

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

24 février 2025

Guerre et Paix

La conférence de Munich sur la sécurité qui s'est tenue du 14 au 16 février, a mis une nouvelle fois en évidence la reconfiguration de l'ordre mondial, une situation que nous décrivons dans les conclusions de nos Perspectives Economiques et Financières depuis maintenant plusieurs années. Cela fait directement écho à la notion de souveraineté qui est au cœur de ces enjeux. A l'heure où les Etats-Unis, à travers les propos de Donald Trump, poussent pour mettre fin à la guerre en Ukraine, les déclarations du secrétaire à la défense américaine, Pete Hegsbeth, et surtout celle de JD Vance, le vice-président américain ont clairement mis en lumière la nécessité pour l'Europe de renforcer son autonomie en matière de défense et de sécurité après 3 ans de conflit. Tout cela sans oublier de recommander l'acquisition de matériel américain pour le faire. Plusieurs questions se posent alors sur la mise en œuvre d'une telle trajectoire d'investissements. Des questions qui concernent à la fois les financements nécessaires pour le faire mais aussi et surtout la capacité industrielle et humaine pour les mettre en œuvre. Des enjeux qui rejoignent d'ailleurs un sujet plus large, celui de la relocalisation. En effet, ces investissements pourraient entretenir une dynamique sous-jacente que nous n'observons pas de manière significative en Europe jusqu'à présent, à la différence des Etats-Unis.

Du côté des financements, il est clair que d'aller durablement au-delà de l'objectif de 2% du PIB alloué aux dépenses militaires pour tendre vers celui de 5% tel qu'il est évoqué actuellement, n'est pas une mince affaire. Surtout dans une période où les déficits budgétaires des principaux Etats de l'Union Européenne (UE) sont déjà importants et les budgets parfois toujours en discussion. Cela demandera des arbitrages en faveur des budgets défense qui n'ont plus été faits depuis des années. La possibilité d'avoir recours à des enveloppes spéciales reste ouverte, notamment en Allemagne. Elle nécessite néanmoins d'avoir une adhésion forte de l'ensemble des partis au pouvoir, à l'image de 2022. Dans la logique de retrouver des marges de manœuvre budgétaires, la possibilité d'activer une clause de sauvegarde nationale prévue dans le nouveau pacte de stabilité de l'UE afin de demander à exclure les dépenses de défense de son déficit public, a également été évoquée lors de la conférence de Munich. Enfin le recours à des financements privés via de nouveaux produits d'épargne dédiés ainsi que l'émission d'obligations européennes communes sont également à l'étude.

Du côté des investissements nécessaires, la première stratégie industrielle européenne de défense (EDIS) présentée par l'UE au printemps 2024 invite notamment les Etats membres à acquérir au moins 40% de leurs équipements de défense de manière collaborative d'ici à 2030 et surtout à augmenter à la même échéance leurs achats d'équipements de défense au sein de l'UE pour qu'au moins 50% du budget qui y est consacré soit dépensé au sein de l'UE. D'ici là, les constats ne sont pas flatteurs : les entreprises européennes du secteur sont loin derrière leurs homologues américaines en termes de taille, certaines compétences critiques (notamment dans la production de poudre) ont été perdues et à l'image de ce que nous avons pu observer pour les acteurs de l'aéronautique civile, la pression sur la chaîne d'approvisionnement en cas de forte accélération de la demande ne doit pas être négligée, notamment en ce qui concerne les entreprises de taille intermédiaire. Notons néanmoins que l'écosystème nécessaire au financement de ces entreprises se développe avec les introductions en bourse de quelques acteurs comme Exosens (France) ou Renk (Allemagne) et celle à l'étude de KNDS, l'acteur franco-allemand, pour fin 2025. La croissance des sociétés comme Rheinmetall ou Hensoldt montre aussi l'intérêt pour la thématique, un pré requis pour le financement de leurs investissements dans leur outil industriel. Les carnets de commandes se remplissent et permettent la diffusion à l'ensemble de la chaîne, une visibilité nécessaire pour augmenter les capacités de production et répondre à ces enjeux et in fine préserver la paix.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

Julien Chevalier

Responsable du pôle Actions Europe



Nos de fs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	21/02/25	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,046	1,081	1,082	-3,2 ↓	-3,4 ↓
€ / £	0,828	0,832	0,855	-0,5 ↓	-3,2 ↓
€ / Yen	156,15	165,25	162,92	-5,5 ↓	-4,2 ↓
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	74	76	84	-1,6 ↓	-11,0 ↓
Indice CRB*	551	538	522	2,5 ↑	5,5 ↑
Prix de l'once d'Or	2 938	2 706	2 020	8,6 ↑	45,4 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 559	9 664	8 585	-1,1 ↓	11,4 ↑
Indice Baltic Dry**	981	1 451	1 752	-32,4 ↓	-44,0 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1595	2332	2110	-31,6 ↓	-24,4 ↓

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

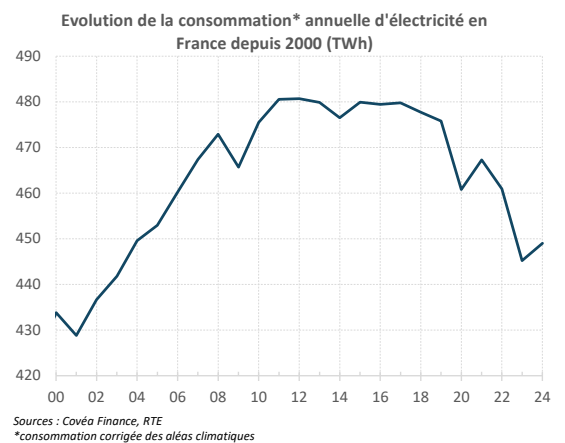
L'analyse des marchés :

En Europe, la semaine dernière les taux souverains ont évolué au gré des nouvelles concernant la résolution du conflit en Ukraine, des commentaires des banquiers centraux et de la publication des données macroéconomiques. Après avoir atteint 3,29% mercredi, le taux 10 ans français clôture la semaine en hausse de 4pb à 3,22%. Le taux 10 ans allemand termine la semaine à 2,47%. Aux Etats-Unis, les indicateurs d'enquête et les commentaires de certains membres de la Fed perçus comme plus accommodants ont tiré les taux à la baisse. Ainsi, le taux 10 ans baisse de 4pb sur la semaine pour s'établir à 4,43%. Les émissions obligataires sont restées importantes. En Italie, le Ministère de l'Economie et des Finances a lancé un nouveau type d'obligation souveraine à destination des épargnants. Dans la continuité des précédentes émissions, le BTP Più, a su attirer les particuliers italiens. Ce sont plus de 15Mds € qui ont été collectés par le gouvernement. Sur le marché du crédit, le marché primaire a été très dynamique avec plus de 26Mds émis en euro par les entreprises financières et non-financières. Plusieurs émetteurs se sont présentés sur différentes maturités, à l'instar de l'électricien italien Enel qui a proposé trois tranches obligataires ayant pour échéance 2028, 2031 et 2036. L'appétit des investisseurs est toujours présent et les primes à l'émission se trouvent fortement réduites. Ainsi, pour Enel les taux à l'émission étaient respectivement de 2,78%, 3,14% et 3,6%, soit environ 30pb de prime de risque contre les emprunts d'Etat français de maturités équivalentes. Les entreprises américaines continuent d'être actives sur le marché euro avec par exemple l'entreprise pharmaceutique Johnson & Johnson qui a émis 4Mds €.

