

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

28 avril 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Poussée de tension(s)

Les messages de nos Perspectives Économiques et Financières résonnent avec encore plus d'acuité ces dernières semaines. Le monde est moins coopératif, le retour du Politique et les quêtes de souveraineté mettent à mal le libre-échange, le libéralisme et les relations internationales telles que nous les avons connues depuis la chute du mur de Berlin puis l'entrée de la Chine dans l'OMC.

Dans cette reconfiguration, les deux principales forces, américaine et chinoise, s'affrontent. Ce mouvement est profond mais n'est pas récent. Le conflit, engagé sous la présidence Obama, est poursuivi par ses successeurs, sans exception. En mars dernier, nous insistions sur la compétitivité grandissante des entreprises chinoises, notamment sur les secteurs de pointe, tout en menant une stratégie de volumes qui garantit un avantage coût. Probablement de quoi inquiéter davantage les décideurs américains. Aujourd'hui cette guerre commerciale s'intensifie et se diffuse, entre menaces et mesures de rétorsion. La prise de conscience des investisseurs de la remise en cause de fondements économiques des dernières décennies a des conséquences nécessairement importantes sur l'ensemble des actifs financiers et leur volatilité.

Des tensions il y en a également eu entre le Président américain et la Réserve fédérale lors du week-end de Pâques, amplifiant davantage les mouvements constatés ces deux dernières semaines sur le billet vert, les taux américains et les marchés actions ... avant que celles-ci ne s'estompent dans la semaine. La pression sur la FED grandit pour qu'elle baisse ses taux malgré ses inquiétudes sur l'inflation.

Autres tensions politico-commerciales, au sein de l'OPEP+. Depuis plusieurs semaines, la stratégie de l'Organisation interpelle : les inquiétudes sur la croissance mondiale grandissent mais elle augmente à nouveau sa production. Les prix du baril en ont logiquement souffert. Cette position est surtout contraire à sa volonté, affichée depuis plusieurs années, de contrôler les volumes extraits pour stabiliser les prix. Plusieurs explications ont été avancées dont la pression de la nouvelle administration américaine. Une autre, majeure, est liée aux discordes grandissantes entre les membres : face au non-respect par certains pays (Iran, Emirats Arabes Unis, Russie et récemment Kazakhstan) des quotas de production alloués, d'autres n'accepteraient plus de faire les efforts seuls. D'autant que les acteurs américains et brésiliens produisent toujours plus. Un engrenage déjà vu : l'Histoire nous enseigne que les revirements de politique de l'Organisation sont brutaux et provoquent des fluctuations importantes des prix. Allons-nous vers une nouvelle guerre des producteurs qui viseraient des gains de parts de marché plus que la stabilité des prix ? les conséquences sur l'inflation seraient alors non négligeables.

Ces évolutions du monde sont également génératrices de tensions géopolitiques. Cette semaine a été le théâtre d'un raffermissement des discordes entre l'Inde et le Pakistan, sur un sujet qui depuis 1947 demeure un « casus belli », le Cachemire. Cette région que les deux puissances nucléaires se sont partagées après un premier conflit consécutif au départ des Britanniques de la région, reste une zone de dissension entre les deux Etats et un enjeu majeur pour le gouvernement Modi qui a mis fin à son autonomie en 2019. L'attentat qui s'y est déroulé du côté indien a ravivé les braises qui couvaient : l'Inde a annoncé sortir du traité de 1960 de partage des eaux de l'Indus. Le pays est en amont de ces rivières et leurs affluents, alors qu'en aval elles irriguent le Pakistan. Jamais remis en cause, y compris lors des conflits de 1965 et 1999, les implications pour ce dernier seraient dévastatrices et induiraient probablement des ripostes d'ampleur envers l'Inde.

Comme nous l'indiquions dans les conclusions de nos Perspectives Économiques et Financières, les banques centrales sont contraintes dans leurs capacités d'action, notamment par les tensions inflationnistes persistantes que ce monde génère. Toutefois, et les événements récents nous y engagent, nous insistions sur la vigilance impérieuse quant aux changements que des évolutions de nature politique, géopolitique ou financière pourraient induire sur les politiques monétaires menées tant sur la trajectoire des bilans que sur l'évolution des taux directeurs.

Jacques-André Nadal

Directeur adjoint des gestions



Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'actualité des marchés obligataires reste marquée par l'évolution des tensions commerciales internationales, où le sentiment la semaine passée fut celui d'une désescalade entre les Etats-Unis et la Chine. Cela s'est traduit par une baisse de la volatilité, un rebond du dollar (l'EURUSD termine à 1,135 après avoir atteint 1,157 en début de semaine) et une détente des rendements obligataires américains (-9 bps pour le taux à 10 ans à 4,24%). En zone euro, les taux souverains sont également orientés à la baisse alors que les données économiques, notamment les indices des directeurs d'achat, soulignent la faiblesse de l'économie. Le regain d'appétit pour le risque a toutefois permis un resserrement des écarts de taux contre l'Allemagne : le taux du Bund à 10 ans termine à l'équilibre à 2,47% tandis que ceux de l'OAT et du BTP baissent respectivement 5 et 7 pbs à 3,19% et 3,57%.

