

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

3 mars 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Les grandes banques américaines au soutien du marché des « Treasuries* »?

La nouvelle administration américaine, par la voix de son secrétaire au Trésor, Scott Bessent, s'est donnée comme objectif de faire baisser les taux à 10 ans des emprunts d'Etat, apparemment sans exercer de pression sur la Réserve fédérale américaine (Fed).

Si certaines orientations de politique économique telles que la réduction du déficit budgétaire ou la baisse des prix de l'énergie pourraient y contribuer, d'autres solutions sont également envisagées pour notamment stimuler la demande de « Treasuries ».

L'une de ces solutions pourrait être la réforme du ratio de levier supplémentaire** des banques, qui pourrait être l'une des premières actions prises dans le cadre de l'assouplissement de la réglementation financière voulu par Donald Trump. Michelle Bowman, membre du Conseil des gouverneurs et potentielle future responsable de la régulation bancaire de la Fed, l'a récemment évoquée, et Jerome Powell s'est également montré favorable à cette idée.

Cette réforme, permettrait aux grandes banques américaines d'exclure du dénominateur de ce ratio leur détention de titres du Trésor. Les banques pourraient ainsi détenir en plus grande quantité un actif peu risqué, offrant un rendement attractif, sans charge en capital associé. Si l'objectif annoncé de cette mesure est d'améliorer la liquidité du marché des Treasuries, elle permettrait également d'augmenter la demande potentielle des banques américaines pour ces actifs, contribuant ainsi à limiter la hausse des taux dans un contexte d'émissions élevées à absorber par le marché comme nous l'expliquons dans nos Perspectives Economiques et Financières. Selon certaines analyses, les positions des banques américaines pourraient s'accroître de 750 à 1000 milliards de dollars, soit 20 à 25% de leur exposition aux emprunts d'Etat américains. Bien que cette mesure ne suffise probablement pas à influencer durablement les rendements, elle montre clairement la volonté de l'administration américaine d'utiliser différents leviers pour éviter une hausse des taux longs.

*Emprunts d'Etat américains

** Le ratio de levier d'une banque est calculé en divisant ses fonds propres de catégorie 1 par l'ensemble de ses actifs et ses éléments hors bilan indépendamment de leur niveau de risque.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Focus de la semaine

« vers une augmentation de la détention de Treasuries par les banques ? »

Evolution de la détention de dette souveraine US par les banques domestiques et du taux 10 ans US



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	28/02/25	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,038	1,081	1,081	-4,0	-4,0
€ / £	0,825	0,832	0,856	-0,8	-3,6
€ / Yen	156,27	165,25	162,06	-5,4	-3,6
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	73	76	84	-3,2	-12,5
Indice CRB*	539	538	524	0,3	2,8
Prix de l'once d'Or	2 849	2 706	2 055	5,3	38,6
Prix de la tonne de cuivre	9 358	9 664	8 494	-3,2	10,2
Indice Baltic Dry**	1 229	1 451	2 111	-15,3	-41,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1515	2332	1979	-35,0	-23,4

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 :

La semaine dernière a été marquée par le retour de l'aversion au risque. Cela a profité aux obligations souveraines qui performent des deux côtés de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, la préférence pour les actifs les moins risqués s'est poursuivie au fil des annonces de l'administration Trump sur les tarifs douaniers. Le taux à 10 ans a terminé en baisse de 22 pb à 4,21%. L'écart US-Allemagne 10 ans s'est resserré de 16 pb à 180 pb. Par ailleurs, avec les craintes d'un ralentissement de la croissance américaine, les anticipations de baisses de taux par la Fed ont augmenté, passant de 46 pb à 68 bp pour le reste de l'année 2025. En zone euro, le mouvement de baisse a été plus mesuré. Sur la maturité 10 ans : le taux allemand diminuait de 6 pb à 2,41%, le taux français perdait 7 pb à 3,15% et l'Italie sous-performait en ne perdant que de 2 pb à 3,54%. Les anticipations de baisse de la BCE ont augmenté, passant de 77 pb à 86 pb de d'ici la fin d'année. Sur le crédit en euro, dans ce contexte, nous avons constaté un léger affaiblissement du marché. Les primes des indices se sont écartées, à l'image de la prime de la catégorie Investissement qui augmente de 4 pb à 91 pb.

Le Focus de la semaine : Il vaut mieux prévenir que guérir

Les dernières minutes du FOMC ont révélé que, selon certains responsables de la Réserve Fédérale (Fed), il serait approprié d'envisager de suspendre ou de ralentir la réduction du bilan jusqu'à ce que le problème du plafond de la dette soit résolu. Le risque de fluctuations importantes des réserves bancaires au cours des prochains mois et le risque qu'elles atteignent des niveaux inférieurs à ceux considérés comme appropriés par le Comité sont évoqués. Cette information, plutôt inattendue, vient contraster avec les propos tenus jusqu'à présent, martelant que les réserves sont abondantes et qu'il n'y a pas d'urgence à mettre fin au resserrement quantitatif.

A présent, il semble y avoir un risque d'interférence entre la politique budgétaire du gouvernement et la politique monétaire de la Fed. En effet, le plafond de la dette américaine a été remis en place en janvier, à défaut d'un accord pour le suspendre ou le relever. Par conséquent, le Trésor se voit contraint dans sa mission et doit utiliser des mesures exceptionnelles pour mener à bien son programme de financement jusqu'à la résolution du problème. Néanmoins, ces-dernières s'épuisent et il va sûrement devoir puiser dans ses réserves via le Compte du Trésor à la Fed (ou TGA1). Les variations du TGA viennent indirectement impacter les réserves bancaires (toutes choses égales par ailleurs) : une baisse ajoute des liquidités dans le système augmentant « artificiellement » les réserves. Dans la situation actuelle, cela pourrait masquer les signaux fournis par le marché monétaire en faveur d'un arrêt de la baisse du bilan. Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous portons une attention particulière au suivi du marché monétaire et aux signaux d'alerte sur la liquidité. Cette configuration rappelle fortement celle de 2019 lors du déraillement du marché monétaire américain. A cette période, la Fed diminuait la taille de son bilan et le Trésor reconstituait le solde du TGA après la suspension du plafond de la dette. Les réserves bancaires étaient impactées jusqu'à une situation de pénurie causant un déséquilibre d'offre et de demande de liquidités. In fine, il y eut de fortes tensions sur le marché du financement à court terme forçant le Fed à intervenir en urgence pour fournir des liquidités supplémentaires.

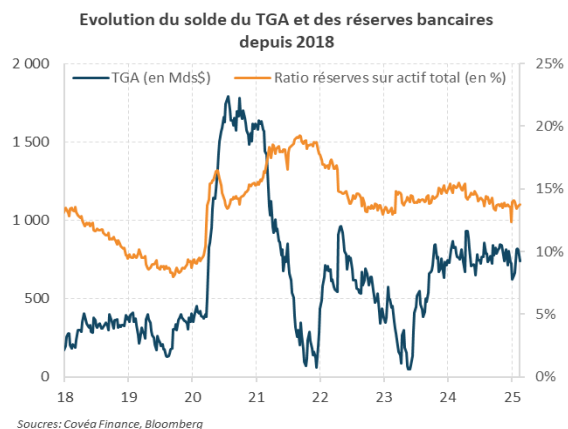
Aujourd'hui, les inquiétudes pourraient davantage concerner les variations rapides des réserves que leur niveau absolu. Même si elles sont encore jugées abondantes (elles représentent plus de 13% de l'actif total des banques actuellement contre moins de 9% lors du choc de 2019), nous constatons depuis quelques trimestres des pressions haussières sur le SOFR2, le taux de référence du marché monétaire, notamment lors des fins de périodes et lors des règlements importants d'émissions du Trésor (cf. Suivi Hebdo « Le marché monétaire américain frémit » 22/07/24).

Après la mise en place par la Fed d'un baromètre pour suivre le niveau des réserves (cf. Suivi hebdo « Aux Etats-Unis, des réserves bancaires surveillées comme le lait sur le feu » 12/11/24) ainsi que des réflexions d'ajustement sur les facilités de financement, cette nouvelle interrogation de la part de plusieurs membres de la Fed vient renforcer l'idée que cette fois-ci la Fed préférerait prévenir que guérir.

