

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

10 mars 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Des bouleversements sources d'opportunités

La semaine passée, les annonces des gouvernements des deux côtés de l'Atlantique, ont illustré, à nouveau, combien le Politique avait repris la main.

Aux Etats-Unis, la nouvelle administration continue de dérouler un plan qui vise à favoriser l'investissement local. Celui-ci se décline à travers la mise en place d'incitations et/ou de contraintes économiques, d'initiatives pour consolider la position du dollar – y compris par les mesures envisagées sur les crypto-monnaies - qui est remise en cause par des alliances à l'influence grandissante telles que les BRICS+, et la volonté de maintenir des taux longs à des niveaux qui n'obèrent pas la rentabilité des investissements à réaliser.

Sur l'autre rive, l'Europe, et surtout l'Allemagne, ont répondu par la présentation de plans ambitieux pour l'industrie de la défense et les infrastructures que nous décrivons par ailleurs dans ce suivi hebdomadaire. Ces annonces semblent refléter une prise de conscience que le monde changeait à vive allure et tel que nous le décrivons depuis de nombreux trimestres dans nos Perspectives Economiques et Financières. Un nouvel environnement, dans lequel, les alliances se recomposent, à l'aune des intérêts particuliers de chacune des puissances économiques et auquel il est impératif de s'adapter pour assurer ses propres indépendances et répondre aux volontés de souverainetés.

Ces évolutions vers le multi-régionalisme sont sources d'inflation structurelle et de besoins de financement croissants qui exercent une pression haussière sur les courbes de taux, et notamment leurs parties les plus longues. Elles nécessitent également des adaptations profondes des agents économiques, ce qui peut créer des perturbations sur l'évaluation de leurs trajectoires de développement, au gré des annonces et de la formalisation de celles-ci.

Ces bouleversements offrent des opportunités d'investissements dès lors que nous nous sommes préparés en identifiant leur émergence et leurs implications et en définissant des niveaux d'intervention exigeants qui intègrent tout ou partie des risques inhérents. Ce fut le cas, par exemple, sur les taux européens la semaine passée dont la hausse brutale nous a permis d'atteindre un seuil de déclenchement d'achats.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Jacques-André Nadal

Directeur adjoint des gestions



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	07/03/25	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,083	1,081	1,095	0,3	↑ -1,1 ↓
€ / £	0,838	0,832	0,855	0,8	↑ -1,9 ↓
€ / Yen	160,36	165,25	162,08	-3,0	↓ -1,1 ↓
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	70	76	83	-7,0	↓ -15,2 ↓
Indice CRB*	539	538	529	0,2	↑ 1,8 ↑
Prix de l'once d'Or	2 914	2 706	2 165	7,7	↑ 34,6 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 614	9 664	8 641	-0,5	↓ 11,3 ↑
Indice Baltic Dry**	1 400	1 451	2 251	-3,5	↓ -37,8 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1436	2332	1886	-38,4	↓ -23,8 ↓

Sources : Bloomberg, Covéo 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 :

Sur la semaine, les rendements sont en très forte hausse, tirés par l'Europe. Les annonces de l'Union européenne et de l'Allemagne en faveur d'une hausse des dépenses expliquent ce mouvement. Les taux à 10 ans de l'Allemagne, de la France, de l'Italie et de l'Espagne augmentent de 41 à 45 points de base (pb). La nouvelle baisse de 25 pb des taux directeurs de la BCE maintient une pression sur la partie courte de la courbe. Aux Etats-Unis, la hausse est plus modérée en raison de publications de données macroéconomiques moins bien orientées et de l'incertitude créée par les annonces multiples concernant la politique commerciale de l'administration. Le taux à 10 ans augmente de 9 pb à 4,30%. Sur le marché primaire du crédit libellé en euros, quatre émetteurs se sont présentés pour un montant total de 3,3 Mds€. Ainsi, Ahold Delhaize est venu emprunter 500 M€ à 8 ans à un taux de 3,29%. La prime de risque de l'indice de la catégorie investissement diminue de 6 pb à 85 pb soit un taux de rendement de 3,33%.

Le Focus de la semaine : Le vent du changement en Allemagne

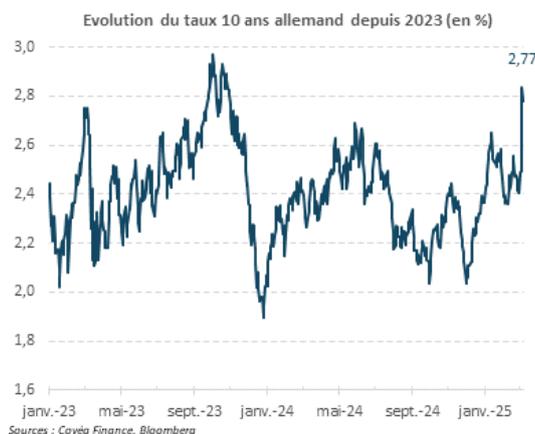
Le pivot stratégique de la nouvelle administration américaine sur la question de l'Ukraine entraîne dans son sillage des changements structurels pour l'Union européenne. Dans ce contexte, le nouveau plan ReArm EU prévoit une hausse des dépenses militaires de 1,5% du PIB qui ne seront pas prises en compte dans les calculs de la procédure de déficit excessif, soit près de 160 Mds€ par an. Dans le prolongement de ce plan, l'Allemagne va plus loin. Elle semble tourner à la fois la page de la dépendance militaire et celle de la rigueur budgétaire. Deux révolutions qui secouent les marchés de taux européens.

La première économie de la zone euro, se présentait jusqu'alors comme le parangon de la gestion des comptes publics. Son ratio de dettes sur PIB diminuait graduellement, depuis l'inscription en 2009 dans la constitution allemande d'un mécanisme de « frein à l'endettement » à la suite de la crise financière, passant de 81 % à 63% en 2024. Ce mécanisme limite la capacité du gouvernement à contracter de nouvelles dettes à 0,35 % du PIB. L'accord historique du 4 mars 2025 entre les partis politiques CDU/CSU et SPD ouvre la voie à un endettement potentiellement illimité pour les dépenses militaires et prévoit la création d'un fonds de 500 milliards d'euros sur 10 ans pour stimuler les investissements dans les infrastructures. A lui seul, ce dernier équivaut à une dépense de 1,2% du PIB par an. Bien que les détails du plan ne soient pas encore communiqués, il pourrait constituer un stimulus économique. Lors de sa conférence de presse, jeudi dernier, la présidente de Banque Centrale Européenne a souligné qu'une hausse des dépenses militaires en Allemagne pourrait avoir un impact significatif sur la croissance et l'inflation. Ces dépenses devraient également faire progresser les montants de dette souveraine allemande émis et faire du pays le premier emprunteur de l'Union européenne. En 2024, l'Allemagne a fait appel au marché pour un volume d'émission brut de 276 Mds€, contre 350 Mds€ pour l'Italie et 300 Mds€ pour la France. Les dépenses militaires allemandes représentaient 2,1% du PIB en 2024 contre 1,5% les années précédentes. Elles devraient atteindre 3,5% du PIB à partir de 2027.

Après l'annonce de l'accord, le taux à 10 ans de l'Allemagne augmente de 43 pb en deux séances pour atteindre 2,93%, un niveau proche du point haut de 2023 à 3,02%. La courbe se pentifie. L'écart de rendement entre le taux à 2 ans et le taux à 10 ans est en hausse de 21 pb et s'établit à 59 pb. L'écart entre les taux à 10 ans des Etats-Unis et de l'Allemagne diminue de 34 pb pour dôturer à 147 pb. Côté devise, l'euro s'apprécie contre le dollar à 1,0833.

Le plan, qui repose sur un changement de la constitution, doit encore être approuvé au parlement allemand avec deux tiers des voix. Le ratio d'endettement de l'Allemagne reste modéré au regard de ceux des Etats-Unis, 124%, et de la France, 115%.

La recherche de souveraineté, ici matérialisée par des dépenses dans le secteur de la défense, est un thème majeur décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières.



Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	07/03/25	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	⇒	-1,00	
BCE - Taux Repo	2,65	2,90	3,40	3,15	4,50	-0,25	↓	-0,75	↓	-1,85	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,50	2,75	3,25	3,00	4,00	-0,25	↓	-0,50	↓	-1,50	↓
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,75	4,75	5,25	0,00	⇒	-0,25	↓	-0,75	↓
Banque du Japon	0,50	0,50	0,25	0,25	-0,10	0,00	⇒	0,25	↑	0,60	↑
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,30	4,21	4,33	4,57	4,08	9	↑	-2	↓	22	↑
Allemagne	2,84	2,41	2,45	2,37	2,31	43	↑	39	↑	53	↑
France	3,56	3,15	3,20	3,20	2,76	41	↑	35	↑	80	↑
Italie	3,96	3,54	3,73	3,52	3,62	42	↑	23	↑	34	↑
Royaume-Uni	4,64	4,48	4,50	4,57	3,99	16	↑	14	↑	65	↑
Japon	1,52	1,38	1,01	1,10	0,73	14	↑	51	↑	79	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	55,0	53,7	54,8	57,7	53,4	1,2	↑	0,2	↑	1,5	↑
Indice Itraxx Crossover	296,1	288,6	290,8	313,1	298,5	7,4	↑	5,2	↑	-2,5	↓

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

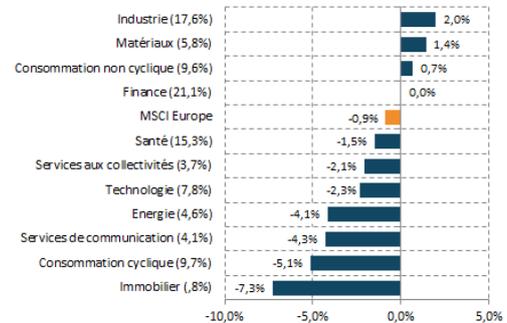
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) est en baisse de 0,9%, mais reste en hausse de près de 9% depuis le début de l'année. L'industrie se distingue à la hausse, et en particulier le segment de la défense tiré par les perspectives de dépenses supplémentaires de la part des Etats européens. Notons les hausses de 10% à 25% de Thales, Dassault Aviation, Rheinmetall et Leonardo. Les matériaux progressent également, surtout la chimie, portée par le plan d'investissement en Allemagne. A l'inverse, l'immobilier baisse fortement en lien avec la hausse sensible des taux. Sur la semaine on constate la surperformance des petites valeurs (MSCI EMU petites capitalisations), dont les secteurs industrie et matériaux représentent 40% de l'indice. Depuis le début de l'année, elles reviennent à moins de 100 points de base de l'indice grandes capitalisations (MSCI EMU).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 28/02/2025 au 07/03/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Divergence de performances des sociétés de semiconducteurs en Europe

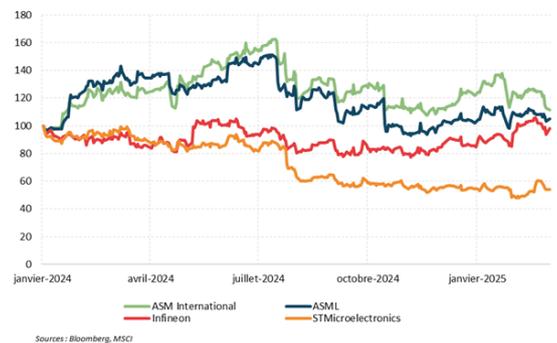
Lors de nos Perspectives Economiques et Financières de novembre 2024, nous avons présenté un travail sur l'état d'avancement de la diffusion de l'Intelligence Artificielle au sein des entreprises qui montrait que les importants investissements réalisés ne se traduisaient pas encore dans les déploiements d'applications. Les marchés actions européens ne comptent certes pas dans leurs rangs de « GAFAM », mais plusieurs importantes sociétés de semiconducteurs. Celles-ci ont connu depuis début 2024 des performances contrastées.

On peut tout d'abord noter la meilleure performance des équipementiers (fournisseurs de matériel permettant la production des semiconducteurs), ASML et ASM International, sur les fabricants de semiconducteurs tels que STMicroelectronics et Infineon. Les premiers ont été favorisés par les importants investissements dans l'intelligence artificielle de la part des grands acteurs internationaux. Des facteurs spécifiques sont aussi à noter. Pour ASM International, la montée en puissance de la nouvelle architecture de semiconducteur GAA (Gate All Around) qui implique une plus forte demande pour ses équipements de déposition (une étape clé de la fabrication de puces). Pour ASML, l'avancée sur sa technologie EUV (Extreme Ultraviolet) et ses déclinaisons futures qui favorisent une miniaturisation toujours plus fine des procédés de gravure. Les équipementiers ont toutefois connu une importante volatilité ces derniers mois en raison des incertitudes liées aux besoins d'investissements réels du secteur à la suite de l'émergence du modèle d'IA chinois Deepseek et des restrictions croissantes demandées par les Etats-Unis au sujet de leurs exportations vers la Chine.

Les producteurs de semiconducteurs (Infineon et STMicroelectronics) ont, sur les derniers mois, connu une période compliquée en raison d'un niveau de stocks encore élevé sur leurs principaux marchés finaux (en particulier l'automobile et l'industrie) après des années 2020-2023 qui ont été fastes. On peut noter une performance plus stable chez Infineon en raison d'un meilleur positionnement sur les débouchés de l'intelligence artificielle et des centres de données, une meilleure dynamique de parts de marché, une exposition moins dépendante du pur véhicule électrique (par rapport au moteur hybride), une activité supérieure en Chine, et une gouvernance moins sujette à perturbations que chez STMicroelectronics.

Nous continuons à être prudents sur un secteur présentant certes d'importantes perspectives de croissance mais volatiles. Les semiconducteurs sont un enjeu majeur de souveraineté, un thème que nous suivons de près dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Performance des sociétés du secteur des semiconducteurs - Base 100 en Janvier 2024



Sources : Bloomberg, MSCI

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	07/03/25	J-7	07/11/24	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	31/12/24	sur 12 mois		
MSCI EMU	181,6	180,8	162,0	163,2	163,9	0,5	↑	12,1	↑	10,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 179,8	1 156,9	1 047,2	1 056,7	993,6	2,0	↑	12,7	↑	18,7	↑
MSCI EMU Small Cap	452,7	421,4	410,2	390,5	423,3	7,4	↑	10,4	↑	6,9	↑
MSCI Europe	185,4	187,1	170,6	169,9	168,9	-0,9	↓	8,7	↑	9,8	↑
France CAC 40	8 120,8	8 111,6	7 425,6	7 380,7	8 016,2	0,1	↑	9,4	↑	1,3	↑
Allemagne DAX 30	8 813,8	8 638,5	7 438,6	7 648,6	7 037,0	2,0	↑	18,5	↑	25,2	↑
Italie MIB	38 592,8	38 655,1	33 981,2	34 186,2	33 418,7	-0,2	↓	13,6	↑	15,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 679,9	8 809,7	8 140,7	8 173,0	7 692,5	-1,5	↓	6,6	↑	12,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 354,6	10 679,2	9 785,5	9 877,2	8 999,6	-3,0	↓	5,8	↑	15,1	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les performances des marchés **asiatiques** ont été disparates. Les marchés chinois s'inscrivent en forte hausse, encouragés par la publication de données macroéconomiques positives et meilleures qu'attendues et par une session rassurante du Congrès National du Peuple Chinois qui souligne la volonté du gouvernement de soutenir l'économie. Les géants internet ont poursuivi leur hausse, profitant du lancement par Alibaba d'un langage d'intelligence artificielle en architecture ouverte, similaire à celui de Deepseek. L'Indonésie, très dépendante de la demande chinoise, progresse aussi fortement, grâce à la mise en place d'un prix plancher sur le charbon, l'une de ses principales matières premières à l'exportation. A l'inverse, l'Australie continue de sous performer, pénalisée par des craintes de droits de douane américains et malgré la baisse de taux directeurs de la banque centrale.