Le marché du crédit profite également du contexte, avec un reflux des primes de risque sur la semaine. La prime de l'indice iBoxx Euro Corporate (catégorie investissement) cède 7 pb à 115 pb, soit un taux moyen de 3,32%, tandis que celle de l'indice haut rendement perd 33 pb à 403 pb, soit un taux moyen de 5,96%.

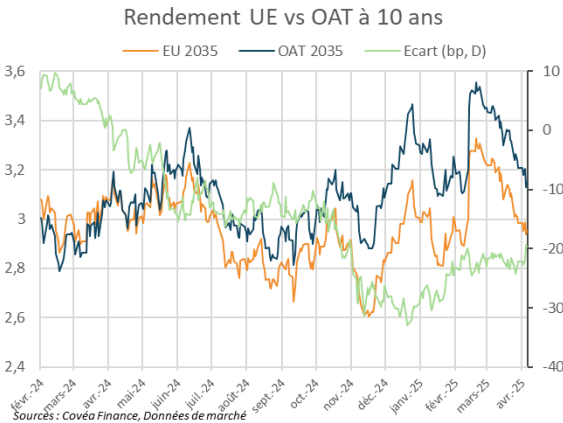
L'activité primaire en Europe a rebondi mais reste modérée pour la période, avec un montant cumulé hebdomadaire d'environ 20MdsEUR largement à la faveur des émissions bancaires qui représentent plus de 80% des volumes. Parmi les émetteurs non financiers, citons Heineken (BBB+) qui a émis 900MEUR sur 7,5 ans au taux de 3,276% soit OAT +42 bps.

Le Focus de la semaine : Lancement d'un contrat future sur la dette de l'Union Européenne

La bourse allemande de dérivés Eurex vient d'annoncer le lancement en septembre d'un contrat future sur les obligations de L'Union Européenne (UE). Le projet qui a vu le jour en 2021 avait été abandonné en novembre 2024 en raison du manque de visibilité quant aux programmes d'émission succédant à NextGenEU dont l'extinction est prévue en 2027. La décision prise en mars par les Etats membres de l'Union Européenne de mettre en oeuvre une politique de réarmement avec à la clé la création d'un fonds de 800 Mds EUR a redistribué les cartes dans la mesure où 150 Mds devraient être financés par des emprunts de l'UE via son nouveau programme SAFE (Security Action for Europe).

Le contrat à terme sera assorti d'une livraison physique basée sur un panier d'obligations de maturités comprises entre 8 et 12 ans et de montants en circulation supérieurs à 10MdsEUR, ce qui exclue de fait les titres du programme SURE («Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency », lancé en 2020 pour financer des dispositifs de chômage partiel dans tous les Etats membres de l'UE en en réponse à la pandémie du Covid). Contrairement à ce qui avait été initialement prévu, les obligations vertes du programme NGEU seront également écartées du panier livrable.

Ce lancement montre à nouveau la volonté de l'UE d'être considérée par les investisseurs comme un émetteur souverain, mais pour que le contrat à terme soit un succès, elle devra être attentive à la liquidité des obligations du panier et il est probable qu'elle augmente la part de ses futures émissions sur les maturités proches de 10 ans. Son prochain objectif sera l'intégration des obligations de l'UE dans les principaux indices obligataires, ce qui avait été refusé par MSCI et ICE en 2024 mais pourrait faire l'objet de nouvelles consultations.



Charles Lepic

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	25/04/25	J-7	27/03/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,50	4,50	5,50	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,00	↓
BCE - Taux Repo	2,40	2,40	2,65	3,15	4,50	0,00	⇒	-0,25	↓	-2,10	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,25	2,25	2,50	3,00	4,00	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,75	↓
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,50	4,75	5,25	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,75	↓
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,40	↑
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,24	4,32	4,36	4,57	4,70	-9	↓	-12	↓	49	↓
Allemagne	2,47	2,47	2,77	2,37	2,63	0	↓	-30	↓	75	↓
France	3,19	3,24	3,47	3,20	3,13	-5	↓	-28	↓	132	↓
Italie	3,57	3,65	3,88	3,52	4,03	-7	↓	-31	↓	156	↓
Royaume-Uni	4,48	4,57	4,78	4,57	4,33	-9	↓	-30	↓	63	↓
Japon	1,34	1,32	1,59	1,10	0,90	3	↑	-25	↓	65	↓
Crédit											
Indice Itraxx Main	65,9	71,8	61,0	57,7	57,3	-5,9	↓	4,9	↑	8,3	↑
Indice Itraxx Crossover	341,1	366,1	316,9	313,1	322,3	-25,0	↓	24,2	↑	28,0	↑