¹ Treasury General Account : compte courant utilisé par le Département du Trésor. La FED de New York détient ce compte. Le gouvernement des États-Unis effectue tous les paiements officiels à partir de ce-dernier. 2Secured Overnight Financing Rate : mesure le coût des emprunts de liquidités garanties par des titres du Trésor au jour le jour.

Mathilde Gazier

Gérante OPC Tax



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	28/02/25	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	4,21	4,43	4,33	4,57	4,25	-22	↓ -12	↓ -36	↓ -4	22	↓ 28
Allemagne	2,41	2,47	2,45	2,37	2,41	-6	↓ -4	↑ 4	↓ 0	39	↑ 30
France	3,15	3,22	3,20	3,20	2,89	-7	↓ -6	↓ -5	↑ 26	97	↑ 59
Italie	3,54	3,55	3,73	3,52	3,84	-2	↓ -19	↑ 2	↓ -31	121	↑ 68
Royaume-Uni	4,48	4,57	4,50	4,57	4,19	-9	↓ -2	↓ -9	↑ 30	31	↓ 61
Japon	1,38	1,43	1,01	1,10	0,71	-5	↓ 37	↑ 28	↑ 67	57	↓ 98
Crédit											
Indice Itraxx Main	53,7	52,2	54,8	57,7	55,6	1,5	↑ -1,1	↓ -3,9	↓ -1,9		
Indice Itraxx Crossover	288,6	284,4	290,8	313,1	308,0	4,3	↑ -2,2	↓ -24,4	↓ -19,4		

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

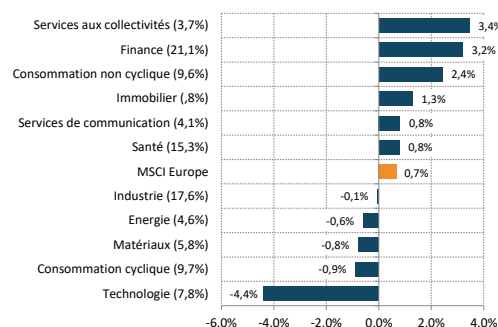
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse de 0,7%, porté par une saison de publications de résultats qui bat son plein. Le palmarès sectoriel fait ressortir une forte hétérogénéité sectorielle ainsi qu'une préférence pour les secteurs les moins sensibles au cycle économique dans l'ensemble, reflétant une actualité politique et géopolitique riche et compliquée. Dans ce contexte, les services aux collectivités (+3,4%) arrivent en tête, portés des résultats de bonne facture (Véolia, Engie, Iberdrola) ainsi que par la baisse des rendements obligataires sur la semaine. Le secteur de la finance progresse quant à lui de 3,2%, tiré par les banques qui poursuivent leur parcours depuis le début de l'année. Les valeurs exposées à la défense ont une nouvelle fois affichés des hausse marquées, à l'image de Rheinmetall (+12,6%) ou BAE Systems (+12%) portées par la perspective d'augmentation des dépenses militaires en Europe. A l'autre bout du spectre, la technologie abandonne 4,4%, pénalisée par la sphère des semis conducteurs, qui ont souffert des annonces concernant de nouvelles restrictions américaines à l'égard de la Chine (ASML -4,5%). Avec cette dixième semaine consécutive de hausse, le MSCI Europe progresse désormais de 10,1% depuis le début de l'année. En haut du classement, la finance détrône les services de communication avec une progression de 17% tandis que l'immobilier et les services aux collectivités ferment toujours la marche à respectivement +3,3% et +4,5%.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 21/02/2025 au 28/02/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Cov& Finance

Le Focus de la semaine : L'adaptabilité des entreprises du secteur du TIC : l'une des clés pour continuer à croître durablement

Dans un environnement économique marqué par l'incertitude, en lien avec l'inflation, les tensions politiques et géopolitiques, le secteur du Test, de l'Inspection et de la Certification (TIC) affiche une dynamique de croissance soutenue, portée par des changements structurels. Le développement des nouvelles technologies, la transition énergétique, la reconfiguration des chaînes d'approvisionnement et le durcissement des exigences réglementaires sont autant de catalyseurs qui assurent aux entreprises du TIC un potentiel de développement important.

Avec un marché du TIC estimé à 300 milliards d'euros selon Bureau Veritas, dont plus de la moitié est encore opérée en interne, l'externalisation demeure un puissant levier de croissance. Les leaders du secteur, à l'image de SGS, Bureau Veritas ou Intertek, capitalisent sur cette dynamique en élargissant leur offre vers des segments à fort potentiel, comme la biosécurité, les services liés à la durabilité ou encore la sécurité numérique. L'essor des exigences réglementaires, en particulier en matière de durabilité et de responsabilité sociétale des entreprises (RSE), alimente également cette expansion. En Europe, les directives CSRD et CS3D, imposent aux entreprises des obligations accrues en matière de reporting et de contrôle extra-financier. En cours de simplification, elles devraient, selon SGS et Bureau Veritas, favoriser une adoption plus large sans en inverser la tendance. La transition énergétique constitue un autre moteur de croissance important pour le secteur. La décarbonation des bâtiments et de la flotte maritime mondiale, combinée au développement accéléré des énergies renouvelables, stimule la demande. Par exemple, avec son positionnement de leader sur la certification et l'inspection de navires fonctionnant au GNL ou le transportant, Bureau Veritas est en mesure d'afficher une croissance forte sur ses activités Marine & Offshore, et ce depuis plusieurs années. Parallèlement, la crise du Covid et la guerre en Ukraine ont renforcé la nécessité pour les entreprises de maîtriser les risques liés à leurs chaînes d'approvisionnement, renforçant ainsi les besoins en contrôles et certifications. Les acteurs du TIC sont positionnés sur cette thématique via leurs activités dites d'assurance et de certification.

En plus d'une croissance organique soutenue, l'importante fragmentation du marché du TIC (le top 3 représente moins de 10% de parts de marché) permet aux sociétés d'ajouter quelques points de croissance en réalisant des acquisitions, notamment via le rachat d'acteurs locaux ou régionaux sur certains segments et géographies bien identifiés (comme les Etats-Unis). Récemment, une tentative de rapprochement entre le suisse et le français illustre d'ailleurs cette volonté de croître par acquisition même si, dans ce cas, elle aurait impliqué les deux premiers acteurs mondiaux. Dans un environnement où le coût du financement tend à se renchérir, comme nous le mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières, les entreprises de ce secteur, grâce à leur génération de trésorerie élevée et à leurs bilans solides, restent bien positionnées pour poursuivre ce mouvement de consolidation et ainsi renforcer leurs positions de leaders sur des segments à forte croissance.

L'adaptabilité des entreprises du TIC ainsi que leur capacité à répondre aux évolutions réglementaires et industrielles leur confèrent un avantage compétitif durable. Alors que la croissance du marché du TIC devrait s'établir autour de 4 à 5% par an d'ici 2027/28, les principaux acteurs cotés du secteur affichent leur ambition de faire mieux, en s'appuyant sur une gestion active de leur portefeuille d'activités. Dans un monde où la transparence, la conformité et la sécurité sont devenues des impératifs, les leaders du TIC s'affirment comme des partenaires stratégiques pour accompagner la transformation des entreprises et capter une part croissante de cette dynamique.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	28/02/25	J-7	07/11/24	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	31/12/24	sur 12 mois		
MSCI EMU	180,8	180,4	162,0	163,2	160,9	0,2	↑	11,6	↑	12,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 156,9	1 142,6	1 047,2	1 056,7	983,2	1,2	↑	10,5	↑	17,7	↑
MSCI EMU Small Cap	421,4	421,3	410,2	390,5	412,6	0,0	↑	2,7	↑	2,1	↑
MSCI Europe	187,1	185,8	170,6	169,9	166,0	0,7	↑	9,6	↑	12,7	↑
France CAC 40	8 111,6	8 154,5	7 425,6	7 380,7	7 927,4	-0,5	↓	9,2	↑	2,3	↑
Allemagne DAX 30	8 638,5	8 537,4	7 438,6	7 648,6	6 971,9	1,2	↑	16,1	↑	23,9	↑
Italie MIB	38 655,1	38 421,1	33 981,2	34 186,2	32 580,9	0,6	↑	13,8	↑	18,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 809,7	8 659,4	8 140,7	8 173,0	7 630,0	1,7	↑	8,2	↑	15,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 679,2	10 459,6	9 785,5	9 877,2	8 914,7	2,1	↑	9,1	↑	19,8	↑