Le Focus de la semaine : « Je baisse, j'éteins, je décale »

Après une rude traversée du désert en 2022, le groupe EDF a consolidé, en 2024, son redressement. Les résultats publiés la semaine dernière, pour l'année 2024, l'illustrent. La production nucléaire a dépassé les attentes et atteint 361TWh (+13% sur un an). La pluviométrie a permis à la production hydraulique de reprendre des couleurs. Elle augmente de 31% sur un an. L'endettement financier net d'EDF se stabilise et ne représente plus que 1,49x l'excédent brut d'exploitation. Côté opérationnel, l'EPR de Flamanville est, enfin, entré en service après treize années de retard. Sur l'aspect obligataire, la prime de risque d'EDF contre l'emprunt d'Etat de référence (OAT) a continué son resserrement. L'obligation de maturité 2027 émise en décembre 2023 avec une prime de risque contre l'OAT équivalente autour de 90pb franchissait à la baisse les 40pb la semaine dernière. L'impulsion donnée par l'année 2024 aurait dû permettre à EDF de se projeter positivement dans l'avenir car tous les signaux étaient au vert... ou presque. Si la situation financière du groupe s'améliore, ses perspectives, dans l'Hexagone, interpellent. Lors du débat organisé par l'Union Française de l'Electricité (UFE), en décembre, le constat fait par Luc Rémont (PDG d'EDF) est le suivant. Les chiffres de la consommation d'électricité dans notre pays sont, pour lui, une source d'inquiétude. Malgré un léger rebond, la France reste à des niveaux de consommation électrique largement inférieurs à la moyenne de 2011-2019. Le volume de consommation électrique de 2024 peine à égaler celui de 2004. Selon le rapport de RTE, la consommation des entreprises électro-intensives est là où le bât blesse. Le rapatriement des chaînes d'approvisionnement annoncé en pleine crise covid et le recours grandissant à l'électricité peinent à se faire sentir. Parallèlement à cela, la puissance installée du parc électrique français n'a jamais été aussi élevée. Fort de ce constat, le PDG du Groupe s'interroge sur la pertinence de poursuivre, à court terme, l'ajout de nombreuses capacités électriques intermittentes (éoliennes et solaires) et génératrices d'instabilité sur le réseau. En 2025, l'électricien accélérera dans la cession de projets ou d'actifs. De plus, le groupe a pu exporter son surplus de production aux pays voisins pour près de 90TWh (+78% sur un an). Toutefois, cette demande externe ne peut être considérée comme un acquis de long terme. Pour doper la consommation électrique domestique, EDF annonce vouloir accueillir des entreprises électro-intensives sur ses propres terrains ce qui permettrait de faciliter les démarches administratives. Concernant le nouveau nucléaire, le groupe diminuera de moitié ses investissements en France cette année, faute de soutien politique. Lors de cette conférence de l'UFE, le PDG de TotalEnergies a également indiqué que son groupe privilégierait les pays où les investissements sont facilités administrativement et encouragés politiquement. Sur ce point, les Etats-Unis tirent leur épingle du jeu. Cet élément fait partie des axes d'étude de nos Perspectives Economiques et Financières. La prise de conscience européenne commence à germer mais la tâche s'annonce ardue. La situation actuelle reste plus proche du slogan « je baisse je décale, j'éteins », lancé en 2022 pour inciter les particuliers à baisser leur consommation et ayant été imité par les entreprises, que du « plug baby plug » du président Macron, visant à promouvoir l'utilisation de l'électricité nucléaire en se « branchant » au réseau électrique.

* allusion faite au « drill baby drill » américain sur le pétrole



Lucas Couvert
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	21/02/25	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	2,90	3,40	3,15	4,50	0,00	→ -0,50	→ -0,25	→ -1,60		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,75	2,75	3,25	3,00	4,00	0,00	→ -0,50	→ -0,25	→ -1,25		
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,75	4,75	5,25	0,00	→ -0,25	→ -0,25	→ -0,75		
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	4,43	4,48	4,33	4,57	4,32	-4	↑ 11	↓ -14	↑ 11	23	25
Allemagne	2,47	2,43	2,45	2,37	2,44	4	↑ 3	↑ 10	↑ 3	37	25
France	3,22	3,17	3,20	3,20	2,91	4	↑ 1	↑ 2	↑ 30	96	55
Italie	3,55	3,52	3,73	3,52	3,92	3	↑ 3	↑ 3	↓ -36	117	69
Royaume-Uni	4,57	4,50	4,50	4,57	4,10	7	↑ 7	↑ 0	↑ 47	35	59
Japon	1,43	1,36	1,01	1,10	0,72	7	↑ 42	↑ 33	↑ 71	61	92
Crédit											
Indice Itraxx Main	52,2	51,2	54,8	57,7	56,1	1,1	↑ -2,6	↓ -5,4	↓ -3,9		
Indice Itraxx Crossover	284,4	278,5	290,8	313,1	312,7	5,8	↑ -6,5	↓ -28,7	↓ -28,4		

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, les marchés actions européens (Indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) ont affiché une hausse de +0,3% pour une neuvième semaine consécutive de progression.

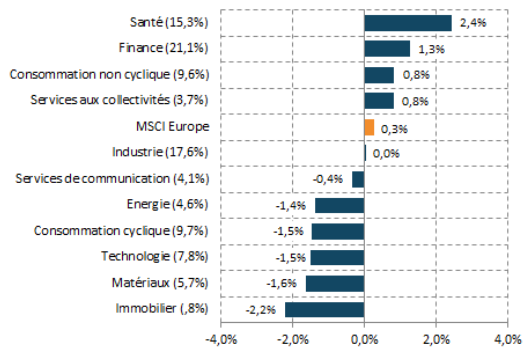
Concernant les performances sectorielles, la santé affiche la meilleure performance de la cote (+2,4%) grâce au rebond du cours du laboratoire danois Novo Nordisk (+13%), expliquant également la forte hausse de l'indice local danois (+6,3%). Les deux médicaments principaux du groupe ont été retirés de la liste de pénuries de l'agence américaine FDA. Le secteur de la finance s'est également démarqué à la hausse (+1,3%), porté par la poursuite de la consolidation des banques italiennes et d'un possible assouplissement de la réglementation en Europe.

Les meilleures performances individuelles ont été celles des valeurs de la défense, parmi lesquelles le Suédois Saab (+21,4%) et le fabricant norvégien Kongsberg (+16,2%). Ces sociétés seront bénéficiaires des probables hausses des budgets de défense européens.

La saison des publications des résultats annuels se poursuit, ainsi Philips et Capgemini ont perdu respectivement -10% et -11,5% suite à des perspectives 2025 décevantes.

L'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap (-0,6%) continue de sous-performer les indices de grandes valeurs. Depuis début 2025, ce segment de la cote s'apprécie de 6,8% contre 10,8% pour l'indice MSCI EMU. Les petites et moyennes valeurs restent pénalisées par l'aversion au risque des investisseurs.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 14/02/2025 au 21/02/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Cowi Finance

Le Focus de la semaine : Le compresseur industriel, équipement incontournable de l'usine moderne

Le compresseur ou pompe à air augmente la pression et permet de comprimer et de transporter l'air. Il peut ainsi changer le volume d'un fluide gazeux parce que les gaz sont compressibles, ce qui n'est pas le cas des liquides. Outre son rôle de gonflage, le compresseur nettoie les surfaces, adoucit et polit les pièces. Avec la puissance pneumatique, il perce également avec précision de nombreux supports.

C'est un bien d'équipement indispensable dans tout processus industriel, de la fabrication de batteries pour automobiles électriques à l'usine chimique. Par exemple, dans le processus de capture du carbone, le compresseur capte et comprime le CO2, pour l'expulser ensuite vers les transports ou les industries à proximité. La fiabilité du compresseur est importante car la compression du dioxyde de carbone est plus exigeante que celle de l'air.

L'automatisation des chaînes de production fait partie des *changements structurels* que nous déclinons au sein de nos *Perspectives Economiques et Financières*. Pour une usine, s'équiper de compresseurs haut de gamme permet d'améliorer son efficacité. Il devient donc essentiel de s'équiper de compresseurs intelligents, connectés aux autres équipements de l'usine. Le compresseur moderne fournit aussi l'affichage des données de performance et propose des recommandations sur la façon de les améliorer. Les technologies de pointe permettent aux opérateurs de garder un œil sur leurs compresseurs d'air sans être physiquement présents dans l'usine ; Les contrôleurs centraux répartissent aussi la charge de travail entre plusieurs compresseurs en fonction des priorités de l'usine.

Le compresseur participe aussi à une meilleure efficacité énergétique : selon l'entreprise suédoise Atlas Copco, leader mondial des compresseurs industriels et chambres de vide, compresser l'air peut représenter 40% des coûts énergétique d'une installation industrielle.

