

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

20 janvier 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Une reprise du risque via la gestion passive

2024 marque le retour de la duration et de l'engouement pour les actifs risqués, après une année 2023 sous le prisme de la préservation de capital bénéficiant davantage aux fonds monétaires. La dynamique des flux est une nouvelle fois le reflet des décisions des banques centrales et d'un contexte politique et géopolitique tendu, comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. Ces bouleversements continuent de polariser les flux vers certaines classes d'actifs et de favoriser les marchés américains (voir tableau ci-dessous).

En 2024, les investisseurs ont toujours le regard fixé sur la courbe des taux. Les fonds monétaires restent la principale destination des flux de collecte. Néanmoins, les anticipations de baisse de taux incitent les investisseurs à rallonger la duration de leurs portefeuilles obligataires avec pour conséquence une collecte importante pour les fonds d'obligations. Malgré des écarts de rendement à des niveaux bas, les obligations d'entreprises continuent à attirer les flux au même titre que les emprunts d'Etats. Ces flux ont été captés en partie par des fonds à échéance. C'est aussi la première année où la gestion passive obligataire collecte plus que la gestion active aux États-Unis.

Cette transition des flux de la gestion active vers la gestion passive s'accélère. Sur les actions, les investisseurs privilégient la gestion indicielle. Cette tendance, déjà très présente aux États-Unis, se reflète aujourd'hui un peu partout dans le monde, notamment en Europe. Face à la baisse des encours et la montée des coûts réglementaires, les annonces de rapprochement de société de gestion se multiplient en 2024 avec le constat que les encours se concentrent de plus en plus dans les grands groupes de gestion active/passive.

L'engouement pour la gestion passive amplifie la concentration des indices boursiers, qui s'explique aussi par les choix sectoriels et thématiques des investisseurs. L'intelligence artificielle fait office d'investissement d'avenir et pousse le secteur technologique à la hausse jusqu'à pouvoir faire croire à une potentielle bulle financière. À l'inverse, l'investissement responsable continue de marquer le pas, dans un contexte d'évolution permanente de la régulation, notamment en Europe, d'un coût de financement plus élevé et du désengagement d'investisseurs et d'entreprises américains de la thématique « verte ». Les méga-capitalisations américaines ont été très recherchées en 2024 au détriment des petites et moyennes capitalisations qui peinent toujours à attirer des flux, ce qui est particulièrement vrai en Europe.

Les fonds diversifiés ont connu une année plus difficile. Les profils défensifs souffrent de la comparaison avec les produits sans risque ou à préservation de capital. Les fonds diversifiés offensifs ont pu profiter d'un effet marché pour soutenir la collecte. L'absence de gestion indicielle sur ce type de produit peut aussi expliquer ce manque d'attrait pour la classe d'actifs.

Enfin, nous observons des flux positifs sur la gestion alternative, mais essentiellement concentrés sur deux catégories. La première est celle des actifs digitaux. En 2024, la SEC autorise la création d'ETF indexés au Bitcoin. L'engouement est immédiat avec une collecte record pour un seul ETF et une dynamique positive tout au long de l'année. La deuxième catégorie est celle des ETF à protection de capital. L'idée est similaire aux produits structurés, à savoir de protéger l'investisseur en cas de baisse des marchés tout en accompagnant la hausse dans une moindre mesure.

En ce début d'année, la hausse généralisée des taux longs met à l'épreuve la soutenabilité des dettes qu'elles soient publiques ou privées. L'orientation des taux continuera d'être l'indicateur le plus suivi pour les décisions d'investissement en 2025. A l'aube de la présidence de Donald Trump, les planètes semblent être alignées pour les Etats-Unis qui devraient encore attirer les flux des investisseurs sur ses marchés de capitaux.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Paul Raymond

Gérant Multigestion



Focus de la semaine

« une collecte nette positive en 2024... »

	Flux de droit US (en Mds\$)			Flux de droit EU (en Mds€)		
	OPCVM et ETF	OPCVM	ETF	OPCVM et ETF	OPCVM	ETF
Monétaire	+677	+677	+0	+212	+201	+11
Obligations	+496	+212	+284	+286	+239	+47
Actions	+177	-535	+712	+106	-91	+197
Alternatifs	+46	+2	+44	-10	-9	-0
Matières premières	+2	+1	+1	-7	+0	-7
Diversifiés	-87	-90	+3	-51	-51	-1
Total	+1311	+267	+1044	+536	+289	+247

Sources : Covéa Finance, Morningstar

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine, après avoir presque retrouvé leurs points hauts d'octobre 2023, les rendements sont en baisse en Europe et aux Etats-Unis. La publication de niveaux d'inflation légèrement inférieurs aux attentes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ainsi que les déclarations de Scott Bessent, probable futur Secrétaire au Trésor américain, concernant sa volonté de réduire le déficit budgétaire à 3% d'ici la fin du mandat du nouveau président lors de son audition au Sénat contribuent à ce mouvement. Dans ce contexte, le taux à 10 ans des Etats-Unis finit la semaine en baisse de 13 pbs à 4,63%, après avoir touché 4,80%. La courbe s'aplatit par une diminution moins prononcée de la partie courte. En Europe, le taux à 10 ans de la France atteint 3,49% puis baisse de 12 pbs et clôture à 3,31%. Les écarts de rendement entre l'Allemagne et les autres pays européens diminuent. Celui avec la France s'établit à 78 pbs et celui avec l'Italie à 111 pbs.

Sur le marché du crédit, le marché primaire reste actif. 13,5 Mds€ ont été émis pour les entreprises non-financières (Eni, BMW, Toyota, Telefonica et Six), soit un total de 28 Mds€ émis depuis le début de l'année. Les conditions de marché se présentent favorablement pour les émetteurs. Le taux de couverture moyen est de 4,9x avec un resserrement moyen de 38 pbs. Les obligations Toyota 2028 ont notamment été émises avec un taux de rendement de 3,15% soit 52 pbs au-dessus de l'obligation souveraine française de maturité comparable. La prime de risque de la catégorie investissement diminue de 3 pbs à 98 pbs, soit un taux de rendement de 3,43%.

