

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

3 février 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Malaise Américain

L'onde de choc provoquée par les annonces de la société chinoise Deepseek n'a pas fini de faire des vagues. Quoique la contestation puisse être importante sur les moyens financiers réellement alloués pour le développement de son modèle d'intelligence artificielle, le constat reste limpide sur la qualité des résultats obtenus. Les dirigeants de Nvidia ou de Microsoft ne réfutent d'ailleurs pas l'importante avancée technologique réalisée par les équipes chinoises, tout en insistant sur le mérite qui leur revient, et notamment, l'utilisation des développements réalisés à l'origine par OpenAI (ChatGpt) et la puissance de calcul nécessaire pour le permettre (Nvidia). La contestation repose donc plus sur les moyens et les coûts réels, plutôt que sur la méthode et les résultats. Mais Deepseek ne serait-il que le révélateur d'une menace bien plus grande sur les Etats Unis ?

Nos travaux élaborés dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières insistent sur quelques éléments clés : la Chine forme plusieurs centaines de milliers d'ingénieurs par an et gère des montants considérables en matière de capital risque (1390 milliards à fin 2023). L'objectif est de faire émerger de nouvelles technologies et rebalancer son modèle de développement pour être moins dépendante de l'immobilier et inscrire son futur sur la maîtrise des technologies de demain, pour lesquelles elle ne veut plus être dépendante des Etats Unis. Les avancées en matière d'intelligence artificielle signent une étape, mais dans la même semaine, notons que la Chine enregistrait également un record en matière de production d'énergie à base de fusion nucléaire. Deepseek n'est sans doute que le révélateur d'une vague d'innovations majeures !

Alors que les marchés financiers mondiaux ne jurent que par la puissance des grandes capitalisations technologiques américaines (représentant plus de 20% des indices boursiers mondiaux), la réalité économique pourrait bien être différente des croyances boursières. A cet égard, le président américain a rapidement interpellé les géants de la technologie américaine, en leur signalant l'urgence de se réveiller ! Restrictions à l'exportation (y compris extraterritoriales), interdictions d'exercer aux Etats Unis, capacité à attirer et mobiliser les capitaux pour financer l'écosystème technologique... autant de techniques et moyens à disposition des entreprises américaines qui ne stopperont pas la capacité de faire émerger l'innovation ailleurs.

Face à cette menace, et surtout avec la prise de conscience de la réalité de celle-ci venant contrecarrer l'impression d'une absolue suprématie américaine en la matière, les ramifications risquent d'être nombreuses. D'abord, l'appareil politique américain devrait intensifier ses sanctions : renforcement des interdictions d'utiliser les technologies américaines et des contrôles sur ce point (surveillance des risques de contournements à la réglementation), contrôle des capitaux participant aux financements du développement des technologies chinoises et fermeture du marché américain à toutes ses technologies. Dans le même temps, le risque n'est pas négligeable d'une extension des sanctions sur les pays partenaires des Etats Unis, intégrés dans la chaîne de valeur technologique américaine (Pays-Bas, Japon, Corée...).

D'un point de vue de l'investisseur, ces développements constituent des points de vigilance accrus, tant ils sont susceptibles : soit de remettre en question les leaderships établis, soit de perturber leur développement par les interactions d'une puissance politique qui cherche à préserver, à tout prix, ses intérêts nationaux.

L'autre enseignement de cette séquence industrielle repose sur la légitimité et la pertinence de l'allocation du capital telle qu'elle était effectuée dans la sphère de l'intelligence américaine. Le « toujours plus de puissance de calcul nécessaire » avait conduit à des plans d'investissements titanesques de la part des acteurs technologiques américains, à coups de dizaines de milliards de dollars par trimestre, culminant dans l'annonce du projet Stargate (500 milliards d'investissements IA apportés par Softbank, OpenAI et Oracle, financement dont les détails restent très flous). Cette technologie étant très gourmande en consommation énergétique, les ramifications étaient également pléthoriques en matière d'investissements en génération et transmission d'électricité, systématiquement saluées par les investisseurs. La « méthode Deepseek » rappelle que le manque de moyens justifie de réfléchir autrement, et nous rappelle qu'en matière technologique, comme ailleurs, les rendements ne sont jamais assurés pour longtemps et les ruptures systématiques. Dans le cadre de leurs communications officielles réalisées lors des publications annuelles de résultats, les leaders américains n'ont pas commenté sur un changement d'orientation en matière de dépenses d'investissement (une communication contraire aurait de toute façon décrédibilisé la stratégie mise en place depuis 18 mois, axée sur toujours plus de puissance de calcul et de besoins énergétiques), mais il nous semble critique de garder à l'esprit que les développements réalisés en Chine produiront des ondes de choc sur l'allocation de capital aux Etats Unis. Alors qu'il y a encore deux semaines, les actionnaires saluaient des annonces de dépenses massives... au cours des prochains trimestres, ceux-ci devraient désormais focaliser leur vigilance sur le retour sur investissement de ces centaines de milliards dépensés pour tenter de constituer un avantage compétitif plus fragile qu'il ne paraît. Enfin, retenons tout de même que les avancées de Deepseek vont également abaisser le coût de la technologie IA, permettant une diffusion plus large et plus rapide de celle-ci, et ouvrant ainsi la voie à de nouvelles opportunités d'investissement.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux souverains ont baissé de part et d'autre de l'Atlantique sur la semaine. Dans un premier temps, l'annonce d'un nouveau modèle d'intelligence artificielle, développée par la start up chinoise High Flyers et connu sous le nom de DeepSeek a provoqué un mouvement d'aversion pour les actifs risqués, et donc entraîné une baisse des taux américains à 10 ans de 10 pb. Par la suite, le marché est resté dans l'attente des décisions des banques centrales américaine et européenne. Comme attendu, la Fed a maintenu ses taux, tout en adoptant un discours prudent. La courbe des taux américains s'est aplatie, le taux à 10 ans baisse de 10 pb à 4,54%, alors que le taux à 2 ans ne perd que 6 pb à 4,2%. En Europe, la BCE n'a pas surpris le marché en abaissant ses taux directeurs de 25 pb, confortée par les données des prix à la consommation moins fortes qu'attendues et une enquête sur le crédit auprès des banques qui confirment la baisse de la demande de crédit des entreprises et des conditions de crédit plus restrictives. Ainsi, les taux européens sont entraînés à la baisse, avec une pentification de la courbe. Le taux 2 ans français baisse de 17 pb à 2,28% alors que le 10 ans perd 10 pb à 3,21%. En Allemagne, le mouvement est comparable, le 10 ans s'affiche à 2,46% (-11 pb) et le 2 ans à 2,11% (-18 pb). Du côté des dettes périphériques, les taux 10 ans italien et espagnol diminuent de respectivement 10 pb et 12 pb à 3,56% et 3,07%. Soulignons d'autre part l'action de la Banque du Canada qui a baissé ses taux de 25 pb face aux incertitudes économiques liées à la guerre commerciale avec les Etats-Unis. Elle a surtout changé de cap sur la gestion de son bilan, et devient la première banque centrale à sortir de son programme de resserrement quantitatif, en annonçant la reprise des achats d'actifs dès le mois de mars. Son objectif est d'accompagner la croissance des billets en circulation, mais aussi de remplacer d'importants montants d'actifs arrivant à échéance en septembre, et ainsi maintenir les soldes des réserves bancaires aux niveaux qu'elle juge adéquat, entre 50 et 70 Mds de dollars canadiens. La courbe des taux canadien s'est translaturée vers le bas, en baisse de près de 25 pb.