Les entreprises comme Atlas Copco assurent aussi la modernisation et la maintenance de leur compresseur et travaillent sur des contrats de service de parfois 10 ans. C'est une activité particulièrement rentable. La force des fournisseurs de service est un maillage mondial et dense, construit sur plusieurs décennies et assurant un service rapide et flexible dans toutes les régions du globe. Ceci les protège ainsi des concurrents à bas coûts. Ces sociétés sont donc capables de préserver leurs marges et dégager d'importants flux de trésorerie dans un contexte opérationnel mouvant, thématique que nous déclinons au sein de nos *Perspectives Economiques et Financières*.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	21/02/25	J-7	07/11/24	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	31/12/24	sur 12 mois		
MSCI EMU	180,4	181,0	162,0	163,2	160,6	-0,3	↓	11,4	↑	12,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 142,6	1 147,6	1 047,2	1 056,7	986,0	-0,4	↓	9,1	↑	15,9	↑
MSCI EMU Small Cap	421,3	423,0	410,2	390,5	415,1	-0,4	↓	2,7	↑	1,5	↑
MSCI Europe	185,8	185,3	170,6	169,9	166,2	0,3	↑	8,9	↑	11,8	↑
France CAC 40	8 154,5	8 178,5	7 425,6	7 380,7	7 911,6	-0,3	↓	9,8	↑	3,1	↑
Allemagne DAX 30	8 537,4	8 627,9	7 438,6	7 648,6	6 853,9	-1,0	↓	14,8	↑	24,6	↑
Italie MIB	38 421,1	37 977,6	33 981,2	34 186,2	32 356,3	1,2	↑	13,1	↑	18,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 659,4	8 732,5	8 140,7	8 173,0	7 684,5	-0,8	↓	6,4	↑	12,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 459,6	10 475,5	9 785,5	9 877,2	8 989,3	-0,2	↓	6,9	↑	16,4	↑

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés affichent des performances divergentes sur la semaine. De nombreux événements ont fait l'actualité des marchés parmi lesquels la réunion de Xi Jinping avec les dirigeants des grandes entreprises chinoises, les inquiétudes autour de droits de douane potentiellement annoncés par l'administration Trump, de nombreuses publications de résultats notamment dans la sphère internet chinoise, ainsi que des discussions autour d'un cessez-le-feu en Ukraine. Ainsi, Hong Kong affiche la meilleure performance sur la semaine, en lien avec des publications surprenant positivement notamment de la part d'Alibaba. Aussi, Taiwan et la Corée du Sud profite d'un regain d'enthousiasme autour du secteur des semi-conducteurs. A l'inverse, et malgré une baisse de taux annoncée par la Banque Centrale, l'Australie affiche la moins bonne performance sur la semaine. Le Japon baisse également en lien avec le rebond du yen dans un contexte d'anticipation d'une poursuite de la normalisation de la politique monétaire japonaise.

Parmi les éléments transverses sur la semaine, notons que Suzuki Motor a annoncé qu'elle investira 8 milliards de dollars en Inde sur six ans pour faire du pays une base d'exportations mais également pour servir le marché local. Cela représente 60% des dépenses d'investissement totales prévues par le constructeur d'ici 2030.

Dans la thématique du repli sur soi des économies et de la constitution de blocs régionaux, la Corée du Sud prévoit d'imposer des droits de douane jusqu'à 38% sur les plaques d'acier en provenance de Chine à partir du mois prochain, jugeant que ces produits ont nui aux producteurs locaux. Cette décision fait suite à une plainte déposée par Hyundai Steel en juillet 2024, concernant des prix de vente chinois trop bas.

Dans le même temps, en fin de semaine dernière, la Corée du Sud toujours, a demandé aux Etats-Unis une exemption de droits de douane prévus par l'administration américaine sur l'acier et l'aluminium, supposés passer à 25 % le 12 mars prochain.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 finit la semaine en baisse, après avoir toutefois atteint un nouveau record historique mercredi. En début de semaine, les investisseurs ont été globalement encouragés par les perspectives de paix en Ukraine, ainsi que par les annonces de réductions de dépenses fédérales (DOGE et ministère de la Défense) dont les répercussions potentielles ont été perçues favorablement. En fin de semaine, le marché a subi d'importantes prises de bénéfices déclenchées par les prévisions décevantes de Walmart pour 2025, la direction du plus grand distributeur américain évoquant des incertitudes liées aux dépenses de consommation et aux conditions économiques et géopolitiques mondiales, quelques jours seulement après la publication d'un recul sensible des ventes au détail.

En termes sectoriels, les compartiments les moins sensibles à l'activité économique sont en hausse (santé, services aux collectivités), tandis que les services de communication et la consommation discrétionnaire ont été les principales sources de prises de profits.

Parmi les éléments transverses, le président Trump continue d'exercer une forte pression sur ses partenaires commerciaux, avec notamment une négociation pour tenter d'obtenir des droits sur 50% des terres rares ukrainiennes (à priori rejetée par Kiev) et des réitérations de menaces d'augmentations des droits de douane à l'encontre du Canada, du Mexique et de la Chine.

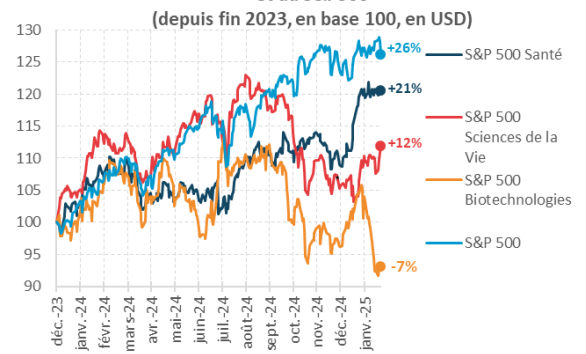
Le Focus de la semaine : les valeurs de santé, dans l'ombre de Robert F Kennedy Jr

Malgré une présentation jugée peu consensuelle lors de ses auditions devant deux commissions sénatoriales (29 et 30 janvier dernier), Robert F Kennedy Jr (RFK) a été confirmé au poste de ministre de la Santé et des Services sociaux (HHS) par la majorité républicaine. Tandis que 13 agences fédérales dépendent du ministère de la santé, RFK a mis la priorité sur les réformes de la FDA (« Federal Drug Administration ») et du NIH (« National Institutes of Health »).

En ce qui concerne la FDA (budget annuel de \$7 Mds, dont 50% en financement public et 50% en paiements par les laboratoires), il souhaiterait notamment rendre l'approbation des vaccins plus stricte, améliorer les étiquetages nutritionnels, réduire les effectifs (départements tabac et alimentation) et revenir à un financement 100% public (peu probable dans un contexte budgétaire tendu). Les programmes les plus à risque seraient ceux qui reposent sur des financements privés, avec pour conséquence un processus d'examen plus long et un calendrier d'approbation décalé (négatif pour les sociétés pharmaceutiques).

Du côté du NIH (\$47 Mds de budget), la nouvelle administration propose une réorientation des efforts de recherche (des maladies infectieuses vers les maladies chroniques), une baisse sensible des effectifs ainsi qu'une réduction des subventions aux acteurs de la recherche (financement des coûts indirects ramené à 15% du total contre 50% auparavant). Bien qu'un tribunal fédéral ait récemment bloqué cette dernière mesure, son impact éventuel sur les programmes de recherche et les essais cliniques de nouveaux médicaments inquiète d'abord les entreprises d'équipements médicaux.

