurs pays européens disposent de marges de manœuvre limitées, en raison d'un déficit et d'une dette déjà élevés. L'augmentation des dépenses de défense impliquera donc des arbitrages difficiles, susceptibles de fragiliser des coalitions gouvernementales déjà instables. En outre, certains pays, dont la France, sont déjà visés par une procédure pour déficit excessif, ce qui réduit encore davantage leur capacité budgétaire.

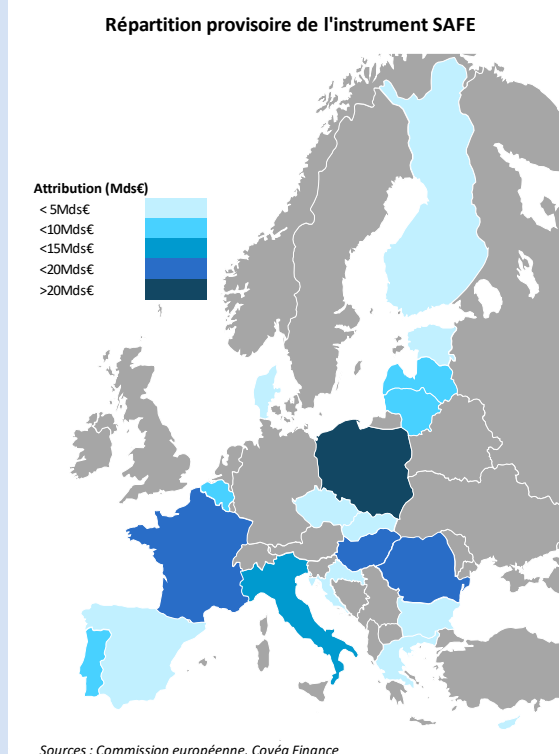
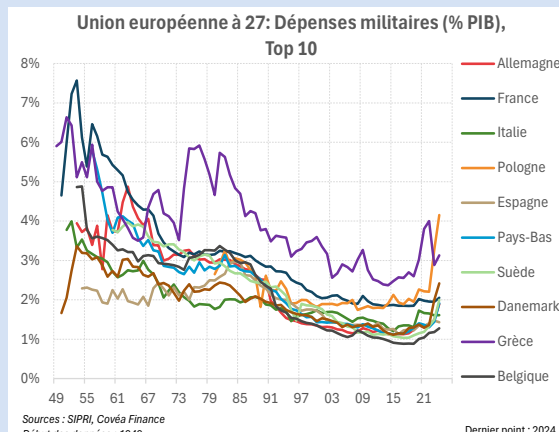
Face à ces enjeux, les 27 dirigeants de l'Union européenne se sont mis d'accord sur un plan visant à accroître les dépenses de défense, qui pourrait mobiliser jusqu'à 800Mds€. Le plan intitulé « **ReArm EU** » (réarmer l'Europe) comporte plusieurs volets, dont la **création de l'instrument SAFE** (Security Action for Europe). SAFE repose sur un **emprunt commun de 150Mds€ destinés à financer des investissements de défense et à organiser des achats conjoints d'équipements militaires.** Les projets soutenus devront être réalisés à au moins 65% dans un pays de l'UE, en Ukraine ou dans un pays membre de l'Association européenne de libre-échange (Norvège, Suisse, Liechtenstein, Islande).

Les pays européens souhaitant bénéficier de prêts via l'instrument SAFE ont transmis fin novembre leur plans d'investissement dans la défense. Seuls 19 Etats-membres ont déposé un dossier, certains, comme l'Allemagne, jugeant plus avantageux de se financer directement sur les marchés.

Jusqu'à l'année dernière, la France n'avait aucun intérêt à solliciter des prêts européens, puisqu'elle empruntait à un taux plus faible que l'Union. Aujourd'hui, **la situation s'est inversée et l'écart de taux sur la maturité 10 ans entre la France et l'UE dépasse 30 points de base.**

Selon la répartition provisoire publiée par la Commission européenne, **la France pourrait devenir le troisième plus gros bénéficiaire de ce dispositif, avec un montant estimé à 16,2Mds€ (soit 0,5% du PIB),** loin derrière la Pologne (43,7Mds€) et juste après la Roumanie (16,7Mds€). La Commission européenne doit encore évaluer les plans nationaux dans les prochaines semaines, les premiers versements étant attendus au premier trimestre 2026.