Le Focus de la semaine : La courbe de taux du Japon désormais supérieure à celle de la Chine

Après avoir oscillé autour de zéro, durant trois décennies, l'inflation au Japon, en hausse depuis 2022, a atteint un point haut à 4,2% en janvier 2023 et s'établit à 2,9% au mois de novembre 2024.

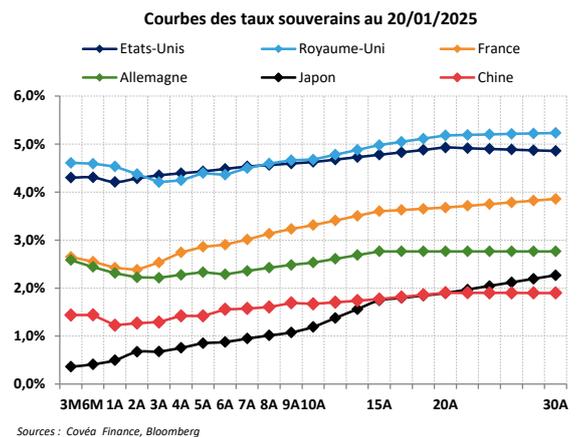
Dans ce contexte, 2024 restera l'année de la réorientation de la politique monétaire de la Banque du Japon (BOJ). Après avoir abandonné, en mars, sa politique de taux négatif, en vigueur depuis 2016, et sa politique de contrôle de la courbe des taux souverains, la Banque du Japon a annoncé, fin juillet, une hausse du taux directeur à 0,25%, qui s'est ajoutée à l'annonce d'un programme de réduction de moitié des achats d'obligations souveraines, graduellement, entre août 2024 et mars 2026, de 40 Mds\$ par mois à 20 Mds\$. Cette diminution des achats devrait conduire à une réduction de 7% de la taille du bilan d'ici mars 2026.

La BOJ se doit d'opérer délicatement. La dette souveraine du Japon représente 239% du PIB au troisième trimestre 2024 et est principalement détenue par la BOJ à hauteur de 53%. Les investisseurs étrangers n'en détiennent que 6%. Les autres détenteurs domestiques sont les compagnies d'assurance à 18%, les banques à 12%, les fonds de pension à 8,6% et les ménages à 1,8%. Avec près de 5 400 Mds\$, la taille du bilan de la BOJ représente 122% du PIB du pays au 31/12/2024.

Ce changement de politique monétaire a entraîné une hausse continue de la partie longue de la courbe de taux du Japon. Sur ce segment, les rendements, de moins en moins administrés, reviennent progressivement à une logique de marché. Le taux à 30 ans, en hausse de 214 pbs depuis le point bas observé en 2020, se traite désormais à 2,29%. Ainsi, depuis novembre 2024, les perspectives à long terme de croissance et d'inflation du Japon et de l'ensemble des pays du G7, sont perçues par le marché, comme étant supérieures à celles de la Chine.

Le taux à 30 ans de la Chine, en baisse continue depuis 2020, reflète à la fois les initiatives mesurées du gouvernement chinois pour relancer son économie, le niveau faible de l'inflation, et, la crainte que les hausses de droits de douanes annoncées par la nouvelle administration américaine soient délétères pour l'économie chinoise.

Ce dernier point s'inscrit en ligne avec les thèmes centraux de nos Perspectives Economiques et Financières, le repli sur soi des économies et la quête de souveraineté qui se présentent comme un défi pour le modèle économique de la Chine.



Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	17/01/25	J-7	07/11/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,75	5,50	5,50	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,00	↓
BCE - Taux Repo	3,15	3,15	3,40	4,50	4,50	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,35	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,00	3,00	3,25	4,00	4,00	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,00	↓
Banque d'Angleterre	4,75	4,75	4,75	5,25	5,25	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,50	↓
Banque du Japon	0,25	0,25	0,25	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,35	↑
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,63	4,76	4,33	3,88	4,14	-13	↓	30	↑	75	↑
Allemagne	2,54	2,60	2,45	2,02	2,35	-6	↓	9	↑	51	↑
France	3,31	3,43	3,20	2,56	2,85	-12	↓	11	↑	75	↑
Italie	3,65	3,77	3,73	3,70	3,93	-12	↓	-9	↓	-5	↓
Royaume-Uni	4,66	4,84	4,50	3,54	3,99	-18	↓	16	↑	112	↑
Japon	1,20	1,20	1,01	0,61	0,65	0	⇒	19	↑	59	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	54,6	58,3	54,8	58,1	62,4	-3,7	↓	-0,2	↓	-3,5	↓
Indice Itraxx Crossover	293,3	314,9	290,8	309,9	338,5	-21,6	↓	2,5	↑	-16,6	↓

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 :

Sur la semaine écoulée, le marché des actions européennes (Indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) affiche une hausse de 2,3% au gré des publications des résultats 2024.

Concernant les performances sectorielles, l'immobilier arrive en tête sur la semaine (4,2%), soutenu par le reflux des taux. La hausse de la consommation cyclique (+4,1%) s'explique par un regain d'intérêt des investisseurs sur le secteur du luxe, délaissé en 2024. Le cours de la société suisse Richemont, propriétaire des maisons de joaillerie Van Cleefs & Arpels et Cartier, a ainsi monté de 18,2%, grâce à une demande meilleure qu'anticipée fin 2024. La publication a entraîné les autres valeurs du luxe européennes. Le cours du distributeur en ligne de vêtements Zalando s'est également apprécié de 11,9% après la publication d'une bonne rentabilité en 2024. A l'inverse, le distributeur de chaussures de sports JD Sports (-12,0%) a reculé à la suite de son avertissement sur ses ventes, endommageant la crédibilité du management.

Le secteur de la santé (-1,7%) a été pénalisé par la poursuite de la chute du cours du laboratoire danois Novo Nordisk (-9,0%). L'assurance-maladie américaine pourrait renégocier le prix de ses principaux médicaments. Enfin, les investisseurs vendent le fournisseur de tests suisse SGS après des discussions de fusion avec son concurrent Bureau Veritas.