Parmi les éléments transverses, on notera la décision du régulateur japonais de resserrer les obligations de déclaration de participations croisées, avec pour objectif une amélioration de la gouvernance des entreprises. En ce qui concerne les secteurs stratégiques et les relocalisations de production, dans le cadre d'une rencontre entre D. Trump et le PdG de TSMC, ce dernier a communiqué sur un investissement de 100 Mds\$ sur 4 ans aux États-Unis sans que l'on puisse rapprocher ce chiffre à des annonces d'investissements déjà évoquées par la passé.

Les marchés **américains** poursuivent leur correction, dans la crainte de pressions inflationnistes persistantes et la dégradation de la conjoncture domestique induites par les vives tensions commerciales entre les États-Unis et leurs principaux partenaires commerciaux, le Canada, le Mexique et la Chine. Parallèlement, la défiance à l'égard de la thématique IA, engendrée par l'émergence récente de plusieurs modèles chinois à bas coûts (DeepSeek, Tencent, Alibaba) et les perspectives prudentes pour 2025 de la part de plusieurs sociétés de la sphère logiciels et semi-conducteurs ont aussi pesé sur les grands indices, le S&P 500 et le Nasdaq se repliant de respectivement 3,1% et 3,5% (-6,2% et -6,6% en euro). Dans ce contexte, les compartiments défensifs de la santé et de la consommation courante ont bien résisté.

Devant le Congrès, Donald Trump a déclaré vouloir annuler le « CHIPS Act » de 2022, loi qui prévoit 53Mds\$ de subventions pour la production de semi-conducteurs et de composants sur le territoire domestique. Le président américain estime ainsi que sa politique tarifaire devrait suffire à convaincre les fabricants de déployer des nouvelles capacités aux États-Unis.

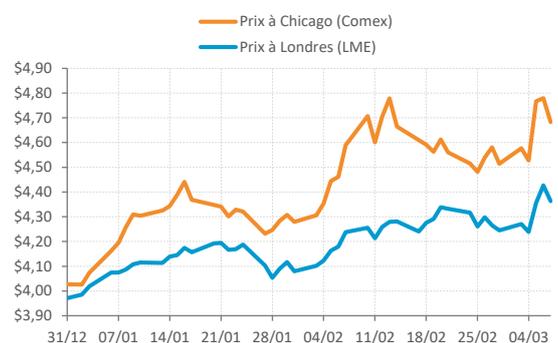
Le Focus de la semaine : Vers des droits de douane sur le cuivre aux États-Unis ?

Lors de son discours au Congrès la semaine dernière, D. Trump a déclaré son intention de mettre en place « prochainement » des droits de douane de 25% sur les importations de cuivre aux États-Unis. Cette déclaration fait suite au décret présidentiel signé le 25 février ordonnant au Département du Commerce des États-Unis d'enquêter sur les risques que font peser les importations de cuivre sur la sécurité nationale. Cette enquête, qui pourrait durer jusqu'à 270 jours, sera menée en vertu de la section 232 de la loi sur l'expansion du commerce de 1962 – et étant donné qu'elle repose sur des préoccupations de sécurité nationale plutôt que sur des préoccupations économiques, le gouvernement ne sera pas tenu d'établir « une violation d'accès au marché ou un préjudice » pour mettre en place des mesures protectionnistes. Dans ce contexte, les marchés de matières premières intègrent désormais une forte probabilité de droits de douane sur le métal rouge, avec des prix en hausse de +19% (Comex, prix à Chicago) et +11% (LME, prix à Londres) depuis le début de l'année (cf. graphique ci-contre).

Pour l'heure, les États-Unis ne disposent pas de la capacité de production nécessaire pour assurer leur autosuffisance en cuivre : 1,13 million de tonnes produites (recyclage inclus) contre 1,59 million de tonnes consommées en 2024. L'objectif étant de s'affranchir de toute dépendance extérieure sur des matériaux critiques, la stratégie américaine s'appuiera sans doute sur des mesures de déréglementation pour favoriser la hausse des capacités de production, notamment en Arizona et en Utah (principaux États producteurs).

Le renforcement de la souveraineté des États et la réorganisation des échanges mondiaux sont au cœur des réflexions de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) depuis plusieurs années et constituent des thématiques d'investissement majeures pour les portefeuilles sous gestion.

Evolution des prix du cuivre depuis le début de l'année (en dollars par livre)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance. Dernier point le 07/03/2025.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale					en €				
	07/03/25	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois		
Etats-Unis - S&P500	5 770	5 955	5 973	5 882	5 124	-3,1	-3,4	-1,9	12,6	-7,2	-3,6	-6,2	13,7		
Etats-Unis - Dow Jones	42 802	43 841	43 729	42 544	38 723	-2,4	-2,1	0,6	10,5	-6,5	-2,4	-3,8	11,6		
Etats-Unis - Nasdaq	18 196	18 847	19 269	19 311	16 085	-3,5	-5,6	-5,8	13,1	-7,5	-5,8	-9,9	14,2		
Japon Nikkei 300	581	576	590	604	584	0,9	-1,5	-3,9	-0,6	-1,7	1,5	-2,5	-0,3		
Corée du Sud KOSPI	2 563	2 533	2 565	2 405	2 680	1,2	0,0	6,6	-4,4	-2,4	-5,1	3,7	-12,2		
Chine - Shanghai	3 373	3 321	3 471	3 352	3 046	1,6	-2,8	0,6	10,7	-2,4	-4,5	-3,1	10,9		
Hong Kong Hang Seng	24 231	21 134	20 953	20 060	16 353	14,7	15,6	20,8	48,2	9,9	15,3	15,4	50,6		
Marchés Emergents - MSCI	1 129	1 097	1 141	1 075	1 037	2,9	-1,1	4,9	8,8	-1,5	-1,3	0,3	9,9		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'Europe se réarme : hausse des budgets et impact sur l'industrie de la défense

Plusieurs événements récents ont conduit les gouvernements européens à augmenter leurs budgets de défense. L'invasion de l'Ukraine par la Russie en 2022 a été un premier catalyseur, mettant en évidence la nécessité de renforcer les capacités militaires face à des menaces potentielles.

Les dépenses des pays européens sont passées de 1,6 % du PIB en moyenne en 2020 à près de 2 % en 2024, avec des disparités notables entre les États. Ceux situés à proximité de la Russie, comme les États baltes (Estonie, Lettonie) et la Pologne, ont alloué plus de 3 % de leur PIB à la défense en raison de la perception d'une menace directe. À l'inverse, des pays plus éloignés et disposant de ressources budgétaires plus limitées, tels que l'Espagne et le Portugal, ont consacré moins de 1,5 % de leur PIB à cet effort.

L'augmentation des budgets militaires depuis l'invasion de l'Ukraine se reflète directement dans le carnet de commandes et le chiffre d'affaires des entreprises de défense européennes. Pour les cinq principaux acteurs cotés en bourse, dont plus de 70 % du chiffre d'affaires sont liés à la défense, les commandes ont progressé à un rythme annuel moyen de 15 % entre 2020 et juin 2024. Cette croissance a été particulièrement forte pour les armements destinés à la guerre conventionnelle de haute intensité, tels que les munitions, l'artillerie et les blindés. Ces équipements avaient été sous-financés en Europe, aucun pays n'ayant anticipé un conflit terrestre de grande ampleur. Jusqu'ici, les États avaient plutôt concentré leurs efforts sur les technologies militaires d'avenir, comme les drones et robots autonomes, les armes hypersoniques, la cybergdéfense et les capacités offensives numériques.

L'incertitude concernant le soutien militaire américain a été un autre catalyseur ces derniers mois, incitant les membres européens de l'OTAN à accroître leurs propres dépenses de défense. De plus, la récente suspension de l'aide militaire des États-Unis à l'Ukraine, ainsi que l'éventualité de coupure du réseau de satellites en orbite terrestre basse (LEO) Starlink pour l'armée ukrainienne, ont mis en évidence la dépendance stratégique de l'Europe vis-à-vis d'infrastructures satellitaires non européennes.