Sources : Bloomberg, Cov& Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, la semaine a été baissière, entre poursuite des tensions commerciales, annonces de droits de douane à l'égard de la Chine d'un côté, et résultats sans surprise de la part de Nvidia de l'autre. La publication du géant américain des puces avancées utilisées dans l'intelligence artificielle a entraîné de forts dégagements dans le secteur technologique. Par pays, une possible exemption de droits de douane à l'encontre du Japon, a permis au pays de terminer la semaine quasi stable. A l'inverse, l'Indonésie et la Thaïlande s'inscrivent parmi les moins bonnes performances de la semaine et sont en baisse de près de 20% depuis octobre dernier. Ces pays sont particulièrement vulnérables aux tensions commerciales qui pèsent sur l'Asie du Sud-Est, l'Indonésie souffrant ainsi de forts dégagements de la part des investisseurs étrangers (secteur bancaire notamment). Après l'échec d'un projet de rachat interne, le géant des magasins de proximité japonais Seven & I a repris contact avec le québécois Couche-Tard dont l'offre de \$47 Mds avait été refusée il y a quelques mois. En fin de semaine dernière, le géant internet chinois Tencent a annoncé le lancement d'un nouveau modèle d'intelligence artificielle qui serait aussi efficace mais plus rapide que celui de DeepSeek.

Aux **Etats-Unis**, la semaine a été marquée par un grand nombre de données économiques et de publications de résultats. Le marché américain termine en baisse pour la 2ème semaine consécutive, affecté par les préoccupations liées aux droits de douane, à une inflation durablement plus élevée et une baisse de la confiance des consommateurs. Dans ce contexte, le S&P 500 sous-performait l'indice équilibré, les géants technologiques faisant l'objet d'importantes prises de profit dans un contexte d'incertitudes réglementaires persistantes et d'inquiétudes grandissantes quant à l'essoufflement de la thématique de l'intelligence artificielle. A l'inverse la finance et l'immobilier affichaient les meilleures performances (espoirs de baisse de taux) suivis par les secteurs de la santé et de la consommation de base (aversion au risque). Au cours de la semaine, le leader des puces de semi-conducteurs Nvidia a publié des résultats en ligne avec les attentes mais a été pénalisé par une baisse de sa marge brute liée au lancement accéléré des produits Blackwell. Le géant pharmaceutique Eli Lilly souhaite stimuler la demande de son médicament dédié à la perte de poids (Zepbound) en vendant des doses moins chères (en flacons plutôt qu'en stylos injecteurs). Concernant les investissements sur le sol américain, Apple a annoncé un budget de \$500 milliards sur les 4 prochaines années pour embaucher 20 000 personnes et investir dans des serveurs IA tandis qu'Eli Lilly envisage de consacrer \$27 milliards sur 5 ans pour ouvrir 4 sites de production. En ce qui concerne la politique énergétique, le président Trump a réaffirmé son intention de relancer le projet Keystone XL (oléoduc entre Canada et Etats-Unis), abandonné en 2021 suite à la révocation de son permis par l'administration Biden.

Le Focus de la semaine : Vers une nouvelle ère pour l'IA selon Nvidia

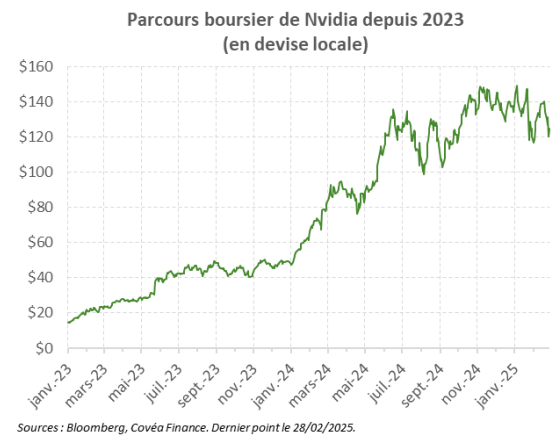
La semaine dernière a été marquée par la très attendue publication de résultats de Nvidia, société pionnière de l'innovation en matière d'intelligence artificielle (IA) dont les états financiers permettent d'évaluer la rapidité d'adoption de cette technologie, et donc la vigueur de la demande sous-jacente. Fort de ce positionnement dominant sur l'IA, les ventes trimestrielles cumulées du groupe depuis 2023, soit 7 trimestres avant cette publication, étaient supérieures à la somme des revenus générés par la société, depuis sa création. La nervosité des investisseurs était donc importante car beaucoup craignent une normalisation de la trajectoire des ventes, notamment depuis l'arrivée fin janvier du modèle chinois DeepSeek (offrant des performances similaires à celles de ChatGPT avec beaucoup moins de ressources).

Parmi les éléments marquants du trimestre, nous retenons la croissance des ventes qui reste soutenue sur la division « Centres de données » (+93% a/a), une baisse de la marge brute (-150 bp t/t) qui avait été annoncée le trimestre précédent (en lien avec la montée en puissance de la prochaine génération de puces), et surtout un ton qui demeure positif de la part du management. Les dépenses d'investissement des entreprises dans l'IA devraient continuer de croître car selon J. Huang, Pdg du groupe, « les logiciels IA seront la norme de demain ». Leurs architectures actuelles, fondées sur du codage manuel puis exécutées sur des processeurs traditionnels, migreront vers des plateformes basées sur un apprentissage automatique via une IA, puis exécutées sur des processeurs graphiques afin de décupler la puissance de calcul, gagner en efficacité opérationnelle et optimiser les rendements économiques. Toujours selon lui, l'émergence de nouvelles start-up centrées sur l'optimisation des ressources (telles que DeepSeek) est en réalité un élément justifiant des investissements dans l'IA (agentique, de raisonnement, ou physique tel que les robots) puisque la réduction des coûts favorise et accélère une adoption à grande échelle. Enfin, la feuille de route technologique du groupe reste chargée : la dernière génération de puces (Blackwell) a généré \$11 milliards de revenus pour son premier trimestre de commercialisation à pleine capacité de production, une version améliorée (Blackwell Ultra) sera lancée au cours du 2nd semestre cette année, et la future puce avancée du groupe (Rubin) est actuellement en développement et sera commercialisée l'année prochaine.

Le suivi des développements technologiques au sein de cette chaîne de valeur, couplé à la diffusion de l'IA au sein de l'économie, constitue un axe majeur de nos analyses dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, et notamment de notre déclinisme sur les sociétés innovantes qui permettent les changements structurels à l'œuvre.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	28/02/25	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	5 955	6 013	5 973	5 882	5 137	-1,0	-0,3	1,2	15,9	-0,2	3,8	1,0	21,1
Etats-Unis - Dow Jones	43 841	43 428	43 729	42 544	39 087	1,0	0,3	3,0	12,2	1,7	4,4	2,8	17,1
Etats-Unis - Nasdaq	18 847	19 524	19 269	19 311	16 275	-3,5	-2,2	-2,4	15,8	-2,7	1,9	-2,6	21,0
Japon Nikkei 300	576	587	590	604	574	-1,9	-2,4	-4,7	0,3	-2,0	3,2	-0,8	4,4
Corée du Sud KOSPI	2 533	2 655	2 565	2 405	2 642	-4,6	-1,2	5,3	-4,1	-5,5	-2,5	6,4	-8,4
Chine - Shanghai	3 321	3 379	3 471	3 352	3 027	-1,7	-4,3	-0,9	9,7	-1,3	-2,3	-0,9	13,3
Hong Kong Hang Seng	22 941	21 134	20 953	20 060	16 589	8,6	9,5	14,4	38,3	9,3	13,9	14,0	45,4
Marchés Emergents - MSCI	1 097	1 147	1 141	1 075	1 025	-4,4	-3,8	2,0	7,1	-3,6	0,2	1,8	11,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La salmoniculture à l'épreuve des cycles : la fin d'une ère de stabilité ?