L'indice des petites et moyennes valeurs, le MSCI EMU Small Cap a affiché une performance moindre aux indices de grandes valeurs, avec une hausse de seulement 2,2%. Les petites et moyennes valeurs continuent sur la même tendance que 2024 à cause de l'aversion au risque des investisseurs.

Le Focus de la semaine : Le stockage des énergies renouvelables

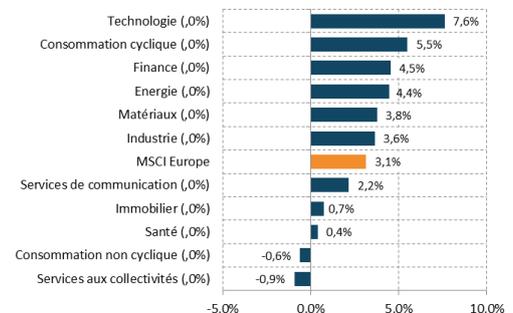
L'objectif de neutralité carbone en 2050 implique un déploiement massif des énergies renouvelables, solaire et éolien notamment. Néanmoins, la production de ces énergies n'est jamais constante car elle dépend de facteurs naturels et environnementaux comme la luminosité du soleil et la vitesse du vent. C'est pour ces raisons que les technologies de stockage d'électricités intermittentes, permettant de stocker l'énergie produite en surplus, sont en rapide développement. En ce sens, la technologie de stockage électrochimique au moyen de batteries lithium-ion (BESS) est particulièrement prometteuse. Elle se révèle comme étant un complément indispensable pour intégrer davantage d'énergies renouvelables aux réseaux.

Selon un consultant, les capacités mondiales de stockage par batteries seront multipliées par 5 entre 2023 et 2030 soit plus de 30% de croissance par an, faisant suite à un doublement en 2024. TotalEnergies a ainsi pour ambition de développer 5 à 7 giga watts de capacité de stockage d'électricité dans le monde d'ici à 2030. Dans cette logique, le groupe a d'ailleurs racheté Kyon Energies début 2024, un des principaux constructeurs allemands. Il a ensuite pris la décision en juillet 2024 d'investir plus de 75 millions d'euros dans un projet de stockage d'électricité en Rhénanie-du-Nord-Westphalie. Parmi les autres acteurs investissant dans le stockage de batteries, citons encore l'américain Tesla, le chinois Sungrow ou le japonais Nidec. Comment expliquer ce rapide développement ? D'une part, le coût de construction des batteries lithium-ion s'est effondré de plus de 80% en dix ans, et, selon une agence gouvernementale du département de l'énergie américain (NREL), une nouvelle baisse de près de 50% d'ici à 2030 pourrait avoir lieu. D'autre part, les Etats prennent une part active au financement de ces batteries. A titre d'exemple, le gouvernement hollandais a choisi en 2024 d'accélérer de 20% son programme de financement des batteries de stockage.

En outre, le déploiement de ces technologies bénéficie aux équipementiers. Par exemple, la société française Stif SA fabrique des panneaux anti-explosion pour ces installations. C'est une activité en très forte croissance qui répond aux besoins de sécurité industrielle des batteries sujettes à ce risque.

Les entreprises de stockage des énergies renouvelables vont bénéficier des changements structurels et notamment de la réorganisation du complexe énergétique mondial, thématique que nous déclinons au sein de nos Perspectives Economiques et Financières.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 03/01/2025 au 17/01/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	17/01/25	J-7	07/11/24	30/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	30/12/24	sur 12 mois		
MSCI EMU	170,4	162,5	162,0	162,3	150,4	4,9	↑	5,2	↑	13,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 090,2	1 054,5	1 047,2	1 052,6	949,1	3,4	↑	4,1	↑	14,9	↑
MSCI EMU Small Cap	396,4	388,7	410,2	389,7	405,3	2,0	↑	-3,4	↓	-2,2	↓
MSCI Europe	175,4	170,1	170,6	169,0	157,9	3,1	↑	2,8	↑	11,1	↑
France CAC 40	7 709,8	7 282,2	7 425,6	7 313,6	7 401,4	5,9	↑	3,8	↑	4,2	↑
Allemagne DAX 30	8 030,5	7 647,4	7 438,6	7 648,6	6 555,9	5,0	↑	8,0	↑	22,5	↑
Italie MIB	36 267,6	34 127,6	33 981,2	34 186,2	30 350,5	6,3	↑	6,7	↑	19,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 505,2	8 224,0	8 140,7	8 121,0	7 459,1	3,4	↑	4,5	↑	14,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 074,6	9 912,4	9 785,5	9 794,3	8 713,9	1,6	↑	3,0	↑	15,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, la majorité des pays s'inscrit en hausse sur la semaine. Les marchés chinois affichent la meilleure performance après la publication de données macroéconomiques relativement encourageantes et dans l'attente de nouvelles mesures de soutien supplémentaire. L'Indonésie bénéficiait de la hausse des métaux sur la période, d'une baisse de taux surprise de la part de la Banque Centrale Indonésienne et de la forte dépendance du pays à l'économie chinoise. Enfin, les pays à forte pondération technologique progressaient, aidés respectivement par les résultats de TSMC, ainsi que des nouvelles positives quant au développement des dernières puces mémoires à haute bande passante du géant coréen, SK Hynix. A l'inverse, la Thaïlande et la Malaisie terminaient la semaine en baisse, souffrant de flux sortants à l'instar de l'Inde. Sur la thématique du repli sur soi des économies, la Malaisie a annoncé qu'elle allait imposer des droits sur les importations de fer et d'acier en provenance de 4 pays : la Chine, l'Inde, le Japon et la Corée du Sud.