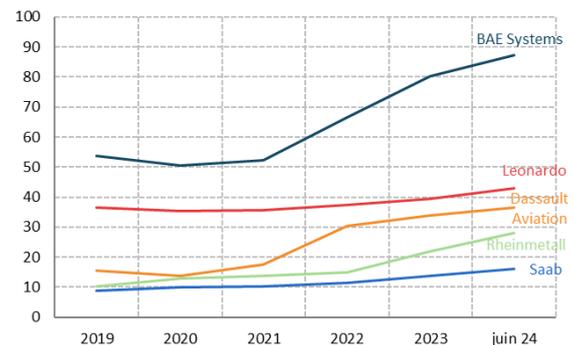
Ces événements renforcent la nécessité de développer un réseau de satellites européen pour garantir l'autonomie et la sécurité des communications militaires. Dans ce cadre, les pays européens avancent sur des projets comme la constellation IRIS (Infrastructure pour la Résilience, l'Interconnectivité et la Sécurité par Satellite), destinée à fournir des communications sécurisées et résilientes, indépendantes des systèmes américains. Le consortium SpaceRISE, chargé de l'acquisition, de la construction et de l'exploitation d'IRIS, regroupe des opérateurs satellitaires (Eutelsat, SES, Hispasat) ainsi que des acteurs majeurs du secteur spatial (Airbus, Thales Alenia Space, etc.). Doté d'un budget de 10,6 milliards d'euros, ce projet est financé à 60 % par l'Union européenne et à 40 % par les membres du consortium. Il constitue une illustration supplémentaire de la quête de souveraineté que nous mettons en avant dans nos Perspectives Économiques et Financières.

Dans cette optique, les dépenses de défense des États européens devraient continuer de croître entre 2025 et 2030. Plusieurs développements récents devraient non seulement faciliter l'augmentation des budgets militaires, mais aussi dynamiser les programmes d'investissement des entreprises du secteur.

La Commission européenne a récemment dévoilé le plan de défense « ReArm », qui pourrait mobiliser 800 milliards d'euros pour réarmer le continent. Ce plan permettrait aux 27 États membres d'augmenter leurs dépenses de défense d'une moyenne de 1,5 % du PIB sans être soumis à un processus de déficit excessif, offrant ainsi une marge budgétaire de 650 milliards d'euros sur les quatre prochaines années. En complément, l'Union européenne prévoit la création d'un nouvel instrument financier débloquant 150 milliards d'euros de prêts aux États membres pour investir dans les systèmes d'artillerie, les munitions, les missiles, la défense antiaérienne, les drones et les dispositifs antidrones. Ce fonds vise également à répondre aux besoins stratégiques en cybersécurité et en mobilité militaire.

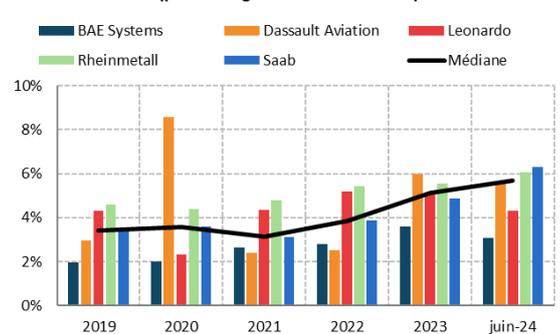
Concernant le financement des investissements des entreprises de défense, une table ronde réunissant des acteurs financiers européens s'est récemment tenue pour examiner le rôle du capital privé dans ce secteur, qui viendrait compléter les capitaux publics. Les discussions ont notamment porté sur les moyens d'adapter le cadre réglementaire européen afin de favoriser un environnement d'investissement plus attractif, notamment en renforçant l'effet de levier. Les participants ont également souligné la nécessité de clarifier certains aspects du cadre financier durable de l'Union européenne pour s'assurer qu'il ne freine pas l'investissement dans la défense. Les contributions issues de cette table ronde alimenteront le Livre blanc sur l'avenir de la défense européenne, dont la publication est prévue le 19 mars.

Evolution du carnet de commande de cinq grands acteurs européens de la défense (Md€)



Sources: Rapports trimestriels des sociétés, Covéa Finance
Note: Entreprises dont plus de 70 % du chiffre d'affaires est lié à la défense.

Evolution des investissements de cinq grands acteurs européens de la défense (pourcentage du chiffre d'affaires)



Sources: S&P Capital IQ, Covéa Finance.
Note: Entreprises dont plus de 70 % du chiffre d'affaires est lié à la défense.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier

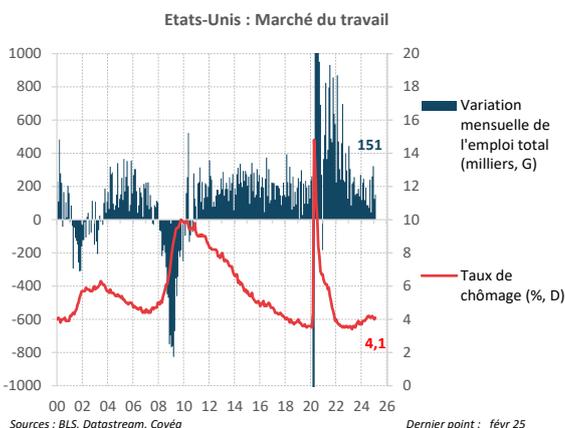


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La politique commerciale de l'administration Trump pèse sur la confiance des entreprises »

La politique commerciale déployée ces dernières semaines par l'administration américaine renforce l'incertitude et dissipe le regain d'optimisme des ménages et des entreprises qui avait accompagné l'élection de Donald Trump. Le dernier livre beige de la Réserve fédérale, rapport qui prend le pouls de l'économie américaine, fait largement écho au nouveau contexte commercial. Sur la période allant de début janvier au 23 février, on relève un ralentissement de la dynamique de croissance : « l'activité économique globale a légèrement augmenté depuis la mi-janvier. Six districts n'ont signalé aucun changement, quatre ont fait état d'une croissance modeste ou modérée, et deux ont noté de légères contractions ». Le précédent livre beige indiquait une croissance légère à modeste dans les douze districts. Le marché du travail en revanche est resté globalement bien orienté, ce qu'ont confirmé les chiffres d'emploi de février publiés par le Bureau des Statistiques du Travail (voir infra). Dans la plupart des districts, les entreprises s'attendent à ce que les droits de douane potentiels sur les facteurs de production les amènent à augmenter leurs prix, et quelques cas isolés d'entreprises ayant augmenté leurs prix à titre préventif ont été signalés. Les contacts dans l'industrie manufacturière et dans la construction ont exprimé leurs inquiétudes quant à l'impact potentiel des changements de politique commerciale, citant une « incertitude accrue très perturbante ».