Depuis ses débuts, dans les années 1970 en Norvège, la salmoniculture a connu une expansion significative et une spectaculaire chute de ses coûts de production, d'environ 80%, liées aux nombreuses innovations techniques et économies d'échelle.

Le cycle de production du saumon débute par la culture des œufs en écloserie. Les alevins grandissent ensuite pendant un an dans des bassins d'eau douce, avant d'être transférés en mer jusqu'à leur maturité. Ils sont finalement acheminés vers une usine de transformation pour y être préparés et conditionnés pour la vente. Historiquement, ce cycle de production plutôt long (trois ans, de l'œuf à la récolte) combiné à une saisonnalité des ventes (pic d'activité pour les fêtes de fin d'année, notamment) a toujours constitué un défi majeur pour les acteurs de la filière. Ceux-ci ont été constamment confrontés à la double exigence de (1) prévoir la demande sur le long terme et (2) d'anticiper les choix stratégiques (ajout de capacité et/ou taux d'utilisation) de leurs concurrents. Ce manque de visibilité a invariablement provoqué de nombreux cycles d'expansion et de contraction du marché durant les trente premières années de l'industrie. L'instabilité qui en a résulté a peu à peu conduit à une concentration du secteur, avec aujourd'hui cinq entreprises qui se partagent presque la moitié du marché mondiale du saumon atlantique (« Salmo Salar »).

La fin des cycles et le début des rentes.

À partir des années 2000, la salmoniculture connaît des évolutions significatives. Sa croissance ralentit, ses marges augmentent et ses cycles s'améliorent. L'industrie passe d'un équilibre où la demande jouait un rôle prépondérant à une dynamique où l'offre est devenue le facteur déterminant, avec une évolution des prix plus sujets à des chocs de cette dernière, causés par des maladies, plutôt que par des excédents de surproduction.

Outre la concentration des acteurs, la quasi-disparition des dynamiques de marché s'explique par le manque d'emplacements appropriés. Ces sites, qui exigent des conditions spécifiques, telles que la température de l'eau (8 à 14°C) ou la protection contre les courants marins (des fjords typiquement), sont rares à l'échelle mondiale. Cette rareté géographique explique notamment la domination de certains pays, comme la Norvège, qui concentre à elle seule ~55 % des parts de marché mondiales, ou le Chili qui en détient ~25%¹.

Corollaire de cette rareté, l'industrie fut rapidement confrontée à une densification excessive des élevages, avec son lot d'effets délétères, tels que la transmission de maladies/parasites (poux de mer) ou la dégradation des écosystèmes marins. En réaction, des licences d'exploitation et des limitations de densité furent introduites, consolidant ainsi la position dominante des acteurs déjà en place, et leur assurant de fait, une rente de situation.

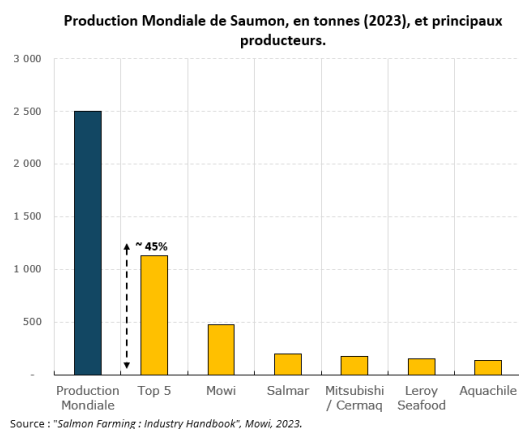
Un statu quo bientôt remis en cause ?

La théorie économique nous enseigne que les rentes attirent la concurrence, qui cherchera à capter (et indirectement à dissiper) cet état, ou à défaut, ce sont les Etats qui s'en chargeront. On peut observer ce principe en action en Norvège, où la vente des licences d'exploitation est réglementée tandis qu'une taxe de 25% s'applique sur l'exploitation de la ressource (initialement proposée à 45%).

Parallèlement, des alternatives émergent, comme l'aquaculture terrestre et l'élevage en cages en haute mer (à l'image d'Atlantic Sapphire et/ou de Nordlaks en Norvège). Ces nouvelles méthodes, qui permettent de s'affranchir des contraintes environnementales, ne sont pas sans défis. Leur adoption est, à date, encore limitée par des coûts d'investissement nettement plus élevés (jusqu'à trois fois supérieurs à ceux des élevages traditionnels) et une vulnérabilité accrue aux erreurs/défaillances opérationnelles. A plus long terme cependant, les progrès techniques et l'accumulation d'expérience devraient améliorer la viabilité économique de ces nouvelles routes de production et leur permettre de jouer un rôle durable dans l'ajustement de l'offre. Ce rééquilibrage ne sera toutefois pas sans heurt pour les acteurs existants. Outre la dilution attendue de la rente, il est à anticiper que ces solutions resteront structurellement plus capitalistiques, une caractéristique susceptible de pousser ces nouveaux entrants à maximiser leur production jusqu'au risque de réintroduire des chocs d'offre et de rendre les cycles de production à nouveau plus volatils et imprévisibles.

Ce changement de dynamique, stimulées par l'innovation technologique, illustrent les efforts d'adaptation des acteurs confrontés à la pénurie ou à l'accès limité à une ressource. Un axe d'analyse suivi dans nos Perspectives Economiques et Financières.

¹: "Salmon Farming : Industry Handbook", Mowi, 2023.



Félix Laroche

Analyste financier et extra financier

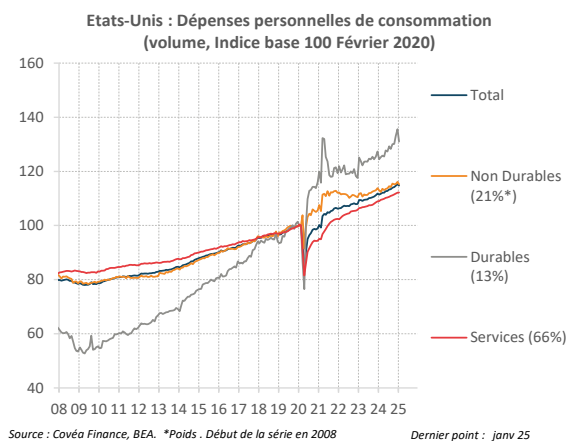


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le Président américain accentue la pression sur les partenaires commerciaux des États-Unis »

Au cours d'une semaine dominée par les enjeux géopolitiques (cf. focus en page 8), le **Président américain Donald Trump a confirmé son intention d'imposer des droits de douanes sur les produits mexicains et canadiens, alors que la suspension de 30 jours des taxes de 25% doit expirer le 4 mars.** Le Président ne serait pas convaincu par les efforts des deux pays frontaliers pour endiguer le trafic de fentanyl. Le Secrétaire au Commerce Howard Lutnick a cependant précisé que l'ampleur des droits de douanes n'était pas encore fixée, suggérant qu'une hausse plus modérée que le plan initial de 25% pourrait intervenir. Le Secrétaire au Trésor Scott Bessent a quant à lui fait savoir que le Mexique avait offert d'imposer sur les produits chinois les mêmes droits de douanes que les États-Unis, qualifiant cette proposition de bon début, et enjoignant le Canada à faire de même. Par ailleurs, **la Chine devrait se voir imposer 10% de taxes douanières supplémentaires à partir du 4 mars**, en sus des 10% imposés début février, toujours en raison de son inaction pour freiner le trafic de fentanyl.



Après la Chine, le Canada et le Mexique, l'Union Européenne (UE) est également visée. Le Président a annoncé l'imposition prochaine de droits de douanes de 25% sur les importations en provenance de l'Union Européenne. Il a expliqué que l'UE lésait les États-Unis, citant les difficultés d'accès des voitures et des produits agricoles américains au marché européen. Par ailleurs, M. Trump a évoqué des droits de douanes visant les importations de cuivre aux États-Unis, sans plus de détail.