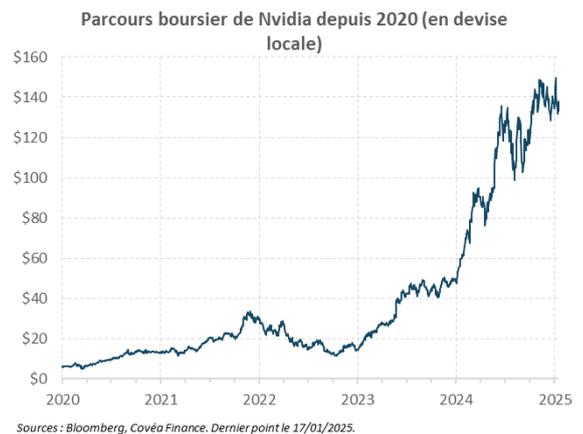
Aux **Etats-Unis**, le marché américain rebondissait après la baisse de la semaine précédente, les chiffres de l'inflation et les bons résultats trimestriels des banques prenant le pas sur la vigueur des chiffres de l'emploi qui avaient pénalisé le marché en début de semaine. Dans ce contexte, les valeurs sensibles au cycle économique affaïssaient les plus fortes hausses et les secteurs les plus défensifs, à l'image de la consommation de base et de la santé, sous-performaient. Le secteur de la santé était également pénalisé par la révision à la baisse du chiffre d'affaires 2024 d'Eli Lilly face à une accélération plus lente du marché des traitements par GLP-1 (hormone de satiété) aux États-Unis et à une reconstitution plus faible des stocks des distributeurs que prévue (laissant planer un doute sur la vigueur de la demande finale). Au cours de la semaine, le secteur de l'automobile bénéficiait de spéculations selon lesquelles les politiques tarifaires de Trump pourraient être moins sévères qu'attendues et Intel rebondissait sur des rumeurs de potentiel rachat de la société. Finalement, alors que l'interdiction de l'application TikTok est entrée en vigueur dimanche, rendant inaccessible l'application à plus de 170 millions d'utilisateurs aux États-Unis, Donald Trump a annoncé son intention de prendre un décret, une fois investi, pour suspendre la loi interdisant la plateforme, et proposé que le réseau social soit contrôlé à 50% par des actionnaires américains.

Le Focus de la semaine : L'Intelligence Artificielle refait son show au CES 2025 de Las Vegas

Le Consumer Electronics Show (CES), salon international consacré à la technologie, s'est tenu la semaine dernière à Las Vegas. Ce salon, premier évènement de grande envergure de l'année, représente une occasion unique pour les entreprises de mettre en avant leurs dernières innovations. Bien que l'intelligence artificielle (IA) se soit une nouvelle fois retrouvée au centre de l'attention, son prisme a évolué, passant d'une innovation technologique un peu conceptuelle l'an dernier à une technologie intégrée dans presque tous les nouveaux produits et solutions. Des jeux vidéo aux réfrigérateurs connectés, en passant par les dispositifs médicaux ou les solutions logicielles génératives, l'IA est devenue le principal moteur de transformation des entreprises, tous secteurs d'activité confondus.

Cette transformation est rendue possible en grande partie par Nvidia et ses progrès majeurs réalisés depuis plusieurs années sur ses cartes graphiques (GPU), composants permettant aux machines d'exécuter des tâches en parallèle (plutôt « qu'à la suite » dans le cadre d'une architecture CPU classique) et ainsi multiplier la puissance de calcul de manière exponentielle. La prise de parole de Jensen Huang, Pdg de la société, fut ainsi particulièrement suivie. Parmi les principales annonces, nous retenons le lancement commercial de la GeForce RTX 5090, un GPU de nouvelle génération destiné au grand public et dont les caractéristiques techniques sont issues de l'expertise technologique du groupe au sein des centres de données. Ce GPU deviendra le plus puissant du marché, avec des capacités de calcul multipliées par deux par rapport à l'ancienne génération (RTX 4090). La société a également annoncé « Digits », le premier ordinateur de bureau fabriqué par Nvidia. Commercialisé dès le mois de mai prochain au prix de \$3.000, cet ordinateur promet une puissance de calcul inégalée jusqu'à présent et devrait permettre de faire fonctionner localement des modèles d'IA qui intègrent jusqu'à 200 milliards de paramètres. Enfin, du côté des développements destinés aux entreprises, J. Huang a réaffirmé la volonté du groupe de se positionner sur l'amélioration des modèles grâce au « post-training scaling » (apprentissage par renforcement grâce à l'humain ou l'IA) et au « test-time scaling » (augmentation de l'allocation des ressources de calcul de manière autonome par le modèle pour résoudre un problème), deux méthodes de mise à l'échelle qui devraient, selon la société, nécessiter davantage de ressources à l'avenir.

Alors qu'elle ne semblait être encore qu'une simple fonctionnalité l'année dernière, l'IA se positionne désormais comme le fondement des modèles économiques de demain grâce aux ruptures technologiques qu'elle autorise. Les développements au sein de cette chaîne, en particulier ceux reposant sur des modèles de langage, sont au cœur des réflexions sur nos Perspectives Economiques et Financières.



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	17/01/25	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 997	5 827	5 973	4 770	4 840	2,9	0,4	25,7	23,9	2,6	5,6	35,1	31,4
Etats-Unis - Dow Jones	43 488	41 938	43 729	37 690	37 864	3,7	-0,6	15,4	14,9	3,4	4,6	24,0	21,8
Etats-Unis - Nasdaq	19 630	19 162	19 269	15 011	15 311	2,4	1,9	30,8	28,2	2,2	7,1	40,5	36,0
Japon Nikkei 300	576	583	590	500	533	-1,2	-2,3	15,1	8,0	-0,6	0,5	11,7	8,6
Corée du Sud KOSPI	2 524	2 516	2 565	2 614	2 473	0,3	-1,6	-3,4	2,1	0,9	-1,9	-8,0	-1,0
Chine - Shanghai	3 242	3 169	3 471	2 975	2 832	2,3	-6,6	9,0	14,5	2,0	-4,3	13,5	19,1
Hong Kong Hang Seng	19 584	21 134	20 953	17 047	15 309	-7,3	-6,5	14,9	27,9	-7,6	-1,9	23,8	36,3
Marchés Emergents - MSCI	1 070	1 057	1 141	1 024	971	1,2	-6,2	4,5	10,2	0,9	-1,3	12,3	16,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Transition énergétique : le rôle crucial des pompes à chaleur en Europe

Selon Eurostat, le secteur du bâtiment est l'un des principaux contributeurs aux émissions de gaz à effet de serre (GES) dans l'Union européenne, représentant environ 35 % des émissions liées à l'énergie. Près de 80 % de la consommation d'énergie des bâtiments résidentiels sont consacrés au chauffage et à l'eau chaude. Les chaudières alimentées par des combustibles fossiles jouent un rôle majeur dans le niveau élevé d'émissions des bâtiments.