Evolution des performances du S&P500 Santé, S&P500 Sciences de la Vie, S&P500 Biotechnologies et du S&P500



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	21/02/25	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	en devise locale				en €			
						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	6 013	6 115	5 973	5 882	5 089	-1,7 ↓	0,7 ↑	2,2 ↑	18,2 ↑	-1,3 ↓	4,0 ↑	1,2 ↑	22,3 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	43 428	44 546	43 729	42 544	39 132	-2,5 ↓	-0,7 ↓	2,1 ↑	11,0 ↑	-2,2 ↓	2,6 ↑	1,1 ↑	14,8 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	19 524	20 027	19 269	19 311	15 997	-2,5 ↓	1,3 ↑	1,1 ↑	22,0 ↑	-2,2 ↓	4,7 ↑	0,1 ↑	26,3 ↑
Japon Nikkei 300	587	592	590	604	570	-0,9 ↓	-0,5 ↓	-2,9 ↓	2,9 ↑	1,4 ↑	5,3 ↑	1,2 ↑	7,3 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 655	2 591	2 565	2 405	2 668	2,5 ↑	3,5 ↑	10,4 ↑	-0,5 ↓	3,3 ↑	3,2 ↑	12,7 ↑	-4,5 ↓
Chine - Shanghai	3 379	3 347	3 471	3 352	3 005	1,0 ↑	-2,6 ↓	0,8 ↑	12,5 ↑	1,5 ↑	-1,0 ↓	0,4 ↑	15,5 ↑
Hong Kong Hang Seng	23 478	21 134	20 953	20 060	16 726	11,1 ↑	12,0 ↑	17,0 ↑	40,4 ↑	11,6 ↑	15,7 ↑	15,8 ↑	46,2 ↑
Marchés Emergents - MSCI	1 147	1 125	1 141	1 075	1 028	2,0 ↑	0,6 ↑	6,7 ↑	11,6 ↑	2,3 ↑	3,9 ↑	5,6 ↑	15,4 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les développeurs de l'éolien en mer n'ont pas le vent en poupe

On distingue deux familles d'éoliennes, en fonction de l'environnement dans lequel elles sont installées : en mer (« offshore ») et terrestres (« onshore »). L'éolien en mer est une technologie relativement peu mature et ne représente à ce jour que 7% de la capacité de génération électrique éolienne dans le monde. La Chine dispose de la plus importante capacité installée (51% en 2023 contre seulement 5% en 2014), suivie par l'Union Européenne (25%) et la Grande Bretagne (20%).

Pourtant, l'installation en milieu marin a des avantages par rapport aux projets terrestres : la force du vent y est plus importante et stable en l'absence d'obstacles, permettant ainsi d'augmenter la production de l'électricité, ce qui permet de concevoir des parcs avec une capacité plus importante.

En revanche, la construction des fermes éoliennes en milieu marin est plus complexe que sur le continent notamment sur la phase logistique (recours aux bateaux d'installation spécifiques, et peu nombreux). Les délais de construction sont estimés entre 60 à 72 mois contre 12 à 18 mois pour les projets terrestres.

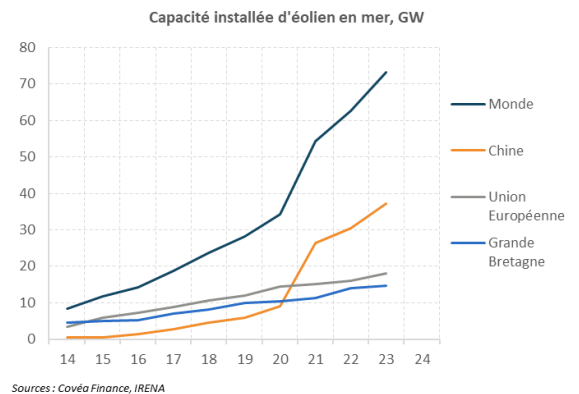
Depuis 2022, les développeurs occidentaux de l'éolien en mer ont souffert d'une conjoncture défavorable impactant les délais de construction et les schémas de coûts :

1. **L'impact de la hausse des taux d'intérêt sur la rentabilité des projets** (*taux de rendement interne*), qui a de fait renchéri les coûts de financement et les hypothèses de départ des développeurs,
2. **Les perturbations dans la chaîne d'approvisionnement** (*disponibilité des composants, des nacelles d'installation en mer, augmentation des prix des matières premières*), une défaillance sur l'un des maillons se répercute sur l'ensemble de la chaîne,
3. **L'engorgement du réseau de transmission** avec pour effet le rallongement des délais et l'augmentation des coûts de connexion. Selon les données de l'Agence Internationale de l'Energie « IEA », à fin 2023, il y avait 3000 GW de projets renouvelables en attente de connexion, dont 548 GW en phase avancée de développement,
4. **Les lenteurs et la complexité des systèmes d'octroi de permis.** Selon le rapport de la Commission Européenne, en 2022, il y avait 80GW de capacité de génération électrique en attente de permis, soit 5 fois plus que de la capacité déployée la même année en Europe,
5. **Les problématiques d'acceptabilité des projets par les populations locales** et les ONG environnementales pouvant conduire à la remise en question des permis octroyés, et au retard des projets,
6. **Le renchérissement des coûts de location des fonds marins « seabed leases » en Grande Bretagne**, dont les prix ont été multipliés de 2 à 4 fois lors des récentes enchères organisées par The Crown Estate.

Selon les estimations de l'Agence internationale pour les énergies renouvelables « IRENA », le coût actualisé moyen pondéré de l'énergie* s'est élevé à 61€/Mwh pour l'éolien en mer en 2023, à comparer avec 42€/Mwh pour l'éolien terrestre et 40€/Mwh pour le solaire, soit un différentiel de près de 50%. Ces chiffres sont à mettre en perspective avec le prix moyen de l'électricité sur le marché de gros. En 2024, il a été en moyenne de 57,9€/Mwh en France et de 77,7€/Mwh en Allemagne rendant l'éolien en mer nettement moins compétitif que les projets terrestres.

Pour inciter le développement de la technologie d'éolien offshore, certains pays, dont la Grande Bretagne, utilisent les mécanismes d'incitation appelé Contrats pour Différence (« CfD »). Il s'agit d'un système d'enchère des capacités organisé par le gouvernement avec un prix maximum garanti compensant la potentielle différence avec le prix de gros d'électricité. Les participants de l'enchère peuvent proposer des prix dans la limite de ce plafond maximum. En conséquence, la rentabilité des projets d'éolien offshore est dépendante des politiques des pays en matière de développement des énergies renouvelables. Par exemple, en 2024, le gouvernement britannique a levé l'interdiction de l'éolien terrestre instaurée depuis 2015, ce qui pourrait modifier le fléchage des investissements dans les prochaines années.

Par ailleurs, la mise en place d'un moratoire sur les projets d'éolien par la nouvelle administration américaine a également perturbé l'industrie dans le pays. Les Etats-Unis disposent d'une faible capacité d'éolien en mer, mais certains projets y étaient en développement. Si les conséquences de ce moratoire sont à date inconnues, cela pourrait perturber la chaîne domestique d'approvisionnement d'éolien en mer encore naissante. La réorganisation du complexe énergétique mondial est une des thématiques que nous suivons de près dans nos Perspectives Economiques et Financières.



Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



*Coût actualisé moyen pondéré de l'énergie tient compte des coûts d'investissement, de maintenance, et de carburant si nécessaire comparé à l'énergie générée pendant la durée de vie du projet. Conversion du dollar américain en euros au cours de 1€=1,105\$ au 31/12/2023

Suivi Macroéconomique

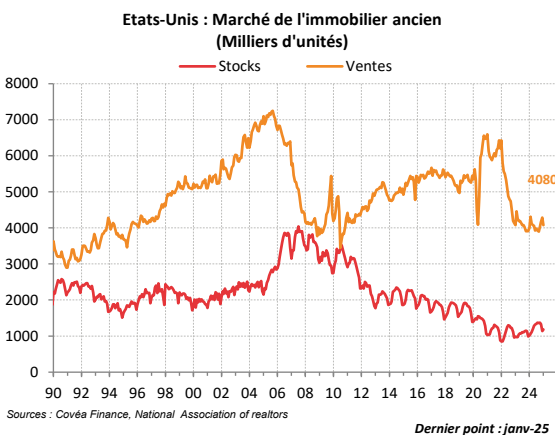
États-Unis

« La Réserve fédérale prône la prudence »