Cet environnement de fortes incertitudes commerciales pèse visiblement sur la confiance des consommateurs. A l'instar de l'indice de l'Université du Michigan, l'indice du Conference Board a chuté en février et revient au niveau pré-élections, sur fond de regain de craintes inflationnistes et de dégradation des perspectives. Le Conference Board indique dans son communiqué de presse que « les commentaires sur l'administration actuelle et ses politiques ont dominé les réponses » avec « une forte augmentation des mentions du commerce et des droits de douane ». **Au-delà des enquêtes, la dynamique de consommation a faibli en janvier.** Les dépenses de consommation des ménages ont reculé de 0,5% en glissement mensuel en volume. La modération pourrait être un contre-coup de la robustesse des dépenses relevée en fin d'année, particulièrement dans les biens durables. Ainsi les achats de véhicules ont chuté de 6% sur le mois, mais affichent toujours une croissance soutenue de près de 7% en rythme annuel. L'inflation mesurée par l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) a ralenti à 2,5%, tout comme l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) à 2,6%.

La Chambre des Représentants a adopté à une très courte majorité (217 contre 215 voix) une résolution budgétaire qui fixe des objectifs en matière de coupes des dépenses (2000 Mds\$ sur 10 ans) et de réduction des impôts (4500 Mds\$, essentiellement pour la prolongation des baisses d'impôts de 2017). Le texte prévoit également une hausse des

financements de 300 Mds\$ pour les frontières et la défense. Il s'agit d'une première étape vers l'adoption d'une loi budgétaire. Le texte doit maintenant être examiné par le Sénat, où la majorité républicaine est favorable à des réductions d'impôts plus importantes. Le Sénat devrait donc modifier le plan initial de la Chambre plutôt que l'accepter, ce qui signifie qu'un nouveau vote sur le budget de la Chambre se profile à l'horizon. Une fois que la Chambre et le Sénat se seront mis d'accord sur un cadre budgétaire, les législateurs devront ensuite négocier les détails qui permettront de le respecter, soit la phase la plus longue et difficile, avant de pouvoir déposer un projet de loi sur le bureau du Président Trump. Le Président de la Chambre Mike Johnson a indiqué souhaiter que le projet de loi soit prêt début mai.

Mais un autre dossier budgétaire devrait occuper les membres du Congrès dans les prochains jours. En l'absence d'accord pour un budget définitif pour l'année fiscale 2025 (octobre 2024- septembre 2025), le Congrès avait voté en décembre dernier une résolution de continuité qui permettait de prolonger les autorisations de financement de l'Etat fédéral jusqu'au 14 mars. **Si le Congrès n'adopte pas d'ici à une nouvelle résolution de continuité ou un budget pour l'ensemble de l'année, les activités non essentielles du gouvernement fédéral fermeront faute de financement (government shutdown).** Un tel vote nécessitera une majorité simple à la Chambre des représentants et une majorité qualifiée au Sénat (60 voix sur 100). Les Républicains sont majoritaires à la Chambre, mais ne disposent que de 53 sièges sur 100 au Sénat. Un accord bipartisan y sera donc nécessaire, ce qui pourrait s'avérer difficile dans le contexte actuel où les Démocrates reprochent à l'administration Trump d'empiéter sur les prérogatives du Congrès par la voie des décrets présidentiels.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	janv.-25	657	734	666	686
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	févr.-25	98,3	105,3	105,4	104,5
Revenu disponible	Vol. CVS, GA%	janv.-25	1,8	2,2	5,1	2,7
Dépenses de consommation	Vol. CVS, GA%	janv.-25	3,0	3,1	2,5	2,8

* Du 24/02/2025 au 02/03/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

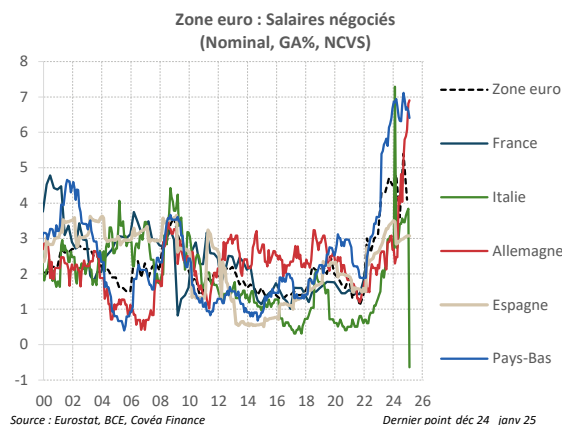


Suivi Macroéconomique

Europe

« En ralentissement, la progression des salaires reste forte en zone euro »

L'indicateur des salaires négociés, calculé par la BCE, montre un ralentissement des rémunérations au quatrième trimestre. Sa progression sur un an est revenue de 5,4% au T3 à 4,1% au T4. Le ralentissement s'explique en grande partie par un effet de base important en Italie, où l'indice national était en baisse de 0,6% sur un an en décembre. En revanche, en Allemagne ou au Pays-Bas la progression annuelle reste supérieure à 6%.



Source : Eurostat, BCE, Covéo Finance

Dernier point déc 24 janv 25

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Prêts aux Entreprises Val. CVS, GA%	janv.-25	2,0	1,7	0,5	1,7
AL	IIFO - Climat des affaires Indice	févr.-25	85,2	85,2	88,9	86,8
FR	Dépenses de consommation Val. CVS, GA%	janv.-25	0,4	0,4	-1,6	-0,3

* Du 24/02/2025 au 02/03/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Les quatre plus grandes économies de la zone euro ont publié leur estimation préliminaire de l'inflation au mois de février. Mesurée par l'indice harmonisé aux normes européennes, elle est restée stable en Allemagne (à 2,8%), en Italie (à 1,7%) et en Espagne (à 2,9%). Outre Rhin, le léger ralentissement des prix des services a été compensé par un bond de la composante « alimentation ». En revanche, en France, le taux d'inflation a été divisé par deux par rapport au mois précédent, à 0,9%. Impressionnant, le mouvement s'explique essentiellement par la baisse de 14% sur le mois des tarifs régulés de l'électricité. Toutefois, le ralentissement des prix des services a aussi contribué à faire reculer le taux d'inflation.

Dans ce contexte, les partisans, au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE, d'une plus grande prudence dans l'éventuelle poursuite de la baisse des taux directeurs européens ont occupé la scène la semaine dernière. Isabel Schnabel a répété ne plus être très sûre que la politique monétaire soit encore restrictive. Joachim Nagel, le président de la Bundesbank, considère que le taux actuel de la facilité de dépôt n'est sans doute pas loin d'être « neutre ». Quant à Pierre Wunsch, gouverneur de la Banque de Belgique, il a soutenu implicitement la proposition de Mme Schnabel de débattre prochainement d'une pause dans la baisse des taux directeurs. Alors que d'autres membres du Conseil des gouverneurs de la BCE plaident encore récemment pour une détente plus agressive de la politique monétaire, ces divergences de positions reflètent la teneur des débats lors de leur réunion de fin janvier : confiance renouvelée dans l'atteinte de l'objectif d'inflation dans le courant de cette année, mais augmentation des risques sur ce scénario central, qui justifie

de conserver l'approche d'examen de l'ensemble des indicateurs disponibles à chacune des réunions.

En Allemagne, l'IIFO a publié les résultats de ses deux enquêtes mensuelles. L'indice de climat des affaires est resté stable en février, sous l'effet conjugué d'une nouvelle dégradation de la conjoncture et d'un moindre pessimisme pour les six prochains mois. A 85,2, il reste néanmoins très bas. Comme les investisseurs dans l'enquête ZEW, les chefs d'entreprises semblent espérer que le changement de gouvernement attendu sera favorable à un redressement de l'activité économique.