Le plan REPowerEU présenté en 2022 et intégré au Pacte vert pour l'Europe, ainsi que la Directive sur la performance énergétique des bâtiments adoptée en 2010, visent à réduire significativement les émissions de GES et la consommation d'énergie des bâtiments.

La Directive sur la performance énergétique met en avant les pompes à chaleur comme une technologie clé pour réduire la consommation d'énergie et les émissions de GES dans le bâtiment. Elle encourage leur installation dans le cadre de rénovations énergétiques et de nouvelles constructions. Une révision de cette directive, adoptée en 2024, répond aux besoins d'amélioration de l'efficacité énergétique du parc immobilier européen, de décarbonation des systèmes de chauffage, et de développement des systèmes solaires sur les toits.

Les pompes à chaleur offrent plusieurs avantages par rapport aux autres formes de chauffage. En captant les calories (chaleur) présentes dans l'air, l'eau ou le sol, elles consomment moins d'électricité pour produire la même quantité de chaleur par rapport au chauffage électrique conventionnel. Elles permettent donc de réduire les factures d'énergie. En utilisant des sources d'énergie renouvelables, elles réduisent considérablement les émissions de gaz à effet de serre (GES) par rapport aux systèmes de chauffage traditionnels.

En 2023, 3,02 millions de pompes à chaleur ont été vendues dans 21 pays européens, portant le total à environ 24 millions d'unités. Ce stock actuel a permis de réduire les émissions de GES dans le secteur du bâtiment en évitant des émissions équivalentes au retrait de 7,5 millions de voitures thermiques des routes. Cependant, 2023 a marqué un ralentissement de la croissance annuelle des ventes, une première en dix ans. Au premier semestre 2024, les ventes ont chuté de 47 % par rapport à la même période de l'année précédente, passant de 1,44 million à 765 000 unités.

Ce déclin s'explique principalement par des fluctuations des politiques d'incitation, avec des variations selon les pays, pour un investissement initial qui reste élevé. Par exemple, en Autriche, l'annonce d'un futur régime de subventions plus avantageux a conduit certains consommateurs à différer leur achat. En revanche, la suppression des aides gouvernementales en Italie a réduit l'intérêt pour ces équipements.

Les prix de l'énergie ont également eu un impact significatif. Alors que la crise énergétique de 2022 avait temporairement favorisé les pompes à chaleur électriques, la situation actuelle est moins favorable, le coût de chauffage électrique en Europe dépassant souvent celui des chaudières utilisant du gaz naturel, selon le rapport du groupement industriel European Heat Pump Association.

Enfin, la hausse des taux d'intérêt et l'inflation ont eu un effet négatif. En Finlande et en France, le ralentissement des projets de logements neufs ont conduit à une baisse de la demande, tandis qu'en Espagne, le faible taux de rénovation a limité le remplacement des chaudières à gaz par des pompes à chaleur. Au Portugal, l'inflation a été la principale cause derrière la réduction des dépenses des ménages.

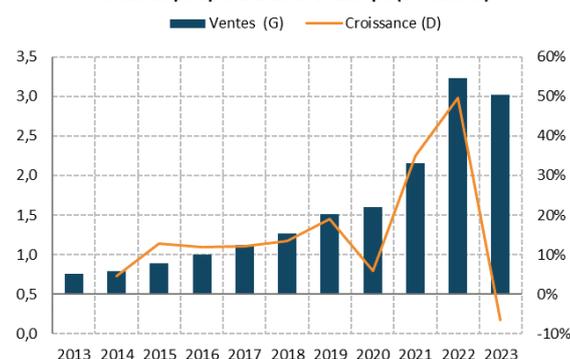
Si les ventes annuelles de pompes à chaleur ne reprennent pas leur rythme de croissance antérieur, l'Union européenne ne pourra pas atteindre son objectif de 60 millions d'unités installées d'ici 2030. Par conséquent, la Commission européenne devrait prochainement publier un plan d'action pour les pompes à chaleur afin de relever les défis auxquels le secteur est confronté.

Émissions de GES liées à la consommation d'énergie dans les bâtiments en Europe (MtCO2e)



Sources: European Environment Agency, Covéa Finance.
Note: MtCO2e signifie millions de tonnes d'équivalent CO2. L'année 2023 est une estimation de la European Environment Agency.

Ventes de pompes à chaleur en Europe (en millions)



Sources: European Heat Pump Association, Covéa Finance.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier

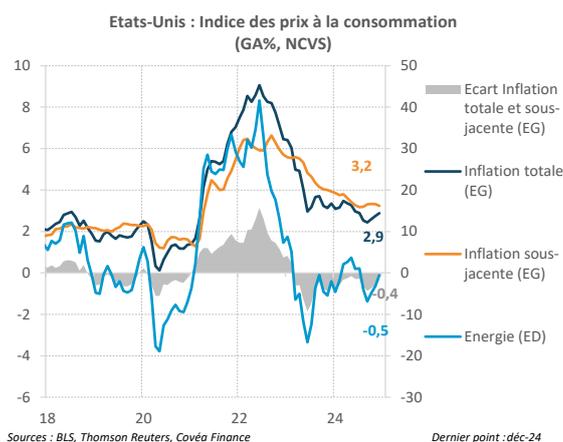


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La dynamique des prix sous-jacents se modère quelque peu »