Les minutes du comité de politique monétaire (FOMC) de janvier confirment les récentes déclarations de Jerome Powell, selon lesquelles la Réserve fédérale (Fed) n'est pas pressée d'abaisser de nouveau ses taux, sans pour autant qu'elle abandonne un biais baissier. La « grande majorité » des participants estime que la politique monétaire est encore restrictive, et seuls « quelques-uns » pensent que le niveau actuel est déjà proche du taux neutre. **Les membres du FOMC considèrent que le « degré élevé d'incertitude actuel » justifie une « approche prudente ».** L'inflation restant « quelque peu élevée », les participants ont indiqué qu'ils souhaitaient voir des progrès supplémentaires en matière d'inflation avant d'ajuster les taux. Ils décrivent les risques d'inflation comme étant orientés à la hausse, citant « des changements potentiels dans la politique commerciale et d'immigration » et la forte demande des consommateurs. Par ailleurs, le staff de la Fed a présenté un exposé sur la réduction du bilan qui suggère que des changements pourraient intervenir prochainement. La présentation portait sur les stratégies d'achat de titres du Trésor après la fin de la diminution du bilan et la reprise de l'expansion des

réserves. Sur la base de la description et de la discussion des participants au FOMC, les achats de T-bills pourraient être privilégiés, réduisant ainsi la maturité moyenne des titres détenus. Les participants ont également évoqué la possibilité d'un ralentissement du rythme de réduction de la détention (actuellement de -60 Mds\$ par mois), étant donné que le plafond de la dette (réintroduit au 1er janvier 2025) pourrait entraîner des fluctuations importantes des soldes de réserve des banques : « En ce qui concerne le risque de fluctuations importantes des réserves au cours des prochains mois liées à la dynamique du plafond de la dette, plusieurs participants ont indiqué qu'il pourrait être opportun d'envisager une pause ou un ralentissement de la diminution du bilan jusqu'à ce que cet événement soit résolu ». En effet, les réserves des banques pourraient diminuer fortement en cas de suspension du plafond de la dette fédérale car cela pourrait entraîner une remontée du solde du compte du gouvernement fédéral (TGA) au passif de la Réserve fédérale. Ces discussions suggèrent que des modifications pourraient être annoncées lors des prochaines réunions.

Plusieurs gouverneurs ont également pris la parole cette semaine. Le gouverneur de Christopher Waller a déclaré que la banque centrale devrait réduire davantage les taux d'intérêt si l'inflation progresse davantage vers son objectif, même si les politiques de l'administration Trump ajoutent de l'incertitude économique. Il estime qu'il existe toujours un certain degré d'incertitude quant à la politique économique et que la Réserve fédérale doit agir sur la base des données entrantes. Il considère que la Fed avait pris la bonne décision en maintenant les taux en janvier, compte tenu de la persistance des hausses de prix récentes. Il a toutefois ajouté qu'il continue de penser que la politique de la Fed freine l'économie et que de nouvelles réductions seront nécessaires si la hausse de l'inflation se dissipe. Ces propos contrastent quelque peu avec ceux de la Gouverneure Michelle Bowman, qui a réaffirmé sa prudence quant à de nouvelles baisses de taux face à une



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	janv.-25	-1,7	-3,1	-9,7	-3,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	janv.-25	-0,7	-3,4	-8,4	-3,8
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	janv.-25	4080	4290	4103	4067

*Du 17/02/2025 au 23/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

inflation persistante et aux incertitudes liées à la politique économique. Mme Bowman, qui s'était opposée en septembre à la baisse de 50 points de base, a déclaré qu'« il sera très important d'avoir une meilleure idée de ces politiques, de la manière dont elles seront mises en œuvre, et d'avoir une plus grande confiance dans la manière dont l'économie réagira dans les semaines et les mois à venir ».

Sur le plan commercial, après avoir annoncé la mise en place prochaine de droits de douanes réciproques, le Président Donald Trump a évoqué l'imposition de droits de douane de 25% sur les véhicules, les semi-conducteurs et les produits pharmaceutiques à partir du 2 avril. Par ailleurs, le Président américain a signé un mémorandum chargeant le Comité des investissements étrangers aux États-Unis (CFIUS) de restreindre les investissements chinois dans des domaines stratégiques aux États-Unis. Selon la Maison-Blanche, les États-Unis établiront de nouvelles règles « pour limiter l'exploitation de ses capitaux, de sa technologie et de ses connaissances par des adversaires étrangers tels que la Chine, afin de garantir que seuls les investissements qui servent les intérêts américains soient autorisés ». En outre, les autorités américaines indiquent étudier de nouvelles restrictions sur les investissements américains en Chine dans les secteurs sensibles.

Concernant l'activité, l'enquête PMI indique une hausse de l'activité manufacturière mais un déclin dans les services, à rebours de la tendance observée en 2024. L'indice PMI composite a reculé à 50,4 après 52,7 en janvier, en lien avec la baisse marquée du PMI services de 52,9 à 49,7. Selon l'enquête, la croissance des nouvelles commandes a ralenti et les attentes des entreprises pour l'année à venir ont diminué en raison des inquiétudes et incertitudes croissantes liées aux politiques du gouvernement fédéral. En revanche, le PMI manufacturier a progressé, passant de 51,2 à 51,6 entre janvier et février. Les entreprises manufacturières ont bénéficié d'une hausse des nouvelles commandes, que certaines entreprises interrogées expliquent en partie par des anticipations d'éventuelles augmentations de coûts ou de pénuries d'approvisionnement liées aux droits de douane, ce qui pourrait indiquer que cette hausse de l'activité ne serait que temporaire. L'enquête rapporte également des pressions à la hausse sur les coûts des intrants dans l'industrie manufacturière, les fournisseurs ayant répercuté les hausses liées aux droits de douane et les pressions salariales ayant persisté.

Dans l'immobilier, les ventes de logements anciens ont chuté de 4,9% en glissement mensuel en décembre, ce qui met fin à trois mois de progrès. Le rebond des taux immobiliers en début d'année (proche de 7% sur une échéance 30 ans) pèse sur la demande et le niveau des ventes reste très déprimé. La faiblesse du stocks de maisons à vendre permet toutefois le maintien des prix, qui affichent une croissance annuelle de près de 5%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

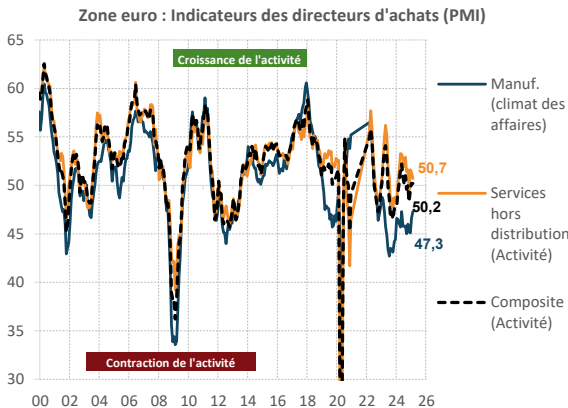


Suivi Macroéconomique

Europe

« Vers une pause dans la baisse des taux de la BCE ? »

Le PMI composite d'activité de la zone euro est resté stable en février, à 50,2. Ce constat cache toutefois la poursuite de la baisse de la demande et une dégradation des perspectives. Dans ces conditions, la majorité des entreprises sondées annonce des réductions de leurs effectifs. Malgré une conjoncture toujours morose, la hausse des coûts de production s'amplifie, notamment dans les services. En réaction, l'indicateur d'évolution des prix de vente a aussi progressé, à un plus haut de 10 mois. Par ailleurs, la stabilité de l'indice global résulte d'une conjoncture un peu moins défavorable dans l'industrie manufacturière (+ 1,6 point de l'indicateur de production, à 48,7) et d'une croissance moins soutenue dans les services (-0,6 point, à 50,7). Alors que cette enquête tend à indiquer une reprise de l'activité en Allemagne, la dégradation se poursuit en France. Dans le reste de la zone, la croissance serait plus soutenue.