Ainsi, ce programme permet d'atténuer le coût de l'endettement, en offrant des prêts moins onéreux à certains pays membres. Toutefois, l'objectif fixé par l'OTAN reste ambitieux et la contrainte budgétaire française demeure forte. La capacité du pays à tirer pleinement parti de SAFE dépendra ainsi de sa stabilité politique et de sa faculté à dégager un consensus durable sur la trajectoire de ses finances publiques.



Eloïse Girard-Desbois

Economiste

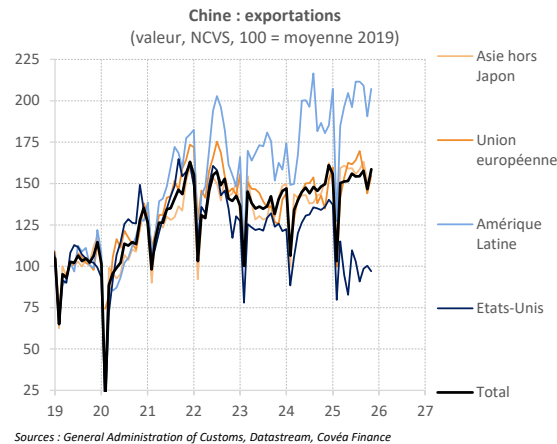


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les exportations chinoises se redressent, malgré le recul à destination des Etats-Unis »

L'excédent commercial chinois a augmenté plus qu'attendu en novembre, à 111,7Mds\$. Sa progression est le résultat d'un redressement marqué des exportations (+5,9% sur un an (GA) après -1,1% en octobre), malgré une baisse de 29% des livraisons vers les Etats-Unis. Cette chute est plus que compensée par la hausse de près de 15% vers l'Union européenne, de 35,8% vers l'Australie ou encore de 8,2% vers les pays d'Asie du Sud-Est. Les importations ont accéléré aussi, mais de manière moins prononcée (+1,9% GA vs +1,0% en octobre).



| Indicateurs de la semaine* | | | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 |
|----------------------------|--------------|----------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| JP | Salaires | CVS, GA% | oct.-25 | 2,6 | 2,1 | 1,2 | 5,5 |
| CH | Exportations | Val, NCVS, GA% | nov.-25 | 5,9 | -1,1 | -4,7 | 5,8 |
| | Importations | Val, NCVS, GA% | nov.-25 | 1,9 | 1,0 | -5,5 | 1,0 |

*Du 01/12/2025 au 07/12/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

investissements dans la construction de centres de données. Les dépenses publiques continuent également de soutenir l'activité. Sur un an, le PIB australien progresse de 2,1%, largement en ligne avec les projections de la banque centrale, qui se réunira le 9 décembre et devrait probablement maintenir le taux directeur à son niveau actuel.

Au Japon, les salaires ont fortement augmenté en octobre (+2,6% GA contre +1,9% le mois précédent), mais les rémunérations réelles étaient encore en baisse de 0,7% sur un an. Par ailleurs, la contraction du PIB a été plus prononcée qu'initialement estimée au troisième trimestre (-0,6% vs -0,4% GT), essentiellement en raison d'une révision en forte baisse de l'investissement.

La Banque du Japon (BoJ) ouvre la porte à une possible hausse de taux dès sa réunion du 19 décembre, après l'avoir maintenu à 0,5% depuis janvier. Il y a deux semaines, des articles de presse évoquaient la volonté de l'institution de préparer les marchés à une éventuelle hausse de taux directeur en décembre. Cette orientation a été confirmée la semaine dernière par la prise de parole du gouverneur Ueda, qui a indiqué que la BoJ examinerait les « avantages et inconvénients » d'un relèvement des taux lors de cette réunion, ouvrant ainsi clairement la porte à une telle décision qui paraissait encore lointaine dans ses précédentes déclarations. Il a également précisé qu'après la prochaine hausse de taux, il donnerait plus de détails sur la trajectoire future des hausses de taux. À la suite de ces propos, la ministre des Finances a affirmé ne constater aucune divergence entre le gouvernement et la Banque du Japon dans leur évaluation de la situation économique. Cette déclaration est de nature à apaiser les craintes de tensions entre les deux institutions, qui avaient été alimentées par le positionnement favorable au maintien de l'assouplissement monétaire affiché par la nouvelle Première ministre.

En Australie, la croissance du PIB ralentit à 0,4% au troisième trimestre en rythme trimestriel (après 0,7% au T2), mais les détails de la publication restent favorables. En effet, la principale contribution négative provient de la diminution des stocks, tandis que la consommation et, surtout, l'investissement restent bien orientés, notamment grâce aux

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.