Les prix à la consommation ont progressé de 0,4% en glissement mensuel en décembre, tirés par les prix de l'énergie qui augmentent de 2,6% sur le mois. **La hausse s'est limitée à 0,2% pour l'indice hors alimentation et énergie, soit la plus faible progression depuis juillet.** Ce léger ralentissement concerne les services de santé et l'hôtellerie. La dynamique des prix des véhicules reste soutenue (+1,2% pour l'occasion, +0,5% pour le neuf), une tendance qui pourrait encore se renforcer à la suite des incendies en Californie. Les loyers se sont raffermis après la décélération enregistrée en novembre. L'indice des prix des services hors alimentation, énergie et loyer voit sa progression ralentir à 0,2% sur le mois, la plus faible hausse depuis juillet. **En rythme annuel, l'inflation accélère à 2,9%, mais l'inflation sous-jacente fléchit légèrement à 3,2%.** Cette publication est plutôt rassurante pour les banquiers centraux, alors que la possibilité d'un statu quo prolongé de la Réserve fédérale avait émergé au cours des dernières semaines. Le gouverneur Christopher Waller a ainsi évoqué quelques jours après cette publication la possibilité de plusieurs baisses de taux directeur au premier semestre 2025, si l'inflation poursuit son ralentissement.



La production industrielle s'est reprise en décembre, au terme d'une année bien terne. Le niveau de la production a progressé de 0,9% sur le mois, tandis que le secteur manufacturier progressait de 0,6%. Ce rebond est lié au secteur de l'aéronautique qui enregistre un gain de 10% sur le mois, à la suite de la fin de la grève chez Boeing. Pour autant, le niveau d'activité du secteur reste affaibli, ce qui augure d'une poursuite du rattrapage en janvier. Hors équipement de transport, la production manufacturière s'inscrit en hausse de 0,4%. Cette bonne publication ne permet toutefois pas d'effacer les difficultés de 2024 : la production manufacturière a stagné sur l'ensemble de l'année écoulée. De même, les mines affichent une croissance annuelle médiocre de 0,3%.

L'indicateur NFIB de confiance des PME a encore progressé de 5,3 points à 105,1 en décembre, après la hausse de 8 points enregistrée en novembre de la suite des élections. Cet élan est similaire à celui relevé en 2016 lors de la 1^{ère} élection de Donald Trump et suggère un regain d'optimisme quant à l'orientation de la fiscalité et de la réglementation. Sur les salaires les signaux sont contrastés : la part des entreprises déclarant avoir augmenté les rémunérations au cours de 3 à 6 derniers mois est en baisse (retour sur le niveau d'avant crise pandémique), mais les intentions d'augmentation de salaire future sont en hausse.

Du côté des ménages, les ventes au détail sont restées dynamiques en décembre (+0,4% en glissement mensuel en valeur). La hausse concerne particulièrement le mobilier et équipement de maison (+2,3%) et les équipements de loisirs (+2,6%). Les ventes de véhicules sont également bien orientées (+0,7%), tandis que les matériaux de construction reculent (-2%). En rythme annuel, les ventes au détail affichent une croissance de 8,4% en valeur.

Sur le plan politique, à quelques jours de son investiture M. Trump a signalé son intention d'agir vite. Dans l'énergie, le 47^{ème} Président compte donner l'ordre aux agences de commencer à lever les limites imposées par le président Biden sur le forage en mer et sur les terres fédérales. Il prévoit également de faire reculer les règles relatives aux

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
Indice de confiance NFIB	Indice	déc.-24	105,1	101,7	92,4	90,7
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-24	0,5	-0,6	3,4	0,2
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	déc.-24	-3,1	-1,0	-3,2	-9,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	déc.-24	-4,4	-14,3	-3,3	-8,4
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	déc.-24	3,9	4,1	9,1	3,6
Inflation	IPC, GA%, NCVS	déc.-24	2,9	2,7	8,0	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	déc.-24	3,2	3,3	6,2	4,8

*Du 13/01/2025 au 19/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

émissions de gaz d'échappement, selon lui trop favorables aux véhicules électriques, et de reprendre l'approbation des usines qui exportent du gaz naturel (GNL) américain. Par ailleurs, M. Trump a exposé cette semaine ses priorités aux sénateurs républicains. Au cours d'une réunion de 2h, le Président élu leur a fait savoir qu'il ne les attendrait pas pour commencer à mettre en œuvre ses principales priorités politiques : la refonte du système d'immigration et le remodelage des relations du pays avec ses partenaires commerciaux. Ainsi, M. Trump aurait déjà préparé une centaine de décrets présidentiels. Le pouvoir exécutif dispose d'une autorité étendue en matière d'application des lois sur l'immigration, et le Congrès a délégué au président une plus grande autorité en matière de droits de douane au fil du temps. M. Trump, qui a promis une vague d'expulsion massive pendant la campagne, peut lancer des expulsions sans l'aide du Congrès en raison du pouvoir exécutif du ministère de la sécurité intérieure. Mais l'ampleur de ses efforts dépendra du financement qu'il sera en mesure d'obtenir.

Scott Bessent, candidat nommé par Donald Trump au poste de Secrétaire au Trésor (sa nomination requiert encore la confirmation du Sénat) a été auditionné par le U.S. Senate Committee of Finance. Sans surprise, il est apparu aligné avec le programme de D. Trump. De son intervention, les principaux éléments à retenir sont : 1/ sa volonté de réduire les dépenses publiques discrétionnaires (sans toucher au budget de la sécurité sociale et Medicare) 2/ son souhait de durcir les sanctions à l'égard du secteur pétrolier russe, en vue, entre autres, de négociations pour mettre fin à la guerre en Ukraine ; 3/ sa justification de l'utilisation des droits de douanes pour : i) répondre aux pratiques commerciales anticoncurrentielles pratiquées par certaines puissances rivales, en particulier par la Chine, ii) augmenter les recettes de l'Etat, notamment pour financer la reconduction des baisses d'impôts de 2017, et iii) négocier des objectifs politiques sur la scène internationale ; 4) la priorité stratégique de maintenir le rôle du dollar comme première monnaie de réserve de valeur à l'échelle mondiale. 5/ sa volonté d'alléger la réglementation prudentielle bancaire.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