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
ISM Manuf.	Indice	févr.-25	50,3	50,9	47,1	48,2
ISM Services	Indice	févr.-25	53,5	52,8	52,7	52,4
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	févr.-25	62,4	54,9	46,6	53,7
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	févr.-25	48,6	55,1	46,0	48,7
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	févr.-25	54,5	50,9	46,0	50,2
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	janv.-25	3,2	-0,9	0,9	-0,2
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	janv.-25	3,4	3,6	18,2	7,0
Taux de chômage	% de la pop. active	févr.-25	4,1	4,0	3,6	4,0
Créations nettes d'emplois	Milliers	févr.-25	151	125	216	168
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	févr.-25	4,0	4,0	4,4	4,0
Importations	Val, NCVS, GA%	janv.-25	25,0	15,1	-4,9	6,1
Exportations	Val, NCVS, GA%	janv.-25	2,1	-1,1	-2,3	2,3

*Du 03/03/2025 au 09/03/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les développements commerciaux cette semaine ont dû encore renforcer ce sentiment de manque de visibilité. L'administration Trump a en effet confirmé dans un premier temps l'entrée en vigueur le 4 mars de droits de douane sur l'ensemble des produits en provenance du Canada et du Mexique, à hauteur de 25%, à l'exception du pétrole et du gaz qui seront taxés à 10%. La raison invoquée est le manque d'implication de ces pays dans la lutte contre le trafic de fentanyl. Tandis que la Présidente mexicaine Claudia Sheinbaum réservait sa réponse, le Premier Ministre Justin Trudeau a annoncé que le Canada imposerait immédiatement des droits de douane de 25 % sur près de 100 Mds\$ de produits américains importés, en deux vagues. Une première vague viserait 20 Mds\$ de marchandises, telles que l'alcool, les vêtements et les appareils ménagers, qui sont produits dans des États à tendance républicaine. Une seconde vague d'environ 85 Mds\$ devait intervenir trois semaines plus tard, visant notamment les véhicules, l'acier et l'aluminium. Le lendemain, l'administration Trump a annoncé un délai d'exemption d'un mois supplémentaire pour les droits de douane sur les véhicules et pièces détachées, ce qui semblait faire suite aux plaintes des constructeurs automobiles américains, dont les chaînes de valeur traversent les 3 pays. Le 6 mars, un nouveau revirement intervient avec l'annonce d'un délai supplémentaire d'un mois pour les produits mexicains et canadiens répondant aux critères de l'accord commercial USMCA entré en vigueur en 2020 (c'est-à-dire respectant un certain nombre de règles de contenu en valeur ajoutée). Selon la Maison-Blanche, cela représenterait 50% des importations en provenance du Mexique et 38% de celles en provenance du Canada. Le gouvernement américain est également revenu sur les droits de douane de 25% sur la potasse canadienne, les ramenant à 10%, afin de soulager les agriculteurs américains. A la suite de cette volte-face, la Canada a indiqué suspendre sa seconde vague de hausse de droits de douane et la Présidente Sheinbaum s'est félicitée de l'échange constructif qu'elle a eu avec le Président Trump. Par ailleurs, la hausse de 10% des droits de douane sur les produits chinois, en sus des 10% imposés début février, est bien entrée en vigueur le 4 mars, occasionnant des représailles de la part de la Chine (voir en page 9).

Si les données d'activité suggèrent une modération de la dynamique en ce début d'année, le marché du travail affiche une certaine résistance. Les créations d'emplois ont atteint 151 000 postes en février, après 125 000 en janvier. Le dynamisme dans le

secteur privé (140 000) a été porté par les services (106 000), mais aussi la construction (19 000) et le secteur manufacturier (10 000). Le taux de chômage progresse légèrement à 4,1% (4,0% en janvier) et le salaire horaire s'inscrit en hausse de 0,3% sur le mois et affiche une croissance annuelle robuste de 4%. On relève toutefois que le nombre d'heures travaillées par semaine s'est affaibli ces deux derniers mois (34,1 heures, contre 34,3 au T4 2024), ce qui pourrait indiquer une modération de la demande de main d'œuvre. Enfin, le nombre d'emplois dans le gouvernement fédéral recule de 10 000 postes, soit la plus forte baisse depuis juin 2022, premier signal de l'impact des coupes budgétaires orchestrées par le DOGE (Département de l'efficacité gouvernementale). L'enquête Challenger indique également un impact significatif en faisant état d'une très forte hausse des licenciements dans l'administration en février, à hauteur de 62 000 postes, ce qui constitue un point haut depuis le début de la série statistique (2010).

Du côté des données d'enquête, l'indicateur ISM manufacturier s'est dégradé en février. Si l'indice reste en territoire indiquant une croissance modeste de l'activité pour le deuxième mois consécutif, après 26 mois en zone de contraction, les sous-composantes de l'enquête sont faibles. Ainsi les nouvelles commandes reculent à 48,6 points, la production à 50,7 et l'emploi à 47,6. Par ailleurs la composante prix payés enregistre une forte augmentation (au plus haut depuis juillet 2022). **Les entreprises interrogées font part de l'impact des futurs droits de douane sur la dynamique des prix** et décrivent un environnement incertain. L'indice PMI manufacturier de S&P global est mieux orienté. Toutefois, le communiqué de presse souligne que la robustesse récente provient en partie de la concentration de l'activité en anticipation des droits de douane potentiels. On relève une dynamique de prix similaire à celle de l'enquête ISM. Dans les services, l'indicateur ISM a légèrement progressé en mars, à un niveau qui indique une croissance de l'activité, bien que moins soutenue qu'au quatrième trimestre 2024. Les sous-composantes sont favorables avec une hausse des nouvelles commandes et de l'emploi. De la même manière que pour l'ISM manufacturier on relève une accélération des prix payés, à 62,6. Ces développements vont dans le sens de notre lecture d'une inflation américaine persistante, développée dans nos Perspectives économiques et financières.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

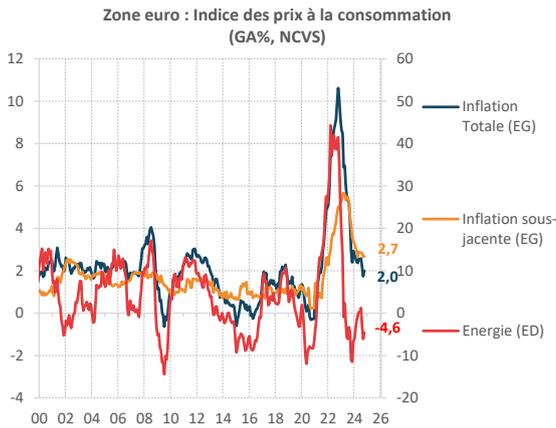


Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE baisse ses taux mais ouvre la voie à une possible pause »

L'inflation a légèrement reculé en zone euro au mois de février : en première estimation, l'indice harmonisé des prix à la consommation s'est affiché en hausse de 2,4% sur un an, contre 2,5% en janvier. Après être restée stable à 2,7% pendant cinq mois, l'inflation sous-jacente est revenue à 2,6%, un plus bas depuis janvier 2022. Les prix des services ont ralenti, avec une progression sur un an de 3,7%, comme en avril 2024. En l'absence de détails dans cette première estimation, il est difficile de déterminer la durabilité de cette amorce de repli de l'inflation des services, qui n'avait été qu'un feu de paille la dernière fois qu'elle est intervenue. La progression de l'indice énergie s'est atténuée, notamment sous l'effet de la forte baisse des tarifs régulés de l'électricité en France, mais l'impact sur l'inflation totale a été en partie compensé par une accélération des prix des produits alimentaires.



Sources : Eurostat, Datastream, Covéa Finance

Dernier point: oct.-24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	janv.-25	6,2	6,2	6,6	6,4
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	janv.-25	1,6	2,2	-1,9	1,1
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	févr.-25	2,4	2,5	5,4	2,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	févr.-25	2,6	2,7	4,9	2,9
AL	Taux de chômage % de la pop. active	janv.-25	3,5	3,5	3,0	3,4
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	janv.-25	2,9	2,8	-3,2	0,9
FR	Taux de chômage % de la pop. active	janv.-25	7,3	7,3	7,3	7,4
IT	Taux de chômage % de la pop. active	janv.-25	6,3	6,4	7,7	6,6
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	janv.-25	-0,1	0,7	-2,9	-0,8
ES	Taux de chômage % de la pop. active	janv.-25	10,4	10,6	12,2	11,4

*Du 03/03/2025 au 09/03/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Par ailleurs, **le taux de chômage de la zone euro est resté stable** (depuis octobre dernier) à un plus bas historique (révisé) de 6,2%. Les destructions d'emplois observées en Allemagne et en France depuis la fin de l'année dernière ne se traduisent pas encore par une détente sur le marché du travail de la zone euro dans son ensemble.