Sur le marché du crédit, les primes de risque sont en baisse de 4 pb sur l'indice euro catégorie « Investissement » à 91 pb et en baisse de 1 pb sur le « haut rendement » à 307 pb. Le marché primaire des émissions a été calme avec deux émissions dans la catégorie « investissement », dont 750 M€ de Tyco Electronics de maturité 2033, à un taux de rendement 3,37%. Notons par ailleurs le succès de l'émission primaire de la CADES à 5 ans en format social, plus de 10 fois sursouscrite, offrant une prime limitée à 7 pb par rapport à l'OAT de même maturité.

Le Focus de la semaine : Un secteur bancaire italien en mouvements.

Dans son rapport sur le manque de compétitivité de l'Europe, Mario Draghi plébiscitait l'émergence de banques plus puissantes et des marchés de capitaux véritablement intégrés. Il a été entendu par les banquiers italiens et il semble que la recherche de compétitivité des banques de la péninsule passera par une consolidation d'un secteur encore très fragmenté. C'est ce qui ressort de ces derniers mois, au cours desquels des tentatives de rapprochement entre banques se succèdent.

Le gouvernement italien est directement impliqué dans les opérations autour de Monte Di Paschi (MPS), qu'il avait sauvée en 2017 et dont il continue de se désengager progressivement. Il en détient aujourd'hui 12% après l'opération de cession de novembre dernier qui avait permis à la banque Banco BPM d'en acquérir 5%.

Fin 2024, cela n'a pas empêché Unicredit, deuxième groupe bancaire italien de se positionner en acheteur de Banco BPM, après sa montée au capital de Commerzbank, et ce alors que Rome aurait préféré un rapprochement entre MPS et Banco BPM. Aujourd'hui, c'est au tour de MPS de se positionner en tant qu'acheteur, en émettant une offre sur la banque Mediobanca, dans l'espoir de former le 3ème groupe bancaire italien, après Intesa San Paolo et Unicredit.

Cette offre a été rejetée par le conseil d'administration de Mediobanca, le rapprochement d'une banque commerciale et de détail avec une banque d'investissement et spécialisée dans la gestion de fortune et d'actifs étant considéré comme destructeur de valeur par les dirigeants de la banque. Dans leur communication, ils réfutent l'intérêt économique, industriel et financier d'un tel rapprochement, mais soulignent aussi qu'une telle opération permettrait à deux actionnaires présents dans les deux groupes, Delfin et Caltagirone,, de détenir avec l'Etat 29% du capital du nouveau groupe bancaire. De quoi influencer sa stratégie, et celle de l'assureur italien Generali dont chacune des parties est actionnaire !

Au sein du « Comité banques » de Covéa Finance, et dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous suivons de près l'évolution du secteur bancaire dans un monde en constante transformation. La consolidation bancaire, qu'elle soit nationale ou transfrontalière, est un élément clé pour permettre aux banques de s'adapter face aux défis actuels, notamment celui posé par la politique de D. Trump qui risque d'accroître les distorsions de concurrence entre les banques européennes et les banques américaines qui vont sans doute bénéficier d'un environnement réglementaire plus favorable.

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	31/01/25	J-7	07/11/24	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,75	4,50	5,50	0,00	-0,25	0,00	-1,00		
BCE - Taux Repo	2,90	3,15	3,40	3,15	4,50	-0,25	-0,50	-0,25	-1,60		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,75	3,00	3,25	3,00	4,00	-0,25	-0,50	-0,25	-1,25		
Banque d'Angleterre	4,75	4,75	4,75	4,75	5,25	0,00	0,00	0,00	-0,50		
Banque du Japon	0,50	0,50	0,25	0,25	-0,10	0,00	0,25	0,25	0,60		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,54	4,62	4,33	4,57	3,88	-8	21	-3	66	34	25
Allemagne	2,46	2,57	2,45	2,37	2,15	-11	2	9	31	35	25
France	3,21	3,30	3,20	3,20	2,66	-10	0	1	55	93	58
Italie	3,55	3,66	3,73	3,52	3,73	-10	-18	3	-17	115	69
Royaume-Uni	4,54	4,63	4,50	4,57	3,79	-9	4	-3	74	33	59
Japon	1,25	1,23	1,01	1,10	0,71	1	24	14	54	52	105
Crédit											
Indice Itraxx Main	53,1	53,2	54,8	57,7	60,4	-0,1	-1,7	-4,5	-7,2		
Indice Itraxx Crossover	287,9	288,9	290,8	313,1	327,8	-1,0	-3,0	-25,2	-39,9		

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

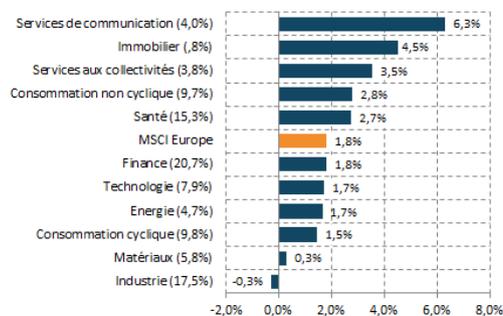
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés européens progressent sur la semaine avec un MSCI Europe (dividendes non réinvestis) en hausse de +1,8%. Le secteur des services de communication arrive en tête (+6,3%), bénéficiant de la hausse de Deutsche Telekom (+10,2%, après les résultats encourageants de sa filiale américaine T-Mobile), et également de la bonne performance de Universal Music Group (+11,2%, soutenu par l'annonce d'un contrat pluriannuel avec Spotify). Le secteur de l'immobilier (+4,5%) a également été bien orienté après l'annonce de la baisse des taux d'intérêts par la Banque Centrale européenne. A l'inverse, on retrouve en bas de tableau le secteur de l'industrie (-0,3%), pénalisé par les valeurs liées à la thématique de l'électrification (Schneider Electric à -9,3%, Prysmian à -6,5%) qui ont chuté après l'annonce du nouveau modèle d'intelligence artificielle de DeepSeek qui serait moins coûteux et moins consommateur d'énergie. Notons également la faible performance du secteur de la consommation cyclique (-1,5%) qui a été pénalisé par les résultats décevants de LVMH (-4,2%). Au niveau des valeurs, Sartorius (+12,4%) a progressé après avoir rassuré sur sa publication et ses commentaires positifs sur la fin du déstockage dans le secteur des sciences de la vie. Enfin, notons depuis le début de l'année la progression du MSCI Europe de +6,4%.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 24/01/2025 au 31/01/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Vers une perte d'appétit pour les traitements anti-obésité ?