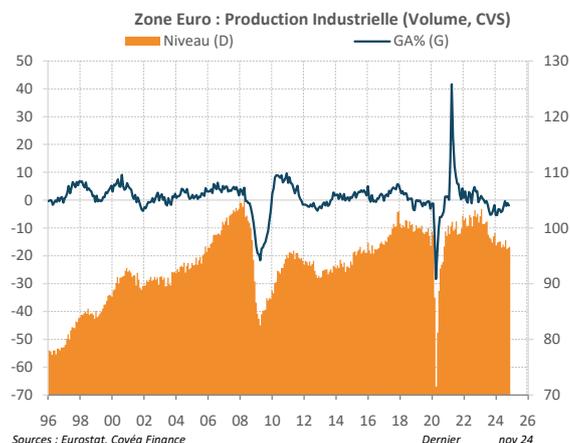


Suivi Macroéconomique

Europe

« Les débats s'intensifient au sein de la BCE »

La production industrielle a légèrement progressé dans la zone euro en novembre : +0,2% en séquentiel, avec des hausses d'activité dans toutes les grandes branches. La situation reste toutefois très dégradée dans le secteur, avec une contraction de 1,9% de la production sur un an, recul qui affecte toutes les grandes branches à l'exception des biens de consommation non-durables (stable).



Sources : Eurostat, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	nov.-24	-1,9	-1,1	1,7	-1,7
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-24	-1,6	-3,5	0,4	-2,1
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-24	-1,8	-1,1	-6,4	-0,9
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-24	2,5	2,6	9,1	7,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-24	3,2	3,5	5,9	6,2

* Du 13/01/2025 au 19/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Le compte-rendu de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne consacrée à l'examen de la politique monétaire consacre le «gradualisme» dans la poursuite de la détente de la politique monétaire européenne. Ses membres se montrent confiants dans l'atteinte prochaine de l'objectif d'une inflation durablement à 2% dans la zone euro. Mais leurs opinions divergent sur l'état des risques qui entourent cette attente. Cet élément explique les différences de discours entre **ceux qui plaident toujours une grande prudence, comme Philip Lane, notamment en raison du maintien d'un rythme de progression des prix des services trop élevé, et ceux qui voudraient que la Banque Centrale Européenne modifie sa communication pour indiquer clairement l'objectif final de taux directeur, voire le rythme auquel ils entendent l'atteindre.** Ces débats restent vifs, d'autant que les estimations du niveau de taux d'intérêt qui correspondrait à la neutralité de la politique monétaire varient. Dans ce contexte, Philip Lane, en charge de proposer les éventuelles décisions lors des réunions du Conseil des gouverneurs, défend un chemin médian entre une baisse des taux directeur trop rapide qui ne permettrait pas de ramener l'inflation des services à un niveau compatible avec un rythme global de progression des prix à la consommation correspondant à la définition de la stabilité des prix adoptée par la banque centrale et une baisse trop lente qui pourrait provoquer une baisse trop forte de l'inflation, ce qu'il juge aussi peu souhaitable qu'une inflation trop forte. Sur l'activité, l'économiste en chef de la BCE persiste à tabler sur une accélération de la consommation des ménages nourrie par la croissance de leur pouvoir d'achat et une baisse modérée de taux d'épargne très élevé. Il espère aussi un redressement de l'investissement à la suite de la baisse des taux d'intérêt. Les éléments d'incertitudes, politique et géopolitique, sont de nature à freiner ces deux derniers mouvements, mais pas à les empêcher totalement.

En France, après le discours de politique générale de François Bayrou, la motion de censure déposée par LFI a été rejetée. Alors que la majorité des députés socialistes ne l'ont pas votée, elle n'a recueilli que 131 voix, bien loin des 288 requises pour faire tomber le gouvernement. Par ailleurs, Amélie de Montchalin –ministre chargée des comptes publics- a confirmé que les lois de finances comporteraient 32Mds€ de baisse des dépenses et 21Mds€ d'augmentation des prélèvements, sans précision pour le moment, si ce n'est que les budgets des 1000 agences publiques seront rabotés de 5%, pour un gain estimé à 2,2Mds€. De son côté, François Bayrou a annoncé un Fonds spécial pour financer la réforme de l'Etat, financé par la vente d'actifs, notamment immobiliers. Le Premier ministre a aussi accédé à certaines demandes du Parti Socialiste pour éviter que ce dernier participe au vote de la censure de son gouvernement.

Au Royaume-Uni, l'inflation s'est inscrite en baisse en décembre à 2,5% en glissement annuel (après 2,6% en novembre). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) est également en recul à 3,2% (après 3,5%). La majeure partie de cette diminution s'explique par le **recul marqué de l'inflation dans les services** (4,4% en décembre après 5,0%), en raison notamment de la modération des prix dans le secteur de l'hôtellerie-restauration. Néanmoins, il est encore trop tôt pour être certain que l'inflation dans les services va baisser de manière durable. En effet, les interrogations demeurent importantes sur les risques inflationnistes du budget du Parti Travailleiste. Une grande partie des nouvelles recettes annoncées proviendra de la hausse des cotisations patronales au système de sécurité sociale (*National Insurance*) ce qui pourrait renchérir le coût du travail (la mesure sera effective en avril). Ainsi, les risques de boucle prix-salaires (que nous mettons en avant dans nos *Perspectives économiques et financières*) ne peuvent pas être écartés au Royaume-Uni.

Par ailleurs, les données d'activité pour la fin d'année sont mal orientées. Le PIB mensuel est en très légère hausse en novembre à 0,1%, ce qui ne rattrape pas la baisse observée en septembre et en octobre et confirme le ralentissement de l'activité au Royaume-Uni. Dans le détail, la croissance mensuelle a été tirée par le secteur des services (+0,1% en glissement mensuel) et de la construction (+0,4%), tandis que la production industrielle est de nouveau en baisse (-0,4%). Par ailleurs, la consommation des ménages a chuté en décembre, les ventes au détail en volume étant en baisse de 0,3% en glissement mensuel. Ces éléments augmentent les risques d'une stagnation voir d'une légère contraction du PIB au quatrième trimestre.