Dans ce contexte, **le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de réduire une nouvelle fois les taux directeurs de 25 points de base**, ramenant le taux de facilité de dépôt à 2,50%. Les banquiers centraux sont confiants dans l'atteinte de leur objectif d'inflation ces prochains mois, mais celle-ci devrait être légèrement supérieure en 2025 à ce qui était précédemment attendu, en raison de prix de l'énergie plus dynamiques. Le communiqué de presse a été modifié : alors qu'il évoquait précédemment que la politique monétaire était « toujours restrictive », il indique désormais que la politique monétaire est « sensiblement moins restrictive ». Interrogée durant la conférence de presse sur une éventuelle pause dans l'assouplissement monétaire lors de la réunion d'avril, C. Lagarde a déclaré que les futures décisions resteront basées sur l'examen des données, et n'a pas exclu l'éventualité d'une pause.

En Allemagne, l'alliance CDU-CSU, arrivée en tête des élections anticipées du 23 février dernier, et le SPD, avec lequel elle est entrée en négociation pour former une coalition, ont publié un préaccord, moins de deux semaines après les élections. C'est sur la base de ce texte que les discussions sur un « contrat de gouvernement » vont s'engager. Celui-ci comprend cinq grandes parties. La première, **sur le financement**, inclut la création d'un fonds spécial de 500Mds€ pour les investissements en infrastructures dans les 10 prochaines années et un projet de réforme du mécanisme constitutionnel de frein à la dette pour le financement de l'augmentation des dépenses militaires (cf. page 9) avant l'entrée en fonction du Bundesrat issu des élections. Elle annonce aussi des travaux pour une modification plus profonde de ce mécanisme d'ici la fin de l'année. **Sur l'économie**, l'objectif est de favoriser une augmentation de la « croissance potentielle » de l'Allemagne, via des mesures favorisant la compétitivité (réductions d'impôts, réforme du chômage, baisse des prix de l'énergie -avec notamment une augmentation de l'offre via la construction de centrales électriques à gaz supplémentaires-, soutien aux secteurs stratégiques, etc.). La partie portant **sur le travail et les affaires sociales** reprend notamment le slogan mis en

avant lors de l'élaboration des Lois Hartz des années 2000, « inciter et exiger », pour augmenter l'offre sur le marché du travail. Ce dernier objectif passe aussi par des incitations à continuer à travailler après l'âge légal de départ en retraite. Par ailleurs, le salaire minimum horaire devrait augmenter pour atteindre 15€ en 2026. La quatrième partie porte **sur l'immigration** et met en avant à la fois la volonté de limiter les entrées de migrants tout en favorisant la venue de personnes qualifiées dans les secteurs en manque de main d'œuvre.

Alors que la situation des finances publiques françaises reste un sujet de préoccupation, **le ministre des Finances Eric Lombard a dévoilé un plan d'action pour améliorer le pilotage des finances publiques**, après des années 2023 et 2024 qui ont été marquées par des écarts importants entre la prévision initiale du déficit et le déficit constaté. Le plan vise notamment à créer un comité d'alerte qui se réunirait trois fois par an pour prendre connaissance des risques d'écart aux prévisions et des éventuelles mesures correctives envisagées. Ce comité permettrait d'alerter plus rapidement et de manière systémique le Parlement et les acteurs des finances publiques en cas de dérapage imprévu des recettes ou des dépenses.

Au Royaume-Uni, la réduction des marges de manœuvre budgétaires pourrait conduire la ministre des Finances, Rachel Reeves, à couper certaines dépenses. A l'issue de la présentation de son budget en octobre 2024, le gouvernement britannique disposait d'une marge de manœuvre de 9,9Mds£ par rapport aux règles budgétaires (qui imposent que les dépenses publiques hors investissements égalisent les recettes d'ici l'année fiscale 2029-2030). Néanmoins, la hausse des taux souverains depuis l'automne 2024 a quasiment réduit à néant cette marge de manœuvre, tandis que les signes de ralentissement de la croissance se multiplient. Selon des informations du *Financial Times*, Rachel Reeves pourrait ainsi décider de réduire certaines dépenses par rapport au projet de budget présenté en octobre.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : L'Europe s'arme d'un « quoi qu'il en coûte » budgétaire pour financer sa défense

La recomposition du paysage géopolitique s'accélère depuis le retour de Donald Trump à la Maison Blanche. Face à une administration américaine moins encline à assurer la protection militaire de l'Europe, les dirigeants européens ont pris conscience de la nécessité de (re)construire une Europe de la défense. A cela s'ajoute la suspension de l'aide militaire américaine à l'Ukraine, qui pourrait entraîner de plus fortes dépenses européennes en faveur de Kiev.

Vers un assouplissement des règles budgétaires européennes :

Lors d'un sommet extraordinaire le 6 mars, les 27 dirigeants de l'Union européenne se sont accordés sur un plan pour augmenter les dépenses de défense, qui pourrait mobiliser jusqu'à 800Mds€. Le plan intitulé « **ReArm EU** » (réarmer l'Europe) comporte plusieurs volets :

- **L'autorisation va être donnée aux Etats-membres d'invoquer la clause de sauvegarde du Pacte de stabilité et de croissance afin que l'augmentation de leurs dépenses militaires soit exclue de l'examen annuel de leur situation budgétaire par les services de la Commission.** Cette décision peut être prise par le Conseil à la majorité qualifiée. Dans l'hypothèse où la hausse des dépenses serait de 1,5% du PIB en moyenne, la Commission calcule que les dépenses additionnelles pourraient atteindre 650Mds€ en 4 ans (ce qui suppose une augmentation progressive des dépenses de défense).
- **La seconde est une nouvelle facilité de prêts aux Etats-membres, financée par un emprunt européen,** de 150Mds€ destinée à contribuer à des achats communs d'équipements militaires, si possible fabriqués dans l'UE (l'objectif de renforcement de la base industrielle de défense est inscrit dans le communiqué). Il faut pour cela que tous les Etats-membres soient d'accord : unanimité au Conseil européen et ratification par les parlements nationaux de tous les Etats-membres. Il s'agit par conséquent de la disposition -a priori- la plus compliquée, et potentiellement la plus longue, à mettre en œuvre.
- La troisième piste consisterait à **inciter les Etats-membres à solliciter les fonds de cohésions non-utilisés** pour financer des dépenses militaires. L'affectation des fonds, vers le militaire ou non, est de la responsabilité de chaque Etat. Le montant « disponible » approcherait 360Mds€.
- Le communiqué mentionne la possibilité de mobiliser des fonds privés via l'accélération de l'Union des marchés de capitaux et le recours à la BEI, qui ne dépend que d'une décision du directoire de la Banque.

En Allemagne, un tournant majeur dans la traditionnelle rigueur budgétaire :

Actuellement, le mécanisme constitutionnel de frein à la dette (créé en 2009) limite à 0,35% du PIB le déficit « structurel » du budget fédéral allemand. Avec le temps, ce mécanisme s'est avéré très rigide et il est accusé de porter une partie de la responsabilité de la faiblesse des investissements publics en infrastructures.

Le 4 mars 2025, l'alliance CDU-CSU, arrivée en tête des élections anticipées du 23 février dernier, et le SPD, avec lequel elle est entrée en négociation pour former une coalition, sont tombés d'accord pour proposer deux amendements à la Constitution :

- Le premier vise à **la création du fonds spécial extrabudgétaire pour les infrastructures d'un montant de 500Mds€ sur 10 ans** (soit 1,2% de PIB par an), dont 100Mds seront affectés aux Länder et aux communes. Comme le fonds spécial pour la défense, introduit en 2022 avec un montant de 100Mds€, il serait inscrit dans la Constitution que ce nouveau fonds ne serait pas concerné par le mécanisme de frein à l'endettement.
- Le second vise à réformer le mécanisme de frein à la dette afin que les dépenses militaires au-delà de 1% du PIB en soient affranchies. Cette réforme du mécanisme de frein à la dette lèverait aussi l'interdiction faite aux Länder de s'endetter. Leur déficit annuel serait désormais limité à 0,35% de leur PIB.