Après un engouement très important lié au succès de ses médicaments anti-diabétique et anti-obésité, basés sur l'hormone « GLP-1 », le cours de Novo Nordisk a chuté de plus de 40% depuis ses points hauts de juin 2024. Pour rappel, le laboratoire danois, ainsi que son concurrent américain Eli Lilly, avaient bénéficié d'une croissance fulgurante, tirée par une demande exceptionnelle de leurs traitements, elle-même favorisée par la taille du marché de l'obésité et du diabète et exacerbée par des difficultés d'approvisionnement. Face aux niveaux de valorisation très élevés de ces titres, les investisseurs sont devenus de plus en plus exigeants, amplifiant la réaction boursière dès les premiers signaux négatifs.

En décembre, le cours de la société a notamment dévissé de plus de 20% sur une séance (le 20 décembre 2024) après avoir publié des résultats décevants sur une étude clinique de phase III correspondant à la dernière étape avant la validation du médicament. Un mouvement probablement amplifié par un contexte de faible liquidité de fin d'année, qui a par ailleurs entraîné plusieurs autres acteurs de la thématique tels que Gerresheimer et Zealand Pharma (baissant respectivement de -7% et -4% en séance). Cet essai portait sur un nouveau traitement anti-obésité, Cagrisema, qui a affiché une perte de poids des patients inférieure au seuil attendu de 25%, mais surtout pas suffisamment au-dessus du médicament concurrent d'Eli Lilly, le Zepbound. Plus récemment, Novo Nordisk a publié de nouveaux résultats plus encourageants sur un autre traitement anti-obésité, l'Amycretin, provoquant une hausse de +7% du titre sur la séance. Ces réactions attestent de l'exigence de résultats significativement meilleurs dans un contexte de concurrence accrue sur ce marché, les patients se tournant vers le médicament le plus efficace avec le moins d'effets secondaires connus, et donc avec le plus d'ancienneté sur le marché.

De plus, les médicaments phares de Novo Nordisk anti-obésité et anti-diabète, Wegovy et Ozempic, ont été ajoutés à la liste de négociations de Medicare dans laquelle les prix de ces derniers devraient être revus à la baisse. Cela pourrait entraîner une pression supplémentaire sur les marges de la société. La nomination de Robert F. Kennedy au ministère de la santé aux Etats-Unis, très critique des médicaments anti-obésité avait également créé de la volatilité sur le secteur, et plus particulièrement sur le titre.

Si plusieurs risques ont émergé sur le marché du GLP-1, tel que celui d'une demande moins forte en raison d'une concurrence accrue et d'une potentielle baisse des prix, ces sociétés restent par leur capacité d'innovation des bénéficiaires des changements structurels que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. Nous restons néanmoins attentifs à leur capacité d'adaptation face à ces nouveaux points de vigilance.

Ambre Saada

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	31/01/25	J-7	07/11/24	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	31/12/24	sur 12 mois		
MSCI EMU	174,9	172,6	162,0	163,2	155,2	1,3	↑	8,0	↑	12,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 116,5	1 108,3	1 047,2	1 056,7	961,5	0,7	↑	6,6	↑	16,1	↑
MSCI EMU Small Cap	409,5	407,4	410,2	390,5	410,4	0,5	↑	-0,2	↓	-0,2	↓
MSCI Europe	180,8	177,6	170,6	169,9	162,5	1,8	↑	5,9	↑	11,2	↑
France CAC 40	7 950,2	7 927,6	7 425,6	7 380,7	7 588,8	0,3	↑	7,1	↑	4,8	↑
All Allemagne DAX 30	8 348,9	8 219,4	7 438,6	7 648,6	6 671,4	1,6	↑	12,2	↑	25,1	↑
Italie MIB	36 471,8	36 200,7	33 981,2	34 186,2	30 689,1	0,7	↑	7,3	↑	18,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 674,0	8 502,4	8 140,7	8 173,0	7 622,2	2,0	↑	6,6	↑	13,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 375,1	10 114,1	9 785,5	9 877,2	8 934,3	2,6	↑	6,0	↑	16,1	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, pour des raisons de nouvel an lunaire chinois, de nombreux marchés sont restés fermés plusieurs jours. En conséquence, les performances des marchés ont été très disparates. Plusieurs nouvelles en lien avec nos Perspectives Economiques et Financières ont retenu notre attention. En ce qui concerne la relocalisation des capacités de production, on notera que Mitsubishi Chemical renonce à construire une nouvelle usine aux États-Unis, en raison de l'explosion des coûts de production locaux. Du côté des infrastructures critiques liées à l'intelligence artificielle, SoftBank Group a entamé des négociations avec OpenAI pour acquérir jusqu'à 25 Milliards \$ d'actions supplémentaires du développeur de ChatGPT. Cette opération s'inscrit dans le cadre du projet Stargate de 500 Milliards \$ sur quatre ans en faveur de l'IA, récemment lancé par SoftBank, OpenAI et Oracle. Concernant l'attractivité de l'Inde, Honda Motor a annoncé l'ouverture, en 2028, d'une usine de motos électriques destinée à capitaliser sur le fort potentiel de croissance de la demande asiatique.

Aux **Etats-Unis**, la semaine a débuté par une séance en forte baisse, provoquée par le lancement d'un modèle d'IA à bas coût par la startup chinoise DeepSeek. Le secteur des semi-conducteurs (-17% pour Nvidia et -9,2% pour l'indice SOX) ainsi que de nombreuses valeurs rattachées à la thématique IA (fabricants d'équipements, gestionnaires de centres de données et fournisseurs d'électricité notamment) ont subi de fortes prises de bénéfices dans la crainte de surinvestissements importants dans tout l'écosystème. Par la suite, les indices sont restés hésitants, pénalisés par les déclarations plus prudentes de la Réserve Fédérale en matière de desserrement monétaire et les annonces de Donald Trump en faveur de droits de douane de 25% sur les importations mexicaines et canadiennes. Suite à l'annonce de DeepSeek, David Sacks, le conseiller pour l'IA de Donald Trump, a déclaré qu'il existait des « preuves substantielles » que la société chinoise avait utilisé les modèles d'Open AI. En parallèle, Microsoft et OpenAI ont lancé une enquête pour déterminer si la startup chinoise avait obtenu des données d'OpenAI de manière non autorisée.

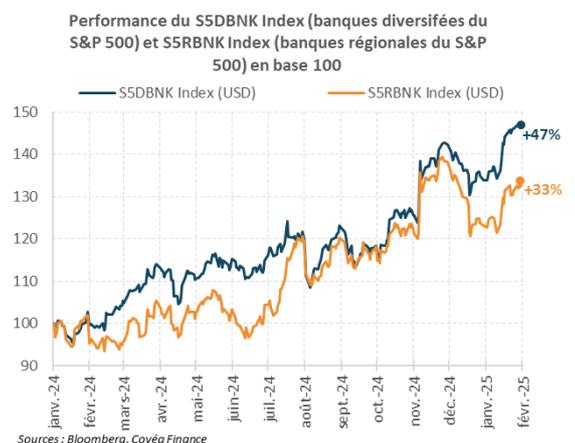
Le Focus de la semaine : Notre analyse des résultats des banques américaines

Les résultats du quatrième trimestre des banques américaines ont été caractérisés par une légère hausse des marges nettes d'intérêt et une faible progression des encours de prêts (environ +1% par rapport au troisième trimestre 2024), débouchant sur une hausse de 1,5% des revenus d'intérêt. En ce qui concerne les activités de marchés, les commissions ont été généralement supérieures aux attentes, suite à une bonne tenue des volumes de transactions secondaires, des émissions d'actions et d'obligations et des opérations de fusions et acquisitions.