Dans ce contexte, l'un des neuf membres votant du Comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre (BoE) s'est exprimé. Alan Taylor l'un des membres les plus accommodants de la BoE a déclaré que l'approche graduelle de la politique monétaire, mise en avant lors de la dernière réunion de la BoE, impliquerait quatre baisses de taux cette année. Il a néanmoins mis en garde contre les risques de ralentissement de l'économie qui, selon lui, pourraient impliquer cinq à six baisses de taux cette année. Ce discours tranche avec la prudence de la majorité des banquiers centraux anglais, qui continuent de mettre en avant les risques de persistance de l'inflation et de boucle prix salaires.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« La Chine atteint son objectif de croissance annuelle à 5% pour 2024 »

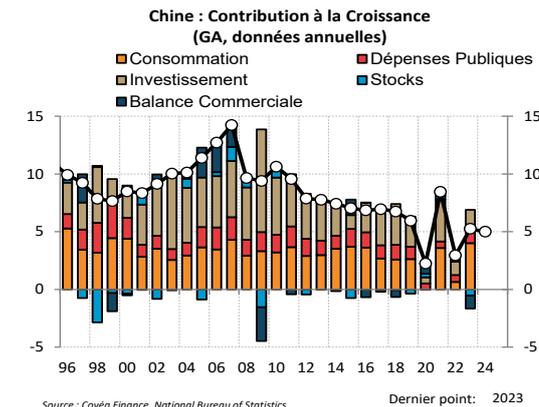
Selon les données du Bureau nationale des statistiques, la croissance du PIB chinois s'est établie à 5% pour l'ensemble de l'année 2024, après 5,2% en 2023, soit un point bas en trois décennies (hors crise pandémique). L'économie a bénéficié d'une accélération de la croissance trimestrielle (GT) à 1,6% au T4 2024 et de fortes révisions favorables sur les trimestres précédents (notamment à 1,3% au T3 en GT contre 0,9% en première estimation), qui alimentent les doutes sur la qualité des statistiques chinoises. Les détails sur les composantes de la croissance n'ont pas encore été publiés.

En décembre, l'industrie et la consommation progressent mais les investissements faiblissent. La croissance de la production industrielle a accéléré à 6,2% en glissement annuel (GA), après 5,4% en novembre, bénéficiant de la forte dynamique des exportations évoquée la semaine passée (cf. suivi du 13 janvier) reflétant la volonté des exportateurs de réaliser leurs expéditions avant la probable entrée en vigueur de droits de douane supplémentaires à la suite

de l'arrivée au pouvoir de D. Trump. L'industrie chinoise a également bénéficié de la reprise des ventes au détail (3,7% en GA après 3% en novembre), notamment liée au programme de prime à la reprise sur les biens durables. En revanche, la dynamique des investissements s'est à nouveau modérée dans les infrastructures (7,4% en GA après 9,8%) et dans l'industrie manufacturière (8,3% en GA après 9,3%). Les investissements dans le secteur immobilier (-13,6% en GA) et les mises en chantier (-23%) restent en forte contraction. Après un bref passage en territoire positif en novembre, à la suite de l'annonce de soutien du gouvernement, les ventes de logement ont à nouveau décliné en décembre en volume (-0,6% en GA après 2,7% en novembre). Enfin, les données de crédit ont surpris à la hausse en décembre, avec une reprise à 8% en GA en décembre, après 7,8% en novembre, de la croissance des financements agrégés à l'économie, qui reste toutefois proche de ses plus bas historiques. Néanmoins, cette dynamique plus forte en décembre reflète principalement la vigueur des émissions d'obligations publiques qui ont bénéficié du début de la mise en œuvre du programme de swap de dette annoncé en novembre dernier, visant à remplacer une partie de la « dette cachée » des gouvernements locaux par de la dette publique officielle.

Concernant les tensions commerciales, les États-Unis ont annoncé de nouvelles interdictions d'importation visant 37 entreprises chinoises, principalement dans les secteurs textile, minier et solaire, en raison de violations présumées des droits de l'homme à l'encontre des Ouighours.

Au Japon, la banque centrale (Boj) laisse la porte ouverte à une hausse de taux dès cette semaine. Le gouverneur Ueda a annoncé que les banquiers centraux allaient débattre d'une éventuelle hausse de taux lors de la réunion des 23 et 24 janvier 2025. Il a indiqué que la Boj augmenterait les taux si l'économie et les prix continuaient de s'améliorer et évoqué avoir connaissance de « nombreuses histoires positives » concernant



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	déc.-24	3,2	3,3	5,1	3,0
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	déc.-24	6,2	5,4	3,4	4,6
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	déc.-24	3,7	3,0	-0,8	7,8
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	déc.-24	10,7	6,6	5,6	-4,7
	Importations	Vol, NCVS, GA%	déc.-24	1,0	-4,0	0,7	-5,5
	PIB	Vol, NCVS, GA%	T4 24	5,4	4,6	3,2	5,4

* Du 13/01/2025 au 19/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

des hausses de salaire. Ces commentaires font écho à ceux du vice-gouverneur Himino la veille, renforçant la perception d'une hausse de taux dès janvier, et ce malgré les incertitudes liées à l'arrivée au pouvoir de D. Trump quelques jours plus tôt.

Parallèlement, la Banque de Corée (BOK) a surpris en maintenant son taux directeur à 3% lors de sa réunion de janvier, alors qu'une baisse était attendu. Le gouverneur Rhee Chang-yong a justifié cette décision par l'incertitude élevée liée aux turbulences politiques que traverse le pays et la dépréciation significative du won. Malgré ce statu quo, le gouverneur a indiqué que la BOK reste dans un cycle d'assouplissement monétaire.

Cette communication plus restrictive de la Boj et la décision de la BOK de ne pas baisser son taux directeur sont aussi à mettre en perspective avec les déclarations plus prudentes des banquiers centraux américains concernant les prochaines baisses de taux de la Réserve fédérale.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



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.