La tendance à une dégradation du marché du travail allemand s'est poursuivie en ce début d'année, avec une baisse (modeste) de 0,1% sur un an de l'emploi en janvier. En France, l'INSEE a aussi confirmé la contraction de l'emploi en fin d'année dernière, avec un recul même un peu plus marqué qu'initialement annoncé par rapport au trimestre précédent. Sur un an, toutefois, l'emploi total reste en hausse, les créations de postes dans le secteur public ayant plus que compensé les pertes enregistrées dans le privé. L'apaisement des tensions sur le marché du travail en zone euro, que nous surveillons dans le cadre de nos thématiques PEF, reste pour l'heure limité.

L'agence de notation S&P a maintenu la note de la France à AA- mais a abaissé la perspective (de neutre à négative). L'agence a par ailleurs indiqué que le note de la France pourrait être dégradée si le gouvernement ne parvenait pas à réduire le déficit public d'ici deux ans, ou si la croissance économique s'avérait plus faible qu'anticipée, pendant une période prolongée.

La nécessité d'une hausse des dépenses de défense semble au cœur des préoccupations des dirigeants européens, alors que les signaux d'un monde plus conflictuel, que nous décrivons dans nos Perspectives économiques et financières, se renforcent (cf. focus en page 8). Dans ce contexte, le Premier Ministre britannique Keir Starmer a annoncé une hausse des dépenses militaires. Elles seront portées à 2,5% du PIB d'ici 2027 (contre 2,3% aujourd'hui), soit une augmentation d'environ 6Mds£ par an. Bien que la situation des finances publiques au Royaume-Uni soit toujours dégradée, ces hausses des dépenses de défense ne devraient pas avoir d'impact sur le déficit. En effet, elles seront financées par une diminution de l'aide internationale au développement, qui passerait de 0,5% à 0,3% du PIB. Cet arbitrage a néanmoins conduit à la démission de la Ministre Anneliese Dodds, en charge du Développement international. A moyen-terme, Keir Starmer entend augmenter les dépenses de défense à 3% du PIB sur la prochaine législature (entre 2029 et 2034).

Quelques jours après cette annonce, Keir Starmer s'est rendu à Washington pour rencontrer Donald Trump. Alors que le président américain se montre de plus en plus hostile aux pays de l'Union européenne, il affiche un tout autre positionnement vis-à-vis du Royaume-Uni. En effet, D. Trump a indiqué qu'il travaillait sur un accord commercial avec le Royaume-Uni, et que le pays pourrait ainsi échapper aux droits de douane américains. Bien qu'un tel accord serait positif pour le Royaume-Uni, il convient de rester prudent sur les annonces du Président américain, qui peuvent rapidement évoluer.

De son côté, l'Union européenne prépare une riposte à l'augmentation des droits de douanes américains. En parallèle, elle cherche de nouveaux partenaires commerciaux, face à la montée du protectionnisme américain. Dans le cadre d'une rencontre avec le Président indien Narendra Modi, Ursula Von der Leyen a déclaré que l'Union européenne et l'Inde pourraient conclure un accord commercial d'ici la fin d'année. Ce n'est pas la première fois que les deux puissances cherchent à conclure un tel accord et de nombreux points de désaccord subsistent.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



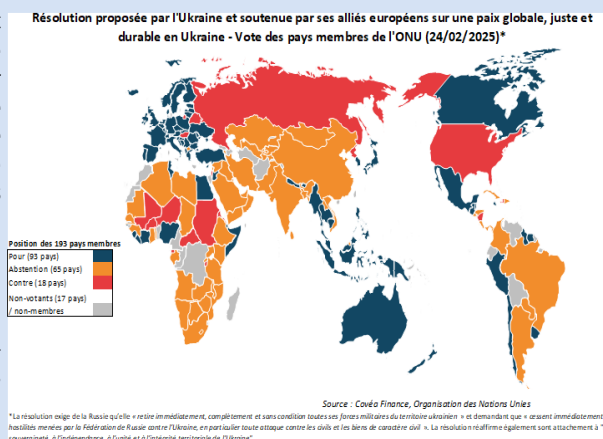
Suivi Macroéconomique

Focus : Accélération de la recomposition géopolitique

La semaine écoulée a été particulièrement riche en informations géopolitiques, avec la confirmation d'une esquisse de rapprochement entre les Etats-Unis et la Russie qui place l'Europe face à des choix cruciaux.

D'abord, en début de semaine, **plusieurs votes sur le conflit russo-ukrainien sont intervenus à l'Organisation des Nations Unies (ONU)** : deux résolutions ont été votées par l'Assemblée Générale (193 pays) tandis qu'un texte a été soumis au Conseil de sécurité (15 pays) :

- Le premier texte a été proposé par l'Ukraine et ses alliés européens**, et réaffirme l'attachement à l'intégrité territoriale de l'Ukraine. La résolution a été adoptée avec 93 voix pour, tandis que 65 délégations ont préféré s'abstenir (les pays émergents majoritairement). **En revanche, 18 pays ont marqué leur opposition, y compris la Russie, les Etats-Unis et la Hongrie. Ce vote illustre ainsi un changement dans le positionnement géopolitique américain et souligne les divergences d'opinions au sein même des pays de l'Union européenne.**
- Le deuxième texte était soumis par les Etats-Unis.** Contrairement au premier texte, il ne mentionnait pas la Russie comme un « agresseur », et ne faisait pas d'allusion à l'intégrité territoriale ukrainienne. Avant le vote, les pays européens ont proposé des amendements, afin notamment de remplacer les mots « *conflit russo-ukrainien* » par « *invasion à grande échelle de l'Ukraine par la Fédération de Russie* ». Cette version amendée du texte a été adoptée avec 93 voix pour tandis que 8 pays ont voté contre, dont la Russie. Le vote a été marqué par un nombre important d'abstention (73), dont celle des Etats-Unis qui marquaient ainsi leur opposition aux amendements proposés par les pays européens. L'Ukraine s'est également abstenue.
- La version non-amendée du texte américain a également été soumise au Conseil de Sécurité. Ce vote illustre là encore des changements dans les alliances géopolitiques, puisque la Russie et la Chine ont voté en faveur du texte américain** (au total, 10 pays ont voté pour). Les pays européens présents au Conseil de sécurité (Royaume-Uni, France, Danemark, Grèce, Slovaquie) se sont abstenus. **Il s'agit de la première résolution portant sur le conflit en Ukraine adoptée depuis 2022, puisque la Russie avait, auparavant, toujours opposé son veto.**



Au lendemain des votes à l'ONU, Emmanuel Macron, puis Keir Starmer, trois jours plus tard, se sont rendus à la Maison-Blanche. L'un de leurs objectifs communs était de proposer de travailler conjointement, entre Européens et Américains mais aussi avec l'Ukraine, à une position commune dans les négociations pour un cessez-le-feu dans le conflit russo-ukrainien. **Alors que les responsables américains ont entamé des négociations bilatérales avec la Russie, l'objectif de court terme des Européens est de convaincre le Président américain et ses équipes qu'il est nécessaire qu'ils participent, ainsi que des représentants de l'Ukraine, aux discussions et à la recherche de solutions.**

Vendredi, **Volodymyr Zelensky était attendu à la Maison Blanche pour signer un accord avec les Etats-Unis sur l'exploitation d'une grande partie des ressources minières de son pays.** Cet accord aurait donné l'accès aux Etats-Unis aux minerais ukrainiens pour compenser les aides accordées par le gouvernement américain pour soutenir l'effort de guerre. L'Ukraine posséderait en effet des gisements d'au moins 20 des 50 minéraux que les États-Unis considèrent comme essentiels (lithium, graphite, titane, uranium et terres rares, un ensemble d'éléments essentiels notamment pour les domaines de la défense ou les téléphones portables). Mais, dans une mise en scène inédite, le Président ukrainien s'est retrouvé mis en accusation par MM. Trump et Vance. Ces derniers lui ont reproché d'être responsable de la poursuite du conflit et de refuser le cessez-le-feu aux conditions discutées entre Russes et Américains pour des raisons personnelles. Après une séquence tendue devant les caméras de télévision, **la rencontre a pris fin prématurément et le Président ukrainien a quitté la Maison Blanche sans signer. Si ce dernier a affirmé par la suite qu'il était toujours prêt à signer cet accord et qu'il pensait qu'il en était de même de Donald Trump, le Conseiller à la sécurité nationale du Président américain a laissé entendre que le remplacement de Volodymyr Zelensky à la tête de l'Ukraine pourrait s'avérer nécessaire pour que les négociations puissent continuer sereinement.**

A la suite de cet échec, **une réunion s'est tenue en urgence à Londres** avec les chefs d'Etat et de gouvernement ou représentants de 15 pays : Royaume-Uni, Ukraine, Allemagne, Norvège, France, Canada, République tchèque, Pays-Bas, Roumanie, Turquie, Danemark, Suède, Finlande, Italie et Espagne. La Présidente de la Commission européenne et le Président du Conseil européen étaient également présents, ainsi que le Secrétaire général de l'OTAN.