Alors que la qualité du crédit ne s'est pas détériorée sur le dernier trimestre, les banques en ont profité pour réduire leurs provisions pour créances douteuses (-5% sur le dernier trimestre), tout en maintenant des ratios de réserves sur créances douteuses très élevés : environ 300% pour les plus grands établissements et 180% pour les banques régionales de plus de 100 milliards \$ d'actifs.

Les capitaux propres sont excédentaires au sein des 4 plus grands établissements (13,1% en moyenne pour JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo et Citigroup) et restent élevés chez les grands établissements régionaux (11,5% en moyenne). Dans ce contexte, les 4 leaders ont maintenu une politique de retours aux actionnaires très généreuse, à travers notamment des rachats d'actions (14 Mds \$ au 4T24 contre 19 Mds \$ au 3T24 et 6 Mds \$ au 4T23).

Ces résultats ont été salués par les investisseurs, les banques affichant une progression de plus de 9% sur le mois de janvier 2025. Pour 2025, les dirigeants des grandes banques ont affiché une confiance renouvelée dans leurs capacités à tirer parti de la pentification de la courbe des taux pour permettre une expansion des marges nettes d'intérêt, ainsi que d'un futur assouplissement des contraintes réglementaires pour soutenir une croissance de la demande de prêts, le tout, dans un contexte où la dynamique de l'emploi et des salaires permet de maintenir la qualité du crédit bancaire. Les directions des grandes banques d'investissement ont par ailleurs évoqué une bonne visibilité, et s'attendent à une forte activité dans les domaines des émissions primaires et des fusions et acquisitions.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale					Variations (en %)				
	31/01/25	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois		
Etats-Unis - S&P500	6 041	6 101	5 973	5 882	4 959	-1,0	1,1	2,7	21,8	0,3	5,5	2,6	26,8		
Etats-Unis - Dow Jones	44 545	44 424	43 729	42 544	38 654	0,3	1,9	4,7	15,2	1,6	6,2	4,6	20,0		
Etats-Unis - Nasdaq	19 627	19 954	19 269	19 311	15 629	-1,6	1,9	1,6	25,6	-0,4	6,2	1,6	30,7		
Japon Nikkei 300	600	592	590	604	539	1,4	1,8	-0,7	11,4	3,3	4,6	0,5	10,9		
Corée du Sud KOSPI	2 517	2 537	2 565	2 405	2 615	-0,8	-1,8	4,7	-3,7	-1,3	-3,0	5,9	-8,5		
Chine - Shanghai	-	3 253	3 471	3 352	2 730	-	-	-	-	-	-	-	-		
Hong Kong Hang Seng	-	21 134	20 953	20 060	15 534	-	-	-	-	-	-	-	-		
Marchés Emergents - MSCI	1 093	1 090	1 141	1 075	988	0,3	-4,1	1,7	10,6	1,6	0,0	1,6	15,2		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La sédimentation des barrages : un défi majeur pour l'hydroélectricité

Chaque année, il est estimé que nous perdons entre 0,5% et 1,5% de la capacité mondiale des barrages-réservoirs en raison de l'accumulation des sédiments fluviaux.

Cet inévitable envasement, phénomène naturel, compromet progressivement la capacité des réservoirs à stocker l'eau, produire de l'électricité et/ou protéger les populations locales contre les inondations. En outre, une accumulation excessive de sédiments, notamment en zone tropicale, favorise la production de méthane, un gaz à effet de serre 25 fois plus puissant que le CO₂, dû à la décomposition de matière organique dans un milieu sans oxygène.

Les rivières fonctionnent comme des convoyeurs naturels de sédiments, transportant une variété de matériaux, allant des fines particules d'argile et de limon aux éléments plus lourds comme le sable, le gravier ou des fragments rocheux. Le volume de matériaux transportés, ou « dynamique hydro-sédimentaire » est exprimé en tonnes par unité de temps et unité de surface. Il dépend notamment de plusieurs facteurs : le climat (les précipitations augmentant le débit et la capacité de transport), la géologie du bassin (les terrains meubles étant plus sensibles à l'érosion), la topographie (les pentes fortes favorisant l'érosion) et les activités humaines adjacentes (agriculture, déforestation, urbanisation, ...). Pour gérer ce phénomène, les opérateurs hydro énergétiques adoptent une approche globale combinant : prévention, gestion, et élimination des sédiments.

Limiter les apports de sédiments par la gestion du bassin versant. Pour contenir/limiter l'érosion des sols, plusieurs pratiques de conservation peuvent être déployées. La reforestation permet de stabiliser les sols grâce aux racines des arbres, tandis que la construction de terrasses réduit la vitesse du ruissellement de l'eau (et de fait, la « force érosive » de cette dernière). Il est également possible de construire, en amont, des ouvrages dédiés comme des barrages de retenue pour intercepter les sédiments.

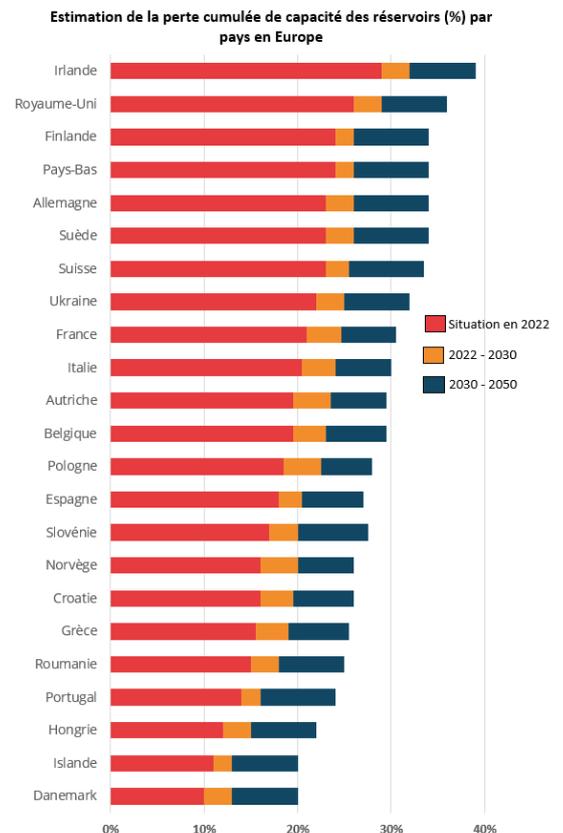
Maîtriser le transit sédimentaire intra-barrage. Plusieurs techniques peuvent être mises en œuvre pour gérer les sédiments accumulés ou en transit. La construction de tunnels et de canaux de détournement permet de rediriger le flux de sédiments en aval, limitant ainsi leur accumulation dans la retenue. Les opérateurs peuvent également procéder à une « chasse de barrage », qui consiste à effectuer des lâchers d'eau à forte vitesse afin d'évacuer les sédiments. Enfin, l'exploitation des « courants de densité », un phénomène naturel dû aux différences de densité entre l'eau chargée en sédiments et l'eau claire, peut être optimisée pour faciliter le transit des sédiments à travers le barrage.