Isabel Schnabel n'est plus sûre que la politique monétaire européenne soit encore restrictive. Elle constate en effet que la demande de crédit, des entreprises et des ménages, augmente, notamment soutenue par des niveaux de taux d'intérêt jugés attractifs. La « route » ne lui semble ainsi pas aussi « clairement tracée » que l'a dit Christine Lagarde lors de ses dernières interventions. **Elle considère par conséquent que le Conseil des gouverneurs devra bientôt débattre d'une pause dans la baisse des taux directeurs.** Dans un monde particulièrement incertain, elle plaide par ailleurs pour que la BCE ne réagisse pas systématiquement à des écarts à son objectif d'inflation s'ils étaient jugés ponctuels. **Piero Cipollone, également membre du directoire de la BCE, juge pour sa part que les taux directeurs pourraient baisser plus que beaucoup l'envisagent aujourd'hui.** D'abord, parce que l'amaigrissement programmé du bilan de la BCE constitue un durcissement des conditions de financement de l'économie via la hausse des taux d'intérêt à long terme et la capacité des banques à prêter aux ménages et aux entreprises ainsi que via le fonctionnement des institutions financières non-bancaires. Ensuite parce que la croissance reste inférieure à son potentiel, impliquant que le creusement de « l'écart de production » génère le risque d'une inflation durablement trop faible.

Sources : S&P Global, Covéa Finance. Dernier point : févr.2025

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
ZE	PMI Services	Indice	févr.-25	50,7	51,3	51,2	51,5
	PMI Manuf.	Indice	févr.-25	47,3	46,6	45,0	45,9
AL	PMI Services	Indice	févr.-25	52,2	52,5	51,6	51,1
	PMI Manuf.	Indice	févr.-25	46,1	45,0	42,6	43,0
FR	ZEW	Indice	févr.-25	26,0	10,3	2,2	25,4
	PMI Services	Indice	févr.-25	44,5	48,2	48,8	49,4
RU	PMI Manuf.	Indice	févr.-25	45,5	45,0	45,5	44,6
	PMI Services	Indice	févr.-25	51,1	50,8	52,0	52,8
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-25	3,0	2,5	7,3	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	janv.-25	3,7	3,2	6,2	3,7

*Du 17/02/2025 au 23/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'excédent des transactions courantes de la zone euro a atteint 419Mds€ en 2024, soit 2,8% du PIB, contre 241Mds et 1,6% du PIB l'année précédente. La plus grande partie de ce surplus concerne les échanges de biens (+390Mds€). D'après les statistiques de balance commerciale d'Eurostat, l'excédent des échanges de biens avec les Etats-Unis a approché 180Mds€ l'année dernière. Les résidents de la zone euro ont réalisé des investissements directs à l'étranger nets de 74Mds€ en 2024 alors que les flux d'investissements directs des non-résidents étaient négatifs de 102Mds. Les résidents de la zone euro ont aussi acheté plus de dette étrangère que les non-résidents ont acquis de dette d'émetteurs de la région, pour une différence de 58Mds.

Maros Sefcovic, Commissaire européen au commerce, devait rencontrer mercredi le Secrétaire au commerce, Conseiller économique de la Maison Blanche et Représentant au

commerce américains pour discuter des échanges commerciaux entre l'UE et les Etats-Unis et de la manière d'éviter que les Etats-Unis augmentent unilatéralement les droits de douanes sur leurs importations en provenance de l'UE ainsi que des mesures de rétorsions européennes. Il a indiqué, lors d'une conférence organisée par l'American Enterprise Institute, que les discussions devraient notamment porter sur l'automobile et plus particulièrement sur la taxe de 25% qu'imposent les Etats-Unis sur les importations de pick-up.

L'indicateur ZEW des perspectives économiques en Allemagne a bondi de près de 16 points (plus forte hausse mensuelle des deux dernières années), à +26,0. Les investisseurs attendent un impact positif d'un changement de gouvernement sur la conjoncture économique allemande. Ils tablent notamment sur un rebond de l'investissement des entreprises permis par une fiscalité plus favorable. Ils semblent aussi anticiper un regain de confiance des entreprises et des ménages lié à un éventuel cessez-le-feu rapide en Ukraine. Ces espoirs d'amélioration de la conjoncture s'expriment toutefois à partir d'une situation toujours jugée très dégradée.

En Allemagne, l'alliance CDU-CSU est arrivée en tête des élections législatives anticipées. Friedrich Merz, son candidat désigné devrait devenir Chancelier à la tête d'une coalition. En l'état des résultats, encore provisoires ce matin, tant les libéraux du FDP que le BSW auraient échoué à franchir la barrière des 5% des voix et ne disposeront pas de députés au Bundestag. **Cette configuration ouvre la voie à une « grande coalition » entre la CDU-CSU et le SPD,** Friedrich Merz ayant une nouvelle fois évacué l'option d'une alliance avec l'AfD, arrivée en seconde position. Le probable Chancelier a annoncé vouloir boucler les négociations pour l'élaboration d'un contrat de coalition avant Pâques, le weekend du 20 avril (cf. focus page 9).

Le refroidissement des relations entre les Etats-Unis et la France, que nous évoquions dans le *Suivi des perspectives économiques et financières du 17 février 2025* (page 8), se poursuit. Alors que Donald Trump s'éloigne de son homologue ukrainien en faveur de Vladimir Poutine (en qualifiant notamment Volodymyr Zelenski de « dictateur »), **l'Union européenne a adopté un 16^{ème} train de sanctions à l'encontre de la Russie.** Ces nouvelles sanctions introduisent une interdiction des importations d'aluminium primaire russe. L'aluminium russe représentait 6% des importations d'aluminium de l'UE en 2024 contre 16% en 2020, les fabricants européens s'étant progressivement détournés des fournisseurs russes. Ces sanctions visent également 73 pétroliers de la flotte fantôme russe, utilisée par Moscou pour continuer d'exporter du pétrole malgré les sanctions occidentales. Par ailleurs, selon des informations du *Financial Times*, **la Commission européenne envisagerait d'utiliser l'enveloppe restante du fonds de relance Next Generation EU pour augmenter les dépenses de défense européenne** (ce qui représenterait environ 93Mds€ selon l'article).

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Allemagne, il faut maintenant former un gouvernement

Les Allemands étaient appelés aux urnes, dimanche 23 février, à la suite de l'éclatement de la coalition formée en 2021 par les sociaux démocrates du SPD, les écologistes et les libéraux du FDP. Les résultats de ces élections partielles s'avèrent proches de ce que laissaient entendre les derniers sondages.

Seuls cinq partis seront représentés au Bundestag (chambre basse du Parlement allemand). Le FDP et le parti de gauche extrême BSW n'ont pas réussi à franchir le seuil de 5% des votes et en sont donc exclus. A l'issue d'une réforme électorale passée en 2023 pour réduire le nombre d'élu au Bundestag, les personnalités arrivées en tête du scrutin uninominal, mais dont le parti ne franchit pas cette barrière des 5% ne sont en effet pas élus.

L'alliance CDU-CSU est ainsi arrivée en tête du scrutin, avec 28,6% des suffrages exprimés. En deuxième position, l'AfD confirme sa percée et double son score de 2021. Les membres de la coalition sortante sont les grands perdants de cette élection. Outre l'éviction du FDP du Bundestag, le SPD a perdu près de 10 points de pourcentages par rapport au scrutin précédent et les Verts ont reculé de près de 4 points. Le parti de gauche, Die Linke, a confirmé sa percée dans les sondages des dernières semaines, avec 8,8% des voix, soit une progression de près de 4 points en quatre ans.

Friedrich Merz, candidat à la Chancellerie désigné par l'alliance CDU-CSU a rapidement exclu toute alliance avec l'AfD. Alors que les relations entre les Bavarois de la CSU et les Verts ce sont fortement tendues dans les derniers jours de la campagne, il semble peu probable que ces derniers soient invités à se joindre à un gouvernement de coalition.

Le plus probable est par conséquent qu'un contrat de coalition soit négocié entre l'alliance CDU-CSU et le SPD, qui comptent 329 sièges à eux deux. Ils disposeraient ainsi d'une majorité confortable pour diriger l'Allemagne. Le dirigeant de la CDU a exprimé sa volonté de parvenir à un accord « avant Pâques », soit dans un peu moins de deux mois ce qui est un peu plus long que le délai moyen pour former une coalition en Allemagne depuis l'unification de 1990 (53 jours).