Il a beaucoup été question de défense européenne et de la manière de la financer, sans qu'aucune décision n'ait été annoncée. Néanmoins, le Secrétaire général de l'OTAN s'est déclaré satisfait des engagements que les Etats-membres présents s'approprieraient à annoncer. De son côté, **Emmanuel Macron a assuré que l'objectif devrait être de porter les dépenses militaires à 3,0% ou 3,5% du PIB.** Il s'est aussi déclaré ouvert à des réflexions sur la proposition émise par le probable futur Chancelier allemand la semaine dernière d'une extension du bouclier nucléaire français à ses partenaires de l'Union européenne. Par ailleurs, **le gouvernement britannique avait indiqué, plus tôt dans la semaine, viser 2,5% du PIB de dépenses pour sa défense d'ici 2027,** augmentation financée par la diminution du budget britannique de l'aide au développement, et les 3,0% du PIB sur la législature 2029-2034 (cf. page 7).

Par ailleurs, sous l'impulsion du Royaume-Uni et de la France, **les Européens travailleraient, conjointement avec l'Ukraine, à un projet de cessez-le-feu qu'ils entendent proposer aux Etats-Unis.** Tous se sont engagés à continuer à soutenir l'Ukraine. La responsabilité de l'Europe dans ce soutien a été clairement affirmée, mais Keir Starmer a rappelé que le soutien américain aux initiatives européennes restait nécessaire. Mark Rutte, le Secrétaire général de l'OTAN considère d'ailleurs, au regard de ses récents échanges avec Donald Trump, que les Etats-Unis restent pleinement engagés dans l'OTAN. Les dirigeants des 27 Etats-Membres de l'Union européenne se retrouveront lors d'un sommet extraordinaire consacré à la défense et à l'Ukraine ce jeudi 6 mars.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

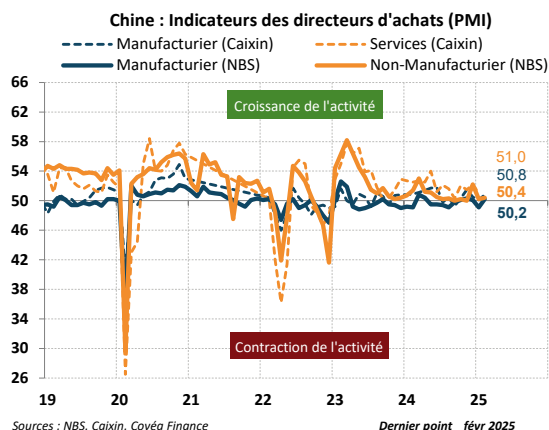


Suivi Macroéconomique

Asie

« Cette semaine, l'Assemblée nationale populaire de Chine donnera le cap des politiques économiques pour 2025 »

Après des annonces d'assouplissements budgétaires et monétaires, les autorités chinoises ouvrent la voie à des assouplissements réglementaires pour le secteur privé, en amont de la tenue de l'Assemblée nationale populaire le 5 mars. Ces initiatives des dirigeants chinois visent à stimuler l'économie dans un contexte de ralentissement persistant et de tensions commerciales croissantes avec les Etats-Unis, alors que D. Trump a annoncé une hausse de 10% supplémentaires des droits de douane sur la Chine le 4 mars, en plus des 10% déjà imposés en février. Une semaine après une rencontre entre Xi Jinping et d'importants chefs d'entreprises du secteur privé (cf. Suivi hebdomadaire du 24 février), **les autorités chinoises ont annoncé une interdiction aux autorités locales d'imposer des amendes sans base légale aux entreprises privées** – une pratique qui s'était intensifiée ces dernières années en réponse à la baisse des revenus du secteur public liés aux ventes de terrains aux promoteurs. En outre, les gouvernements locaux seront désormais tenus de rendre compte régulièrement des progrès réalisés dans la promotion du développement du secteur privé. Ces mesures s'inscrivent dans le cadre d'une loi plus large de promotion du secteur privé, qui devrait être discutée lors de l'Assemblée nationale populaire de cette semaine.



Concernant l'activité économique chinoise, les résultats des enquêtes auprès des entreprises manufacturières s'améliorent en février mais cela semble surtout refléter les effets calendaires du nouvel an lunaire. Le PMI manufacturier du Bureau national des statistiques (NBS) progresse de 1,1 point à 50,2 et le PMI de l'agence Caixin de 0,4 point à 50,8. Fin 2024, l'industrie chinoise a bénéficié d'une reprise, en lien avec une accélération des exportations en anticipation des hausses de droits de douane américains et des soutiens à la consommation domestique de biens durables. Néanmoins, il s'agit d'effets temporaires et l'activité industrielle pourrait rapidement retrouver une dynamique plus faible en l'absence de soutiens politiques significatifs de l'Assemblée nationale populaire.

Au Japon, la dynamique de la consommation reste mal orientée. La reprise timide des ventes au détail en janvier (+0,5% en glissement mensuel en valeur), reste loin de compenser le déclin du 4ème trimestre 2024 (-1,3% en glissement trimestriel). Cette reprise mensuelle semble avoir bénéficié de l'accélération récente des prix (surtout dans l'alimentation) et d'une consommation plus importante des touristes en lien avec les célébrations précoces du nouvel an lunaire. De ce fait, elle ne permet pas de remettre en cause la perception d'une tendance morose de la consommation des ménages japonais, d'autant que la confiance de ces derniers reste mal orientée depuis la mi-2024, selon

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	Ventes au détail <i>Vol, NCVS, GA%</i>	janv.-25	3,9	3,5	5,6	2,5
	Prod. Industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	janv.-25	2,6	-3,2	-1,4	-2,7
CH	PMI Non-manufacturier <i>Indice</i>	févr.-25	50,4	50,2	53,2	50,9
	PMI Manufacturier <i>Indice</i>	févr.-25	50,2	49,1	49,9	49,8

l'enquête du gouvernement. Cette dynamique pourrait toutefois s'inverser si la progression du salaire réel des ménages se confirme en 2025, en ligne avec les attentes de la Banque du Japon qui justifie la normalisation de sa politique monétaire par la formation progressive d'un cercle vertueux entre hausses des salaires, de la consommation des ménages et des profits des entreprises qui permettrait la constitution de tensions durables sur les prix.

Du côté de l'industrie japonaise, après la reprise du T4 2024 (+4,5% en glissement trimestriel en volume) la production a décliné en janvier (-1,1% en glissement mensuel), principalement affectée par le recul de la production de semi-conducteurs qui avait été particulièrement dynamique au cours des mois précédents. Sur le long terme, la dynamique de l'industrie japonaise demeure structurellement orientée à la baisse, affectée par les pertes de part de marché à l'exportation et le déclin du marché domestique.

En Corée du Sud, la banque centrale (BoK) a procédé à une nouvelle réduction de 25 points de base de son taux directeur, le portant à 2,75%, en ligne avec les attentes. Cette troisième baisse depuis l'initiation du cycle d'assouplissement en octobre dernier marque une reprise du mouvement après une pause en janvier, consécutive à la crise politique de décembre. Dans le communiqué de presse, la BoK justifie cette baisse par des perspectives de croissance significativement revues à la baisse, avec une prévision de progression du PIB désormais à 1,5% pour 2025, contre 1,9% précédemment. L'institution souligne également la modération de l'inflation et de l'endettement des ménages. Tout en soulignant la nécessité de maintenir une vigilance accrue sur les conditions de change, la BoK a mis en exergue les incertitudes pesant sur l'économie, tant sur le plan domestique, avec la crise politique en cours, que sur le plan international, avec les interrogations persistantes concernant la politique commerciale des Etats-Unis.