Recourir à des méthodes d'extraction. L'élimination physique des sédiments accumulés peut s'avérer nécessaire lorsque l'envasement compromet significativement le fonctionnement et/ou la rentabilité du barrage. Deux principales techniques de dragage sont communément utilisées. Le dragage mécanique, qui consiste à excaver directement les sédiments à l'aide d'équipements spécialisés, avant de les transporter vers un site de stockage/valorisation. Le dragage hydraulique, qui utilise des jets d'eau à haute pression pour « fluidifier » les sédiments accumulés en profondeur afin de les pomper hors de la retenue, cette dernière technique étant généralement considérée comme la moins invasive pour l'environnement.

La construction de grands barrages a connu son apogée dans les années 1960 et 1970, avec aujourd'hui près de 60 000 barrages actifs dans le monde. Longtemps ignoré, le problème de la sédimentation a des conséquences importantes, notamment en Europe. Une **étude¹ menée sur plus de 6 600 grands barrages européens révèle que ces derniers affichent en moyenne une perte de 19% de capacité à fin 2022** (par rapport à la capacité de stockage initiale), **tandis que les projections font état d'une perte qui progresserait à 21% d'ici à 2030 et de 28% d'ici à 2050.** Face à cette problématique, les acteurs de la filière multiplient les approches. EDF mise sur la bio-ingénierie, investissant dans la recherche et le développement de techniques innovantes pour stabiliser les berges et réduire l'érosion. Iberdrola privilégie une approche prédictive, utilisant la modélisation hydro-sédimentologique pour anticiper les risques et adapter ses mesures de gestion. De son côté, Verbund se concentre sur l'amélioration des techniques de dragage, en développant des méthodes sélectives tout en recherchant des solutions de restauration du continuum sédimentaire des cours d'eau.

Dans le contexte que nous décrivons, celui d'une Europe souffrant du coût relativement élevé de son électricité, au sein d'un environnement mondial qui se régionalise, nos Perspectives Economiques et Financières nous amènent à penser que ces infrastructures constituent un levier dans un objectif d'assurer plus de sécurité énergétique. Toutefois, les coûts associés restent importants, et constituent autant de limites en matière de compétitivité européenne.

¹ : "Present and Future Losses of Storage in Large Reservoirs Due to Sedimentation: A Country-Wise Global Assessment", Duminda Perera, Spencer Williams, Vladimir Smakhtin.



Source : Present and Future Losses of Storage in Large Reservoirs Due to Sedimentation: A Country-Wise Global Assessment¹, Duminda Perera, Spencer Williams, Vladimir Smakhtin.

Félix Laroche

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

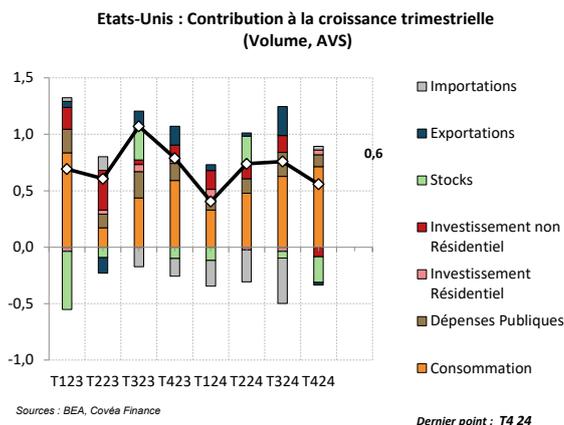
« La Réserve fédérale marque une pause »

Comme attendu, le comité de politique monétaire (FOMC) a, de manière unanime, laissé son taux directeur inchangé dans la fourchette [4,25%, 4,5%] lors de la réunion de politique monétaire de janvier. Le communiqué est légèrement plus restrictif que le précédent, ne faisant plus mention d'une inflation en progrès vers la cible de 2%. M. Powell a toutefois lors de la conférence de presse minimisé cet ajustement. Le comité estime que la croissance et l'emploi sont solides et que le niveau d'inflation est resté « quelque peu élevé ». **M. Powell a fait valoir que l'économie et la politique sont actuellement bien positionnées. Les risques sont jugés équilibrés et il a souligné à plusieurs reprises que le FOMC n'était pas pressé.** Interrogé sur l'impact potentiel de l'augmentation des droits de douane ou des restrictions à l'immigration sur l'inflation, il a indiqué qu'il était trop tôt pour faire des évaluations sur les politiques potentielles et que la Réserve fédérale (Fed) serait patiente et attendrait davantage d'informations. Ces déclarations suggèrent que le statu quo pourrait être encore maintenu en mars. Au sujet des pressions exercées par le Président Trump, M. Powell s'est refusé à commenter les déclarations du Président et a répondu en assurant que la Réserve fédérale resterait indépendante et continuerait d'agir dans l'intérêt des Américains. M. Powell a également indiqué que le

comité avait entamé lors de cette réunion l'examen quinquennal de "révision de la stratégie, des outils et de la communication de la politique monétaire", avec pour objectif de pouvoir le conclure d'ici l'été. Bien qu'il n'ait pas fourni de détails sur les sujets discutés lors de cette réunion, il a de nouveau noté que l'objectif d'inflation de 2 % ne serait pas débattu. Enfin, aucune annonce n'a été faite concernant la politique de bilan. Interrogé lors de la séance de questions-réponses, M. Powell a déclaré que les indicateurs suivis par la Fed suggéraient que les réserves restaient abondantes.

De son côté, la Banque du Canada a réduit son taux directeur de 25 points de base, ce qui le porte à 3 %. Le comité a également annoncé la fin de sa politique de resserrement quantitatif : les achats d'actifs reprendront progressivement en mars afin d'accroître le bilan en fonction de la croissance de l'économie. Le haut degré d'incertitude entourant l'impact de droits de douane américains potentiels a conduit les banquiers centraux à retirer les indications prospectives quant à la suite de l'assouplissement monétaire. Une prudence avisée au vu des développements du weekend.