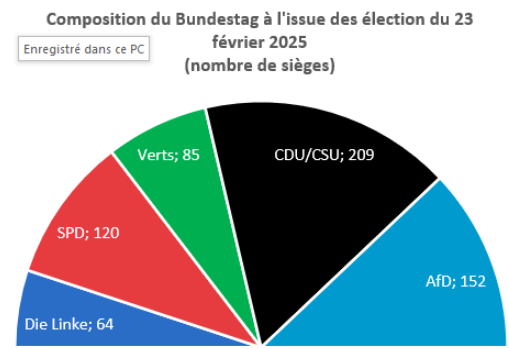
Toutefois, les attentes se concentraient sur la capacité à trouver un compromis pour assouplir le mécanisme de frein à la dette afin de permettre de continuer à financer l'augmentation du budget de la défense et, éventuellement, des investissements, notamment en infrastructures.

Dans sa plateforme électorale, l'alliance CDU-CSU indiquait vouloir maintenir le mécanisme constitutionnel de frein à la dette. Mais, dans plusieurs discours, Friedrich Merz n'a pas exclu de le réformer, notamment pour pouvoir financer plus aisément l'effort de défense. Le SPD et les Verts se sont quant à eux explicitement prononcés pour un assouplissement du mécanisme.

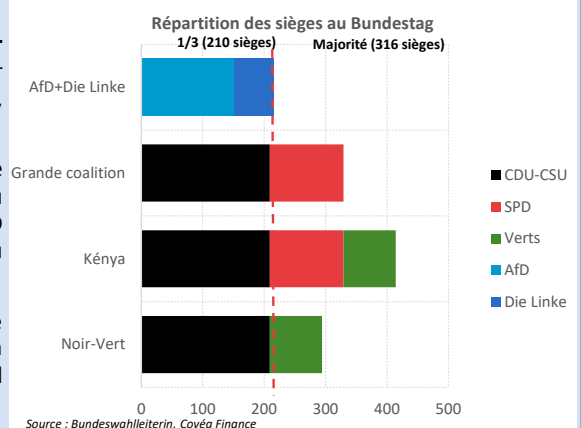
Mais ces trois partis ne disposent pas de la majorité des deux tiers des sièges nécessaire pour modifier la Loi fondamentale. La possibilité de prolonger le fonds spécial pour la défense existant, mais qui sera épuisé fin 2027, ou d'assouplir le mécanisme constitutionnel de frein à la dette nécessiterait de rallier d'autres suffrages : de l'AfD ou de Die Linke.

Le parti d'extrême droite plaide pour le maintien du mécanisme en l'état, mais souhaite une augmentation des dépenses militaires. A l'inverse, Die Linke serait favorable à un assouplissement du mécanisme mais pourrait se montrer réticent à l'affectation de marges de manœuvre budgétaires à l'effort d'armement.

Dans ses premières déclarations, Friedrich Merz a indiqué que sa priorité absolue était de « créer l'unité de l'Europe ». Il a publiquement pris acte de la nécessité pour l'Europe de renforcer son indépendance, notamment militaire, vis-à-vis des Etats-Unis de Donald Trump et Elon Musk, dont il dénonce l'ingérence dans les processus électoraux sur le vieux continent. Ces déclarations permettent d'envisager un rapprochement des positions défendues par la France, en particulier sur une défense européenne commune.



Source : Bundeswahlleiterin, Covéa Finance



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Le Royaume-Uni reste englué entre faiblesse de la croissance et persistance des tensions inflationnistes.

Alors que l'économie britannique avait connu un premier semestre 2024 robuste (croissance trimestrielle de 0,8% et 0,4% aux premier et deuxième trimestres), porté par la consommation des ménages, la dynamique s'est essouffée sur la deuxième partie de l'année (croissance nulle au troisième trimestre suivie d'une croissance de 0,1% en glissement trimestriel sur les trois derniers mois de l'année).

Les indicateurs d'enquête publiés sur les deux premiers mois de l'année suggèrent que la dégradation de la conjoncture se poursuit. L'indice PMI composite est resté très proche de 50 pour le quatrième mois consécutif, signalant une activité quasi à l'arrêt. Alors que l'activité dans les services enregistre un léger rebond (PMI services à 51,1), elle continue de se dégrader dans le secteur manufacturier (PMI manufacturier à 46,4). Les carnets de commandes se sont de nouveau détériorés en février, suggérant de faibles perspectives de production pour les mois à venir. Outre la faiblesse de la demande, la confiance des entreprises reste faible en raison des incertitudes, tant domestiques qu'internationales.

Les effets inflationnistes de certaines mesures budgétaires, qui devraient entrer en vigueur au printemps, commencent à se matérialiser. Les entreprises interrogées dans l'enquête PMI font en effet état d'une accélération de la hausse du coût des intrants, ce qui accentue la hausse des prix de vente. **Un nombre croissant d'entreprises signalent la nécessité d'accroître les prix, afin de compenser l'augmentation du coût du travail à venir** (liée à la hausse du salaire minimale et des cotisations patronales).

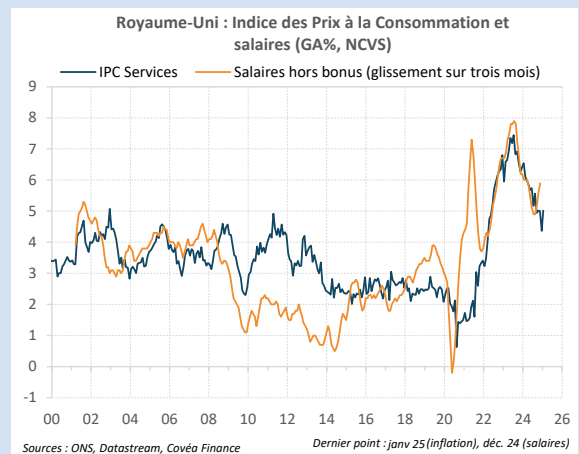
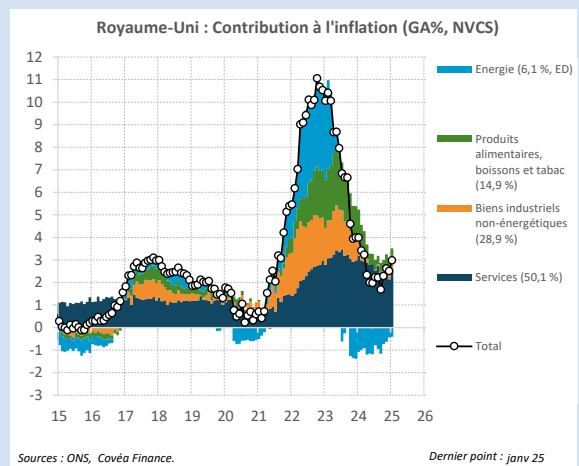
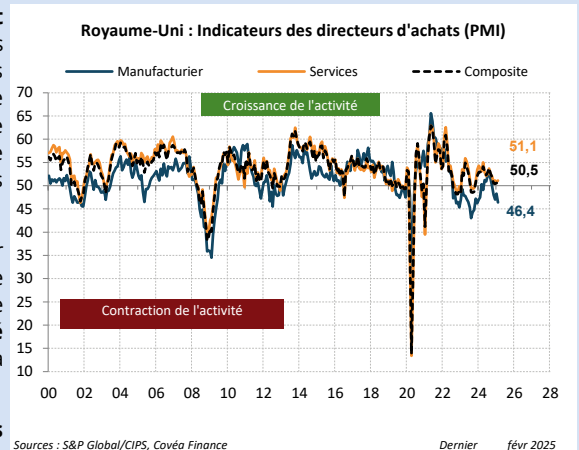
Les inquiétudes concernant la hausse du coût du travail ont également incité les entreprises à réduire de nouveau leurs effectifs en février. Selon l'enquête PMI, le niveau de l'emploi s'est détérioré pour le cinquième mois consécutif, et le rythme des suppressions de postes a atteint un plus haut depuis la pandémie. Les suppressions d'emplois s'observent tant dans les services que dans le secteur manufacturier, mais sont plus marquées dans ce dernier. Une entreprise sur trois signalant une baisse des effectifs a directement lié les suppressions d'emplois aux mesures budgétaires qui entraîneraient une hausse du coût du travail. Ces données d'enquête alertent donc sur l'état du marché du travail britannique, d'autant que l'enquête *Labor Force Survey*, publiée par l'ONS (*Office for National Statistics*) souffre toujours d'un manque de fiabilité en raison de la faiblesse du taux de réponse.