Louis Martin
Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : le Vietnam face aux droits de douane américains

Bien que la moyenne des droits de douane (pondérée par la valeur des importations) imposés par les autorités vietnamiennes sur les produits américains soient en moyenne bien plus faible que celle des autorités américaines sur les produits vietnamiens, le Vietnam, que le président Trump qualifiait déjà en 2019 de « presque le pire des abuseurs » devrait être significativement affecté par la montée des barrières commerciales américaines.

Le déficit commercial en biens des Etats-Unis vis-à-vis du Vietnam en 2024 (129 Mds\$) représente le troisième plus important des Etats-Unis, derrière la Chine (319 Mds\$) et le Mexique (176 Mds\$) mais bien devant l'Allemagne (88 Mds\$). En outre, ce déficit augmente très rapidement, il a pratiquement été multiplié par quatre, en valeur, par rapport à l'année de la première élection de D. Trump, en 2016, alors que le déficit avec la Chine s'est réduit de 13% sur la même période.

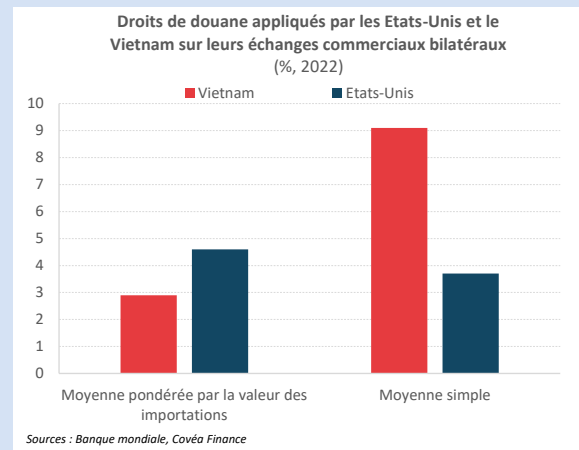
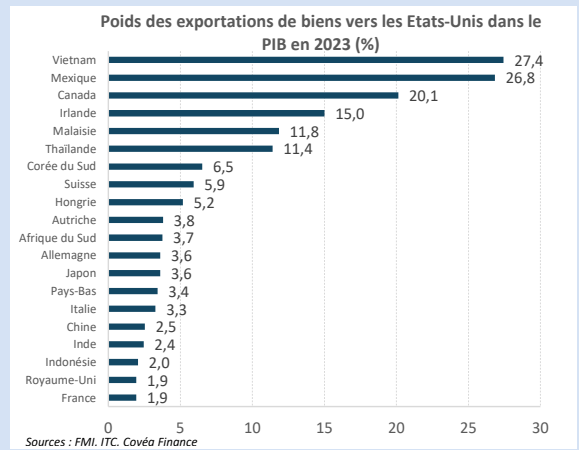
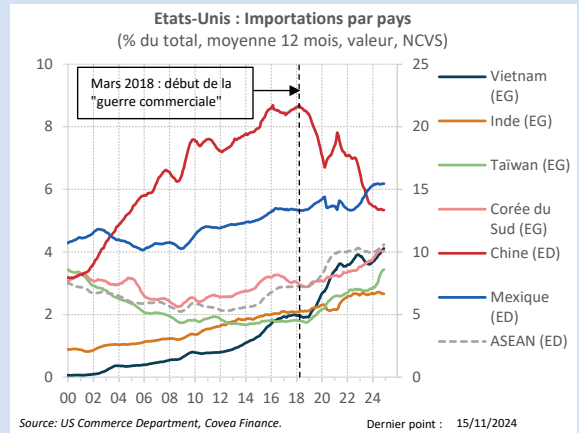
L'ampleur de ce déficit est le reflet de plusieurs éléments : (i) la très forte ouverture commerciale du Vietnam, dont le taux d'ouverture* atteint 166% en 2023, reflétant notamment sa forte intégration dans les chaînes de production industrielles asiatiques ; (ii) une économie très dynamique (7,1% de croissance du PIB en 2024), tournée vers l'industrie manufacturière (environ 1/3 de la valeur ajoutée du pays) et, en particulier, l'exportation de produits électroniques et textiles ; (iii) le Vietnam a largement profité de la restructuration des chaînes de valeurs depuis 2018, résultant surtout de la volonté des entreprises chinoises de délocaliser une partie de leur production dans des pays à faible coût de la main d'œuvre et permettant de contourner les barrières commerciales américaines. Avec des exportations vers les Etats-Unis représentant 27,4% de son PIB en 2023, le Vietnam est un des pays les plus exposés à l'évolution de la demande internationale américaine.

Parmi les premières annonces de hausse de droits de douane de l'administration Trump (acier, aluminium, véhicules, semi-conducteurs et produits pharmaceutiques), le Vietnam devrait surtout être affecté par celle sur les semi-conducteurs, en particulier si elle concerne les produits manufacturés contenant des semi-conducteurs (ce qui n'a pas encore été explicité), tels que les smartphones qui représentent 18,5% des exportations vietnamiennes vers les Etats-Unis.

Donald Trump a également annoncé la mise en place de droits de douane dits « réciproques », dans le but d'égaliser le niveau de barrières tarifaires et non-tarifaires imposées par les pays étrangers, qui devraient entrer en vigueur début avril. Concernant les barrières tarifaires, la moyenne des droits de douane appliqués par les autorités vietnamiennes sur les importations en provenance des Etats-Unis, pondérée par la valeur des produits importés, était de seulement 2,9% en 2022, selon les données WITS de la Banque mondiale, soit bien moins que les 4,6% appliqués par les autorités américaines sur les importations en provenance du Vietnam. Selon cette mesure, le Vietnam semble relativement moins exposé aux droits de douane « réciproques » que d'autres pays d'Asie, comme l'Inde et la Thaïlande. Une approche plus détaillée révèle toutefois des droits de douane bien plus élevés imposés par les autorités vietnamiennes qu'américaines dans certains secteurs, tels que l'alimentation et les équipements de transports, qui pourrait donc faire l'objet de hausses de droits de douane. En effet, la moyenne simple (c'est-à-dire non pondérée par la valeur des biens importés) des droits de douane vietnamiens sur les produits américains est de 9,1%, contre 3,7% pour les droits de douane américains sur les produits vietnamiens. L'administration Trump pourrait privilégier une approche par produit, sans attacher d'importance au poids de ces produits dans le commerce, notamment parce que ces poids peuvent être, eux-mêmes, le reflet du niveau de barrières commerciales.

Concernant les barrières non-tarifaires, l'incertitude reste encore plus importante tant le spectre des motifs pouvant être brandis par l'administration américaine pour justifier des hausses de droits de douane est large. L'ampleur de l'excédent commercial du Vietnam devrait en faire une cible privilégiée par les autorités américaines. En particulier, les Etats-Unis, sous le premier mandat de D. Trump, avaient déjà accusé le Vietnam de manipuler son taux de change pour bénéficier d'un avantage économique contribuant au déséquilibre commercial entre les deux pays. En outre, la TVA de 10% en vigueur au Vietnam et les politiques de soutien au secteur manufacturier pourraient être utilisées pour justifier des sanctions tarifaires américaines. De plus, la part de la valeur ajoutée chinoise dans les exportations vietnamiennes est élevée et en progression (15,3% en 2020 contre 12,1% en 2017 selon les données de l'OCDE) et plusieurs travaux de recherche mettent en lumière le rôle du Vietnam dans le contournement des barrières commerciales américaines sur la Chine, ce qui pourrait être invoqué comme motif par les Etats-Unis pour justifier des restrictions sur ses importations depuis le Vietnam.

* Taux d'ouverture = (exportations + importations)/PIB



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.