Sur le plan commercial, le Président Donald Trump a en effet mis ses menaces tarifaires à exécution. L'administration américaine a annoncé la mise en place à partir du 4 février de **droits de douane de 25 % sur les marchandises en provenance du Mexique et du Canada.** Les produits énergétiques canadiens sont partiellement épargnés avec un droit de douane de 10 %. L'annonce comprend également un **droit de douane supplémentaire de 10 % sur les importations en provenance de Chine.** Ces mesures resteront en vigueur jusqu'à ce que la Maison Blanche soit convaincue que les partenaires commerciaux ont agi pour interdire l'entrée de fentanyl illicite aux États-Unis. Par ailleurs, la disposition « de minimis », qui permet aux envois d'une valeur de moins de 800\$ d'entrer aux États-Unis sans droits de douane va être suspendue pour les colis en provenance du Canada car les autorités américaines suspectent que les contrôles dans le cadre de



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Ventes logements neufs <small>Milliers d'unités</small>	déc.-24	698	674	666	682
Conf. des consommateurs - Conference Board	janv.-25	104,1	109,5	105,4	104,5
Revenu disponible <small>Vol, CVS, GA%</small>	déc.-24	2,4	2,6	5,1	2,9
Dépenses de consommation <small>Vol, CVS, GA%</small>	déc.-24	3,1	3,2	2,5	2,8
PIB <small>Vol, CVS, GA%</small>	T4 24	2,5	2,7	2,9	2,8

* Du 27/01/2025 au 02/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

l'exemption ne sont pas correctement effectués. Les Etats-Unis ouvrent ainsi une guerre commerciale avec leurs trois principaux pays importateurs : Le Mexique, la Chine et le Canada représentent respectivement 16%, 13,5% et 13% des importations de biens aux Etats-Unis. Un officiel de l'administration a précisé qu'il n'y aurait pas d'exception à ces droits de douane, ce qui ne sera pas sans conséquence pour les prix à la consommation américains. Les pays visés ont d'ores et déjà annoncé leur intention de répliquer. Le Canada va mettre en place des droits de douane de 25% sur 105 Mds\$ de produits américains (20 Mds\$ dès le 4 février, 85 Mds\$ dans 3 semaines), ce qui représente environ un tiers des exportations américaines vers le Canada. La présidente mexicaine Claudia Sheinbaum a déclaré que le Mexique riposterait par des droits de douane et des mesures non tarifaires. De son côté, le ministère chinois du commerce a déclaré qu'il prendrait des contre-mesures sans plus de précision à ce stade. Cette augmentation très significative des droits de douane, et les représailles associées, posent un risque pour la croissance économique et pourrait raviver les pressions inflationnistes aux Etats-Unis. La position prudente de la Réserve fédérale quant à un retour de l'inflation à la cible de 2% pourrait dans ces conditions se prolonger. Ces développements s'inscrivent dans notre vision développée dans nos Perspectives Economiques et Financières d'un monde fracturé où le libre-échange et le multilatéralisme sont mis à mal et où les tensions sur les prix resteront prégnantes.

La croissance américaine est restée solide au quatrième trimestre (T4). Le Produit Intérieur Brut (PIB) enregistre une progression de 0,6% en glissement trimestriel, après 0,8% au T3. Une nouvelle fois, les dépenses de consommation des ménages ont été dynamiques (+1%, plus forte hausse trimestrielle depuis le T1 2023), tandis que l'investissement non résidentiel a marqué le pas (-0,6%) après quatre trimestres de forte hausse. Cette modération pourrait refléter un certain attentisme lié aux élections de novembre. Les dépenses en équipements et en infrastructures reculent ainsi sur le trimestre (-2% et -0,3%). Les dépenses liées à la propriété intellectuelle (R&D, logiciels, divertissement) restent en revanche bien orientées. L'investissement résidentiel progresse modestement après deux trimestres de baisse. Sur le plan commercial, les exportations et importations ont légèrement reflué, laissant le déficit stable à un niveau élevé. La principale contribution négative à la croissance sur le trimestre provient d'une moindre accumulation de stocks. Cette publication confirme la solidité de la demande finale (PIB hors variation des stocks) qui progresse de 0,8% sur le trimestre, un rythme similaire à celui du T3. Sur l'ensemble de l'année 2024, le PIB américain enregistre une hausse de 2,8%, après 2,9% en 2023.

L'indice de prix de la consommation des ménages (PCE) s'est affiché en hausse de 2,6% sur un an en décembre, après 2,4% le mois précédent. En rythme annuel, le noyau dur de cet indice (hors alimentation et énergie) est resté stable, à 2,8%. Le pouvoir d'achat des ménages américains (revenu disponible réel) était en hausse de 2,4% sur un an en décembre. La consommation des ménages américains est restée dynamique en fin d'année, notamment grâce à un nouveau recul de leur taux d'épargne, revenu au plus bas depuis deux ans, à 3,8%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



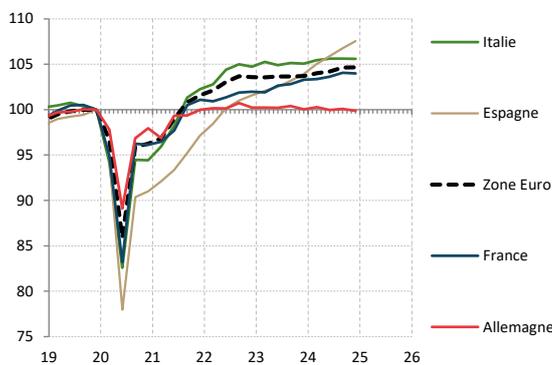
Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE suit son chemin »

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, à l'unanimité, de réduire une nouvelle fois les taux directeurs européens de 25 points de base, ramenant le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à 2,75%. Les banquiers centraux sont confiants dans l'atteinte de leur objectif d'inflation ces prochains mois, notamment grâce à l'impact favorable sur les prix des services du ralentissement attendu des salaires. Néanmoins, face à l'incertitude sur la politique de l'administration Trump et à ses conséquences sur l'activité et l'inflation en zone euro, le Conseil des gouverneurs préfère ne pas s'engager sur l'avenir et en reste à des prises de décisions fondées à chacune de ses réunions sur l'examen des données portant sur « les perspectives d'inflation, sur la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire ». Sur ce dernier point, les banquiers centraux constatent que la distribution de crédit des banques aux ménages et aux entreprises était orientée à la hausse en décembre, bien que les établissements de crédit se montrent plus sélectifs. L'incertitude politique en France et en Allemagne ainsi que les conséquences de la politique américaine les amènent à rejeter plus de dossiers qu'auparavant. Toutefois, les emprunteurs qui obtiennent un concours bancaire bénéficient de conditions plus favorables, grâce à la poursuite de la baisse des taux d'intérêt appliqués par les banques.