Les probables futurs partenaires de coalition veulent présenter ce projet très rapidement, afin qu'il soit soumis au vote du Bundestag dans sa configuration actuelle. Ils estiment qu'il est plus facile de trouver une majorité des deux tiers, nécessaire à une réforme de la Constitution, dans la composition actuelle du Bundestag que dans l'assemblée qui va s'installer au plus tard le 25 mars (première session de la nouvelle assemblée au plus tard 30 jours après l'annonce du résultat des élections). M. Merz a annoncé demander, conjointement avec le SPD, une **session extraordinaire du Bundestag durant la semaine du 10 mars pour soumettre leur projet aux députés.**

Même dans la configuration actuelle du Bundestag (avec les députés sortants toujours en place), le CDU-CSU et le SPD doivent compter sur le ralliement des Verts pour atteindre la majorité des deux tiers. Les responsables écologistes ne se sont toutefois pas encore prononcés officiellement. Outre le fait que ces derniers sont favorables à l'augmentation des dépenses militaires, ils avaient aussi inscrit dans leur programme électoral la création d'un « Fonds pour l'Allemagne », destiné à financer des investissements, notamment en infrastructures. L'intégration d'un « fonds infrastructures » de 500Mds€ dans le projet commun au CDU-CSU et SPD pourrait les inciter à l'approuver.

En France, des capacités budgétaires plus limitées :

Le Ministre des Armées Sébastien Lecornu a déclaré son intention de doubler le budget alloué à la défense d'ici 5 ans, pour passer de 50Mds€ aujourd'hui à 100Mds€ en 2030. Néanmoins, contrairement à l'Allemagne, la France possède déjà un important déficit budgétaire et une dette publique élevée, ce qui pourrait conduire à des arbitrages budgétaires afin de financer la défense. Le Président E. Macron a exclu de nouvelles hausses d'impôts, mais la création d'un nouveau livret d'épargne spécial Défense serait envisagé.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

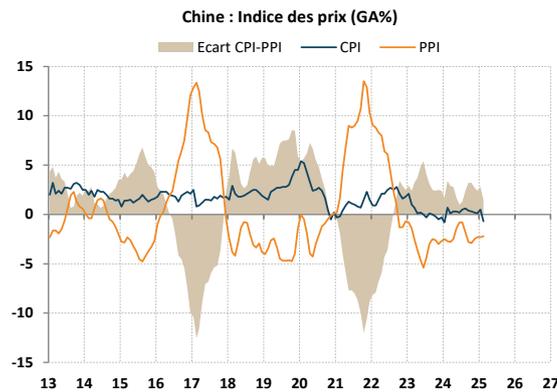
« Les exportations chinoises faiblissent début 2025, sur fond de guerre commerciale »

Les flux commerciaux chinois se sont nettement modérés sur les deux premiers mois de l'année. La croissance des exportations a chuté à 2,3% en glissement annuel (GA) en valeur en janvier-février (les statistiques des deux mois sont publiées ensemble pour atténuer les perturbations calendaires causées par les célébrations du nouvel an lunaire), contre 10,7% en décembre. Fin 2024, les exportations avaient fortement progressé, reflétant la volonté des exportateurs de réaliser leurs expéditions avant l'entrée en vigueur de droits de douane supplémentaires des Etats-Unis. La modération de début 2025 peut refléter le contre-coup de ce phénomène et les conséquences de l'entrée en vigueur effective de droits de douane en février. Néanmoins, si les exportations se sont nettement modérées vers les Etats-Unis (à 2,3% en GA en janvier-février après 15,6% en décembre), un ralentissement très marqué s'est également observé au niveau des exportations vers les autres principaux partenaires commerciaux de la Chine, et en particulier vers l'Union européenne, l'ASEAN, la Corée du Sud ou encore la Russie et le Brésil, à l'exception du Japon. Dans certains cas, l'affaiblissement des exportations chinoises hors Etats-Unis peut également refléter un phénomène d'anticipations de hausses des droits de douane américains sur les exportations des pays utilisant des intrants chinois, mais

cette explication ne peut pas être généralisée. Par produits, la modération des exportations s'observe dans la plupart des catégories, à l'exception de celles dans l'électronique qui étaient bien orientées. Les exportations de circuits intégrés ont été particulièrement dynamiques (11,9% en GA en janvier-février après 5,2% en décembre). Les importations ont décliné fortement à -8,4% en GA, après 1,0% en décembre. Ce recul est essentiellement visible au niveau des importations de matières premières comme le pétrole (-5,0% en GA en janvier-février en volume après -1,1% en décembre), le charbon (2,1% après 10,7% en décembre), le cuivre (-7,2% après 21,9% en décembre) et le minerai de fer (-8,4% après 11,5% en décembre). Ainsi, l'excédent commercial de la Chine s'est modéré pour atteindre une moyenne mensuelle de 85,3 Mds\$ en janvier-février, contre 104,8 Mds\$ en décembre.

La faiblesse de la demande domestique chinoise est également bien visible dans les données d'inflation. Après s'être légèrement redressée en janvier à 0,5%, l'inflation chinoise recule fortement à -0,7% en février. Outre une forte volatilité illustrant les effets calendaires du nouvel an lunaire, ces statistiques illustrent le maintien d'importantes pressions déflationnistes. Après s'être déjà contracté en 2023 et 2024, l'indice des prix à la production reste en recul en février 2025, à -2,2% en GA.

La Chine répond aux sanctions commerciales américaines. Face à la nouvelle hausse de 10% des droits de douane annoncé par le Président Trump sur les produits chinois entrée en vigueur cette semaine, qui s'ajoute à la hausse de 10% déjà annoncé début février, les autorités chinoises ont dévoilé un nouveau paquet de mesures de rétorsion, ciblant surtout les produits de l'agriculture et de l'élevage américain. En particulier, le ministère des Finances chinois a annoncé des droits de douane de 15% sur le poulet, le blé, le maïs et le coton, ainsi que des droits de 10% sur le soja, le sorgho, le porc, le bœuf, les produits laitiers, ainsi que d'autres produits agricoles, entrés en vigueur le 10 mars. En 2024, la Chine avait importé pour 24,7 Mds\$ de produits agricoles depuis les Etats-Unis, ce qui en faisait le



Source : Covéa Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	janv.-25	2,5	2,5	2,6	2,5
	Salaires CVS, GA%	janv.-25	3,0	4,1	1,2	2,6
CH	Inflation IPC, NCVS, GA%	févr.-25	-0,7	0,5	0,2	0,2
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	févr.-25	-0,1	0,6	0,7	0,5
	Exportations Val, NCVS, GA%	janv./févr. 25	-2,3	10,7	-4,7	5,9
	Importations Val, NCVS, GA%	janv./févr. 25	-8,4	1,0	-5,5	1,1

*Du 03/03/2025 au 09/03/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

troisième plus gros importateur pour ces produits, juste derrière le Canada et le Mexique. Outre ces hausses de droits de douane, le ministère chinois du commerce a ajouté 10 entreprises américaines, dont des sociétés du secteur de la défense, notamment impliquées dans la vente d'armes à Taïwan, à une liste d'entités non fiables. Quinze entreprises ont également été ajoutées à une liste de contrôle des exportations. Par ailleurs, la Chine a indiqué qu'elle tenterait une nouvelle action contre les États-Unis auprès de l'OMC, réitérant une plainte déjà déposée début février. Ces nouvelles sanctions commerciales chinoises s'ajoutent ainsi à celles annoncées en février, à la suite de la première hausse de droits de douane de la nouvelle administration Trump, qui ciblaient en particulier les produits énergétiques américains (pétrole gaz et charbon), les équipements agricoles et certains véhicules et élargissaient les restrictions sur les exportations chinoises de minéraux stratégiques. **En outre, les autorités chinoises ont annoncé des sanctions commerciales à l'encontre du Canada.** A compter du 20 mars, des droits de douane de 100% seront imposés sur l'huile de colza et les pois canadiens, ainsi que de 25% sur la viande de porc et d'autres produits agricoles. Les autorités ont officiellement expliqué ce mouvement comme une réponse aux hausses de droits de douane des autorités canadiennes sur les voitures électriques et les métaux chinois en octobre dernier. Toutefois, selon une chaîne de télévision d'Etat, ces nouvelles hausses de droits de douane servirait également d'avertissement aux pays qui seraient tentés d'imposer des barrières tarifaires à la Chine « en échange de quoi les États-Unis ne leur imposeraient pas de droits de douane supplémentaires ».