Par ailleurs, **l'inflation est de nouveau en hausse en janvier et atteint 3,0%** (après 2,5% en décembre), le plus haut niveau en 10 mois. Selon l'ONS cette hausse reflète notamment une moindre baisse des prix des billets d'avion en janvier, la hausse des coûts des écoles privées en raison d'une augmentation de la TVA sur les frais de scolarité et un rebond des prix alimentaires. Hors énergie et alimentation, **l'inflation sous-jacente s'établit à 3,7%** (après 3,2% en décembre).

L'inflation demeure principalement tirée par le secteur des services, dont la croissance des prix repart à la hausse à 5,0% (après 4,4% en décembre), dans un contexte de dynamisme toujours marqué des salaires. La croissance des salaires a en effet rebondi sur la fin d'année et atteint 5,9% en glissement annuel en décembre, après un point bas à 4,9% atteint en septembre. **Le nouveau rebond de la croissance des salaires pourrait continuer d'alimenter l'inflation dans les services**, qui contribue déjà pour 2,5 points de pourcentage à l'inflation totale.

L'inflation devrait poursuivre sa hausse dans les prochains mois. La Banque d'Angleterre estime en effet que l'inflation va continuer d'augmenter, pour atteindre un pic à 3,7% durant l'été. La croissance des prix devrait être alimentée par la hausse des prix de l'énergie (qui contribuent actuellement négativement à l'inflation) ainsi qu'à la hausse du coût du travail, bien que l'impact de cet effet sur les prix soit plus incertain. Le retour de l'inflation à la cible des 2% ne se fera pas avant 2027 selon la banque centrale.

Tous ces éléments confirment que le Royaume-Uni risque de connaître une **inflation plus élevée**, dans un contexte de **boucle prix/coût du travail**. Cela pourrait conduire la Banque d'Angleterre à maintenir une **approche prudente dans l'assouplissement de sa politique monétaire**, et confirme le **risque d'un environnement de taux d'intérêt durablement plus élevés**, que nous mettons en avant dans nos *Perspectives économiques et Financières*.



Eloïse Girard-Desbois
Economiste

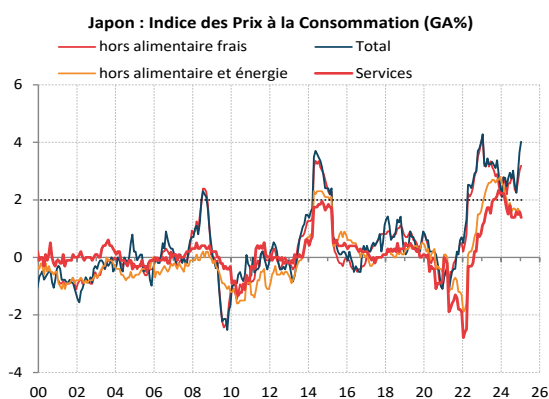


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'inflation japonaise atteint son plus haut en deux ans mais les pressions restent faibles dans les services »

L'inflation japonaise continue de progresser en janvier, tirée par l'alimentation et une baisse des soutiens gouvernementaux sur les prix de l'essence. L'indice des prix à la consommation a atteint une croissance de 4% en glissement annuel (GA) en janvier, après 3,6% en décembre, enregistrant ainsi son plus haut niveau depuis janvier 2023 après un troisième mois consécutif d'accélération. Alors que la forte hausse du prix du riz de l'été dernier continue de se diffuser au reste des produits alimentaires, l'indice des prix de l'alimentation (hors produits frais) atteint 5,5% en GA, après 4,6% en décembre. En outre, la poursuite du retrait progressif du soutien des autorités aux prix de l'énergie se traduit par une hausse de ces derniers, à 10,8% après 10,1% en décembre. En revanche, hors alimentation et énergie, l'inflation poursuit son repli à 1,5% en GA (1,6% en décembre). Cette modération reflète une dynamique particulièrement faible des prix des services qui ne permet toujours pas d'identifier clairement de transmission des hausses de salaires sur l'inflation, telle qu'attendue par la Banque du Japon.



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéo

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
PMI Services	Indice	févr.-25	53,1	53,0	53,5	52,4
PMI Manuf.	Indice	févr.-25	48,9	48,7	49,0	49,2
Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-25	4,0	3,7	3,3	2,7
JP Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	janv.-25	1,5	1,6	2,5	1,9
Exportations	Val, CVS, GA%	janv.-25	5,9	4,4	2,8	6,0
Importations	Val, CVS, GA%	janv.-25	15,9	-2,4	-7,0	1,4

*Du 17/02/2025 au 23/02/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

En février, l'activité japonaise s'améliore selon l'enquête PMI. L'indice PMI composite a progressé de 0,5 point pour atteindre 51,6, reflétant de légères améliorations dans les secteurs manufacturier et des services. Après avoir baissé en janvier (-0,9 point), probablement en lien avec le poids des incertitudes sur la politique commerciale américaine, le PMI manufacturier s'est légèrement redressé de 0,2 point en février mais reste en zone de contraction de l'activité à 48,9. L'amélioration a été portée par une hausse de 1,3 point de la composante « production » de l'indice alors que les composantes plus prospectives sont mal orientées. Côté services, l'activité demeure bien plus dynamique. L'indice PMI services continue d'indiquer une forte expansion à 53,2 (+0,1 point par rapport à janvier).

En Chine, les autorités ont dévoilé un plan d'action visant à stabiliser les investissements étrangers, alors que leur baisse significative des deux dernières années pourrait être aggravée par les tensions commerciales avec les Etats-Unis. En janvier, les investissements directs étrangers (IDE) ont diminué de 13,4% en glissement annuel, ce qui constitue une amélioration par rapport à la baisse de 27,1% en décembre. Le plan, peu détaillé, des autorités chinoises prévoit d'assouplir les restrictions dans plusieurs secteurs clés comme les télécommunications, la santé et l'éducation, et d'élargir l'éventail des secteurs ouverts aux investissements étrangers, notamment dans les domaines du biomédical et de la culture. Les autorités s'engagent également à garantir un traitement équitable des biens produits par les entreprises étrangères vis-à-vis de ceux produits par des entreprises domestiques dans les marchés publics et à faciliter leur accès aux financements locaux. Ling Ji, vice-ministre du commerce, a annoncé la mobilisation de groupes de travail pour dialoguer directement avec les entreprises étrangères pour comprendre leurs préoccupations.

Sur le plan domestique, le gouvernement chinois envoie également un message favorable au secteur privé. Xi Jinping et plusieurs hauts responsables chinois se sont entretenus la semaine dernière avec les principaux chefs d'entreprise du secteur privé chinois, dont la plupart proviennent des secteurs de la haute technologie, tels que l'intelligence artificielle, l'internet, les véhicules électriques, les batteries et les semi-conducteurs. Une réunion de ce type n'avait plus été organisée depuis 2018. Elle fut l'occasion pour Xi Jinping de réitérer le soutien indéfectible de l'État au secteur privé et de s'engager à uniformiser les règles sur la concurrence, à alléger les contraintes financières et à protéger les droits des entreprises privées. En particulier, le président a souligné la nécessité de réduire les arriérés du secteur public envers les entreprises privées, qui selon les estimations de l'économiste Li Daokui, un ancien conseiller de la Banque populaire de Chine, pourrait avoisiner les 10% du PIB.

Enfin, en Australie, la Banque centrale (RBA) assouplit sa politique mais maintient un discours prudent. La RBA a annoncé une baisse de 25 points de base de son taux directeur à 4,10%, une première depuis 2020. Dans le communiqué de presse, les banquiers centraux indiquent qu'ils seront dépendants des données dans leurs futures décisions, mais alertent sur les risques d'un assouplissement trop rapide de la politique monétaire qui pourrait affecter la bonne dynamique de modération de l'inflation, laissant ainsi présager une approche progressive dans les baisses de taux. La gouverneure Bullock a notamment souligné que cette baisse de taux n'engageait en rien la RBA à d'autres mouvements et qu'il ne fallait pas crier victoire trop tôt face à l'inflation. Les principales projections macroéconomiques de la banque centrale ont été revues à la baisse, tant sur l'inflation que sur l'activité.

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.