Zone Euro : PIB (Volume, 100 au T4 2019)



Sources : Eurostat, Refinitiv, Covéa Finance

Dernier point T4 24

Le PIB de la zone euro a stagné par rapport au quatrième trimestre 2024. Sur l'ensemble de l'année dernière, il aurait progressé de 0,7%. La France et l'Allemagne ont pesé sur les données agrégées de la zone euro en fin d'année dernière, alors que l'Espagne, le Portugal ou la Lituanie ont enregistré des taux de croissance élevés. En France, le PIB a reculé de 0,1% par rapport au troisième trimestre. Sur l'ensemble de l'année 2024, la croissance s'est établie à 1,1%, comme en 2023. L'activité en 2024 a été tirée par l'amélioration du solde commercial et, dans une moindre mesure, par les dépenses des administrations publiques et des ménages. En revanche, l'investissement s'est replié sur l'ensemble de l'année (-1,5%), avec un recul plus prononcé de l'investissement en construction et en produits manufacturés. En Allemagne, Destatis indique que la contraction de 0,2% du PIB au quatrième trimestre résulte notamment de la forte baisse des exportations, alors que la consommation des ménages et des administrations publiques aurait progressé. En Espagne (+0,8% GT) la croissance est restée tirée par la consommation des ménages, mais elle a aussi bénéficié d'un rebond de l'investissement des entreprises. En revanche, les échanges extérieurs ont pesé en fin d'année dernière, en raison de la croissance soutenue des importations.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	déc.-24	6,3	6,2	6,6	6,4
	PIB	T4 24	0,9	1,0	0,5	0,7
AL	IFO - Climat des affaires	janv.-25	85,1	84,7	88,9	86,8
	Taux de chômage % de la pop. active	déc.-24	3,4	3,4	3,0	3,4
FR	PIB	T4 24	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2
	Taux de chômage % de la pop. active	déc.-24	7,8	7,7	7,3	7,5
IT	PIB	T4 24	0,7	1,2	1,1	1,1
	Taux de chômage % de la pop. active	déc.-24	6,2	5,9	7,7	6,5
ES	PIB	T4 24	0,5	0,5	0,8	0,5
	Taux de chômage % de la pop. active	déc.-24	10,6	10,7	12,2	11,3
	PIB	T4 24	3,5	3,5	2,7	3,2

* Du 27/01/2025 au 02/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Allemagne, l'indice des prix à la consommation harmonisé aux normes européennes a enregistré en janvier une progression identique à celle constatée en décembre (+2,8% sur un an). Alors que la dynamique de la composante énergétique est restée stable (-1,6% GA), l'inflation sous-jacente a reculé de 0,4 point, à 2,9%, malgré la progression toujours soutenue des prix des services. **En France, l'inflation harmonisée aux normes européennes est restée également stable en janvier, à 1,8%.** Les prix énergétiques ont accéléré, tandis que l'inflation dans les services poursuivait son reflux. **En Espagne, l'inflation mesurée aux normes européennes a augmenté.** Cette nouvelle accélération des prix serait essentiellement due à la composante énergie de l'indice. En revanche, l'inflation sous-jacente a reculé, à 2,4% contre 2,6% en décembre en raison du ralentissement des prix de la composante loisirs et culture.

Signes de dégradation du marché du travail des deux côtés du Rhin. En Allemagne, l'emploi était en baisse de 0,1% sur un an en décembre. Dans le même temps le nombre de chômeurs était en hausse de près de 10% en décembre par rapport au même mois un an plus tôt, provoquant une augmentation de 0,3 point du taux de chômage, au niveau

toutefois encore très bas de 3,2%. En France métropolitaine, le nombre de demandeurs d'emplois inscrits à France Travail a progressé de 90 100 au quatrième trimestre, soit une augmentation de 1,5% en un an. La hausse est concentrée sur les personnes sans emploi tenues d'en rechercher un (+113 800).

En France, les discussions budgétaires avancent et pourraient aboutir à l'adoption du Budget 2025 à l'Assemblée nationale... ou à la censure du gouvernement Bayrou. Après l'adoption en première lecture du Projet de loi de finance (PLF) par les sénateurs (le 23 janvier), le texte a été examiné par une Commission mixte paritaire, réunissant 7 sénateurs et 7 députés, les 30 et 31 janvier. Les parlementaires ont réussi à trouver un compromis, tant du côté des recettes que du côté des dépenses, qui ne devrait pas (ou peu) modifier les perspectives d'un déficit public de 5,4% du PIB en 2025. Alors que le texte devait être voté par l'Assemblée nationale le 3 février, deux choix s'offraient au Premier ministre : laisser les députés voter le PLF (au risque de voir le texte refusé faute de majorité) ou faire appel à l'article 49.3 de la Constitution en engageant la responsabilité du gouvernement (et risquer ainsi le vote d'une motion de censure). C'est cette deuxième option qui a été privilégiée par François Bayrou. Les députés de La France Insoumise ont annoncé qu'ils déposeraient dans la foulée une motion de censure. Le vote de cette motion de censure se fera au plus tôt le mercredi 5 février (en raison du délai de 48 heures entre le dépôt de la motion de censure et son vote). Une deuxième motion de censure pourrait être votée prochainement, puisque F. Bayrou a également annoncé son intention de recourir à l'article 49.3 pour faire passer le Projet de loi de financement de la Sécurité sociale (PLFSS). **Au-delà des incertitudes politiques, le budget 2025 offre peu de marges de sécurité pour ramener le déficit à 5,4% selon le Haut Conseil des finances publiques (HCFP).** Le HCFP a en effet publié un avis sur les PLF et PLFSS 2025 du gouvernement Bayrou et a jugé les prévisions économiques du gouvernement « un peu optimistes ». Il est néanmoins trop tôt pour tirer des conclusions de ce rapport, le budget 2025 n'ayant pas encore été voté.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : L'Union européenne à la recherche d'une compétitivité perdue

Le constat d'un manque de compétitivité en Europe

À l'automne 2024, Mario Draghi a remis à Ursula Von der Leyen son rapport sur la compétitivité européenne, complétant ainsi le rapport d'Enrico Letta concernant l'avenir du marché unique européen, publié quelques mois plus tôt.

Le rapport Draghi met en évidence les facteurs contribuant aux divergences de croissance entre les Etats-Unis et la zone Euro : retard en matière d'innovation, coûts énergétiques élevés, poids de la réglementation, ... Un constat qui fait écho à ce que nous décrivons dans nos *Perspectives Economiques et Financières*. Nous avons en effet mis en avant les avantages comparatifs des Etats-Unis vis-à-vis des pays européens : le pays dispose d'un meilleur accès à la main d'œuvre et aux matières premières et possède des capacités de financement plus larges et plus diversifiées, facilitant le déploiement de plans industriels conséquents.

La « Boussole pour la Compétitivité » : la feuille de route de la Commission pour combler le retard européen

Face à ce constat, la Commission commence à réagir et a ainsi publié le 29 janvier sa feuille de route pour les cinq prochaines années, en se basant sur les recommandations du rapport Draghi. Cette initiative, intitulée « Boussole pour la compétitivité (« *Competitive Compass* »), s'articule autour de trois piliers :

1. Comblent l'écart en matière d'innovation

Ce premier pilier vise à stimuler la productivité par l'innovation. Parmi les mesures proposées, la Commission souhaite lancer des partenariats publics-privés pour soutenir des « giga-fabriques d'IA » afin d'entraîner de grands modèles d'intelligence artificielle (IA). Elle travaillera également avec la Banque européenne d'investissement pour déployer un programme d'investissement nommé TechEu afin de combler le déficit de financement pour soutenir l'innovation de rupture, renforcer la capacité industrielle de l'Europe et développer les entreprises qui investissent dans des technologies innovantes telles que l'IA, les matières premières critiques, l'informatique quantique ou encore les semi-conducteurs.