Au Japon, les salaires ralentissent en janvier mais la dynamique sous-jacente reste solide. La croissance des salaires a reculé à 2,8% en GA en janvier après 4,4% en décembre, principalement en lien avec la volatilité des primes. Néanmoins, la croissance des salaires contractuels, qui exclut les composantes volatiles, continue de progresser, à 3,1%, après 2,6% en décembre. Ce taux de croissance dépasse ainsi, pour la première fois en trois décennies, le seuil de 3% que la Banque du Japon avait, à plusieurs reprises, signalé comme étant compatible avec l'objectif d'inflation de 2%. Ainsi, cette donnée devrait conforter la banque centrale dans la normalisation de sa politique monétaire. Selon les premières informations disponibles, les négociations salariales annuelles qui débutent cette semaine devraient confirmer la dynamique solide des rémunérations.

En Australie, l'activité économique se reprend en fin d'année 2024. Après avoir été particulièrement peu dynamique sur les quatre trimestres précédents, la croissance du PIB a atteint 0,6% en glissement trimestriel (GT) au T4, soit 1,3% en glissement annuel. La consommation des ménages (+0,4% en GT) et les investissements des entreprises (+0,7%) affichent une dynamique solide et les dépenses publiques restent très dynamiques. La balance commerciale a également contribué favorablement à la croissance, profitant d'une hausse plus rapide des exportations (+0,7%), notamment soutenues par la hausse du prix du gaz naturel liquéfié et du minerai de fer, que des importations (+0,1%). Après sept trimestres de baisses consécutives, le PIB par habitant a légèrement progressé de 0,1% en GT.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : Assemblée nationale populaire de Chine - les autorités renforcent les soutiens budgétaires

La session annuelle de l'Assemblée nationale populaire de Chine (ANP) a débuté le 5 mars. L'ANP est le Parlement chinois doté d'une seule chambre composée de 2980 députés. Si le pouvoir législatif est largement délégué au Comité permanent de l'Assemblée nationale populaire et ses 170 députés, les réunions annuelles de l'ANP sont davantage l'occasion pour le gouvernement de présenter les résultats de l'année précédente, de fixer les grandes orientations politiques pour l'année suivante et de désigner les principaux dirigeants du pays. Comme tous les organes de l'État, l'ANP est placée sous la direction du Parti communiste chinois.

L'objectif de croissance du PIB pour 2025 est maintenu à « environ 5% », comme en 2023 et 2024. Néanmoins, le Premier ministre Li Qiang a déclaré qu'« il ne sera pas facile d'atteindre les objectifs de cette année ». En effet, alors qu'en 2023 la croissance chinoise avait bénéficié de la reprise postpandémie et qu'en 2024, elle a bénéficié d'une très forte contribution du commerce extérieur à la croissance, en 2025 la Chine devrait être fortement affectée, directement et indirectement, par les fortes hausses de droits de douane imposées par les États-Unis. **Pour atteindre son objectif de croissance, la Chine a indiqué que la 1ère priorité sera de « stimuler vigoureusement la consommation, améliorer l'efficacité des investissements et accroître la demande intérieure dans toutes les directions »** (cette tâche était classée 3ème priorité l'an passé). Les dirigeants entendent ainsi relancer la demande domestique du pays qui a été particulièrement peu dynamique depuis la crise sanitaire, dans un environnement déflationniste et de forte dégradation du secteur immobilier.

Pour ce faire, les autorités chinoises ont annoncé un renforcement des dépenses publiques :

- ◆ **La cible du déficit budgétaire officiel est désormais à « environ 4% » du PIB**, un plus haut historique, contre 3% en 2024.
- ◆ Le quota d'obligations spéciales ultra-longues du gouvernement central est porté à 1 300 Mds RMB (180 Mds\$) contre 1 000 Mds RMB en 2024. Ces émissions permettront d'augmenter :
 - Les fonds alloués au programme de primes à la reprise pour les achats de biens durables qui ont été doublés à 300 Mds RMB (41 Mds\$) contre 150 Mds RMB en 2024 et les fonds alloués au programme de mise à niveau des équipements pour les entreprises qui seront portés à 200 Mds RMB (28 Mds\$) contre 150 Mds RMB en 2024. De plus, la liste des produits éligibles à ces primes sera considérablement étendue.
 - Les financements alloués à la mise en œuvre des « stratégies nationales majeures » et pour le renforcement des « capacités de sécurité dans les secteurs clés » qui ont été portés à 800 Mds RMB (111 Mds\$) contre 700 Mds RMB en 2024
- ◆ Le quota d'obligations spéciales des gouvernements locaux est porté à 4 400 Mds RMB (608 Mds\$) contre 4 000 Mds RMB en 2024.
- ◆ Les pensions de retraite de base (qui concernent 173 millions de retraités) et les subventions pour les soins médicaux ont été revalorisées de respectivement 240 RMB (33\$) et 30 RMB (4\$) par an, soit des revalorisations identiques à celles accordées l'an passé. Plus largement, les autorités se sont engagées à renforcer la protection sociale et à introduire des politiques pour soutenir la natalité.
- ◆ Le budget de la défense progressera de 7,2% en 2025, comme en 2024.

Les autorités ont néanmoins revu à la baisse la cible d'inflation à 2%, soit la cible la plus faible depuis 2003, après 3% au cours des 4 dernières années. Ce mouvement reflète le maintien de pressions déflationnistes importantes dans le pays et ce en dépit de l'assouplissement de la politique monétaire qui a été réaffirmé par les autorités lors de la réunion, en ligne avec les annonces de décembre dernier signalant des baisses de taux et du ratio de réserves obligatoires des banques (sans préciser de calendrier pour ces baisses). Les autorités ont également réitéré leur engagement pour la stabilité du taux de change.

En outre, les autorités chinoises se sont à nouveau engagées à renforcer les efforts pour enrayer le déclin du secteur immobilier. Les dirigeants entendent poursuivre le déploiement de mesures d'assouplissement adaptées au niveau des villes et accélérer la rénovation des villages, tout en réduisant le nombre de logements invendus. Les gouvernements locaux pourront notamment d'utiliser les fonds issus des émissions d'obligations spéciales pour acheter des terrains et logements invendus.

Les autorités ont également indiqué un renforcement du capital des principales banques d'État via 500 Mds RMB (69 Mds\$) issus d'émissions d'obligations du gouvernement central, soit un montant bien inférieur aux 1 000 Mds RMB rapportés par la presse en septembre dernier.

La modernisation industrielle et l'autonomie technologique demeurent également parmi les tâches prioritaires énumérées par le Premier ministre. En outre, les dirigeants se sont engagés à poursuivre les réformes sur la fiscalité, la finance et la lutte contre la concurrence déloyale pour soutenir l'économie du secteur privé, notamment à travers une « loi de promotion du secteur privé » actuellement en discussion.

Si le Premier ministre Li n'a pas directement mentionné les États-Unis dans son discours, il a exprimé la détermination de la Chine à « s'opposer à l'hégémonisme et à la politique de puissance » et à « s'opposer à l'unilatéralisme et au protectionnisme sous toutes leurs formes ». Lors d'une conférence de presse en marge de l'événement, le ministre chinois des affaires étrangères, Wang Yi, a accusé les États-Unis d'utiliser la « loi de la jungle » et s'est engagé à « contrer fermement » leurs droits de douane « arbitraires ». Au sujet de Taiwan, Wang Yi a déclaré que « la Chine sera et doit être réunifiée ».

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.