La Commission européenne envisage par ailleurs de renforcer le développement des « startups », en créant un régime juridique spécial (initiative nommée 28^{ème} juridique) qui simplifiera les règles applicables à ces entreprises innovantes. Cela leur permettra de bénéficier d'un ensemble de règles uniques lorsqu'elles investissent et exercent leurs activités où que ce soit dans le marché unique européen.

2. Une feuille de route conjointe pour la décarbonation et la compétitivité

Avec ce deuxième pilier, la Commission souhaite intégrer les politiques de décarbonation aux politiques industrielle, économique et commerciale, et favoriser l'accès à une énergie propre et abordable. Cet axe sera notamment porté par le Pacte pour une industrie propre (« *Clean Industrial Pact* »), dont les détails seront annoncés le 26 février. Bruxelles entend également limiter le coût de l'énergie, en lançant un plan pour l'énergie abordable qui financerait notamment des investissements dans le réseau électrique européen.

En outre, la feuille de route prévoit des plans d'action spécifiques pour les secteurs à forte intensité énergétique, tels que l'acier, les métaux ou les produits chimiques, qui sont les plus vulnérables à la transition énergétique.

3. Réduire les dépendances et renforcer la sécurité économique

Ce troisième pilier a pour objectif la diversification des chaînes d'approvisionnement de l'Union européenne, grâce à une nouvelle série de partenariats commerciaux. Ces accords contribueront notamment à la sécurité de l'approvisionnement en matières premières, en énergie propre et en carburants durables pour les transports. Au sein du marché intérieur, la Commission souhaite intégrer une préférence européenne dans les appels d'offres pour les marchés publics dans les secteurs stratégiques.

Une stratégie également axée sur la simplification des réglementations, notamment en matière de durabilité

En plus de ces trois piliers, la Commission européenne a identifié des « catalyseurs horizontaux » pour soutenir la compétitivité dans tous les secteurs. Bruxelles a ainsi réaffirmé la nécessité d'achever l'Union des Marchés de Capitaux, pour mieux diriger l'épargne européenne, mais a également annoncé son souhait de simplifier la réglementation, avec un objectif de réduction de 25% de la charge administrative pour les entreprises (et 35% pour les PME).

La simplification de la réglementation passera notamment par la législation dite « omnibus », qui conduirait à la fusion de trois réglementations ESG : la CSRD (qui impose aux entreprises un reporting extra-financier), la CSDDD (qui leur impose un devoir de vigilance) et la Taxonomie. La présentation de la législation « omnibus » est prévue le 26 février prochain à Bruxelles, mais les récentes déclarations de Stéphane Séjourné, en charge de la stratégie industrielle au sein de la Commission européenne, interrogent sur son contenu.

S. Séjourné a en effet annoncé que la législation « omnibus » européenne pourrait aller jusqu'à la suppression du reporting extra-financier, et donc de la directive CSRD, pour les entreprises. Ces déclarations créent un grand flou et des incertitudes, alors même que les grandes entreprises concernées par la directive CSRD doivent rendre cette année les premières versions de leur reporting obligatoire et que la plupart d'entre elles ont déjà engagé des coûts importants pour se mettre en conformité avec cette directive. La remise en cause de la CSRD pourrait également peser sur la directive sur le devoir de vigilance (CSDDD), qui avait déjà été difficilement adoptée en avril dernier, et qui subit depuis une opposition intense de certains acteurs économiques et politiques.

Une ambition forte mais des défis à surmonter

Plusieurs obstacles pourraient freiner la mise en œuvre des réformes présentes dans cette feuille de route. Tout d'abord, des dissensions existent au sein des Etats membres et il pourrait être difficile pour les pays européens de trouver un consensus. Par ailleurs, le financement des mesures annoncées reste une question en suspens : le rapport Draghi estime qu'il faudrait près de 800 milliards d'euros (plus de 4 % du PIB de l'UE) d'investissements par an pour relancer l'économie européenne.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

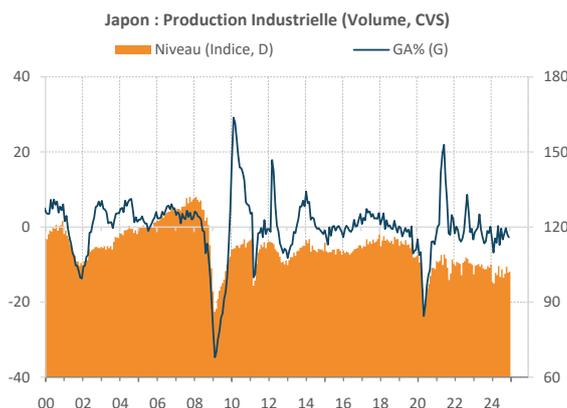
Asie

« Au Japon, la production de semi-conducteurs reprend des couleurs en décembre »

En décembre, la production industrielle japonaise affiche une progression solide de 0,3% en variation mensuelle (GM). En glissement annuel (GA), la production reste toutefois en déclin de 1,1%. La croissance de décembre s'est essentiellement concentrée dans le secteur de la technologie, soutenu par un rebond de près de 6% en GM de la production de semi-conducteurs, qui se redresse après trois mois consécutifs de baisse. Si l'enquête du gouvernement auprès des industriels rapporte des anticipations d'un renforcement de cette dynamique sur les deux prochains mois, l'enquête PMI de janvier indique, au contraire, un recul de l'activité en janvier.

En revanche, la consommation japonaise faiblit. Les ventes au détail ont reculé de 0,7% en GM en décembre. Le déclin mensuel s'est généralisé à la plupart des composantes après un mois de novembre solide, porté par des conditions climatiques favorables. Concernant les biens durables, les ventes de véhicules reculent de 2,7% mais les ventes progressent de 1,6% dans l'électroménager. A l'avenir, l'amélioration progressive du salaire réel et la vigueur du marché du travail devraient bénéficier à la consommation des ménages.

Du côté de la Banque du Japon (BoJ), les banquiers centraux maintiennent le cap de la normalisation. Une semaine après la dernière hausse de taux directeur de la banque centrale, son vice-gouverneur, Ryozyo Himino, a réitéré jeudi dernier que la BoJ continuerait à relever ses taux d'intérêt si l'économie et l'inflation évoluent conformément à ses projections. Il a souligné qu'il n'était « pas normal » que les taux d'intérêt réels restent durablement négatifs en l'absence de chocs économiques ou de facteurs déflationnistes persistants.



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covéo Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
JP	Taux de chômage	% de la pop. act.	déc.-24	2,4	2,5	2,6	2,5
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	déc.-24	3,7	2,8	5,6	2,5
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-24	-2,8	-1,9	-1,4	-2,7
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	janv.-25	50,2	52,2	53,2	50,9
	PMI Manufacturier	Indice	janv.-25	49,1	50,1	49,9	49,8

* Du 27/01/2025 au 02/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

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.