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

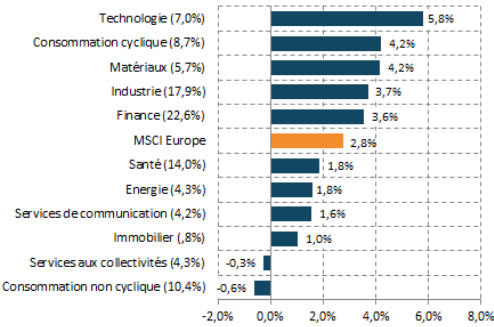
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés européens progressent sur la semaine avec le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) en hausse de 2,8% sur fond d'espoir de détente des relations entre les Etats-Unis et ses partenaires commerciaux et entre D. Trump et J. Powell., la président de la Banque centrale américaine. Ceci mène à un regain d'appétit pour le risque de la part des investisseurs souligné par la meilleure performance des secteurs les plus exposés à l'activité économique. La semaine est également ponctuée de publications de résultats d'entreprises. Le secteur de la technologie (+5,8%) arrive en tête favorisé à la fois par ces éléments mais également tiré à la hausse par SAP (+8,3%) dont la publication des résultats montre une progression significative de la rentabilité. A contrario, le secteur de la consommation non cyclique baisse (-0,6%), dans le sillage de la sous-performance des secteurs les moins exposés au cycle économique, mais également pénalisé par la baisse de Reckitt Benckiser (-5,6%) qui a fait état de volumes plus faibles qu'attendu lors de sa publication de résultat. Plus spécifiquement, on retrouve parmi les plus fortes surperformances Galderma (+18,9%), progressant là aussi à la suite de la communication de ses résultats du premier trimestre et soutenue par une forte demande pour les produits esthétiques injectables. A l'inverse, Edenred (-15,2%) chute après l'annonce du Brésil envisageant de se passer des tickets restaurants pour un système de paiement instantané et direct. Thalès (-7,6%) baisse aussi alors que l'activité cybersécurité stagne et que les prises de commandes pour la branche défense ralentissent nettement. En termes de performances géographiques, le DAX (+4,8%) arrive en tête bénéficiant de la hausse de SAP, tandis que le Danemark (-1,2%) recule, en lien avec la baisse de Novo Nordisk (-4,2%) suite à la publication de données positives d'un traitement oral contre le diabète de Eli Lilly, son concurrent américain.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 17/04/2025 au 25/04/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

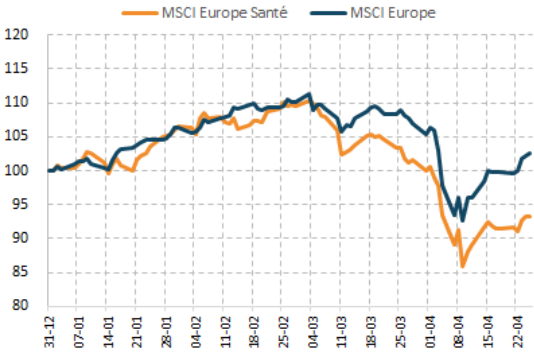
Le Focus de la semaine : Turbulences pour les laboratoires européens

Les laboratoires pharmaceutiques sont soumis à une pression accrue. Bien qu'ils aient été jusqu'à présent exonérés de droits de douanes additionnels, le gouvernement américain a indiqué qu'il n'excluait pas cette possibilité et examinait la question de près. Cette perspective représente un risque significatif pour ces entreprises, traditionnellement non concernées par de telles mesures. Les laboratoires européens sont particulièrement exposés aux Etats-Unis en termes de chiffre d'affaires mais ne produisent pas l'ensemble de leurs ventes sur le sol américain. Leur rentabilité est donc à risque. La complexité et la forte régulation des chaînes de production pharmaceutiques limitent leur flexibilité, rendant d'éventuelles relocalisations potentiellement longues. A cette menace s'ajoute celle d'une pression sur les prix des médicaments : ceux-ci sont nettement plus élevés aux États-Unis mais la nouvelle administration a exprimé sa volonté d'aligner ces prix sur les standards internationaux. Impossible dans ces conditions d'absorber l'impact des droits de douane sur les marges par une augmentation des prix. Enfin, les craintes sur le secteur sont également alimentées par les réductions budgétaires affectant l'agence de contrôle des médicaments (Food and Drug Administration - FDA) et l'Institut national de la santé (National Institutes of Health - NIH), qui pourrait ralentir les procédures d'approbation et freiner la recherche médicale.

Face à ces défis, les laboratoires européens sont incités à réagir et à élaborer des stratégies de protection. Certaines entreprises ont déjà annoncé des plans d'investissement aux États-Unis, à l'image de Roche et Novartis, avec des engagements de l'ordre de 50 et 23 milliards de dollars respectivement sur cinq ans. Mais quid de la rentabilité future de ces investissements ? Parallèlement, des acteurs majeurs comme Sanofi et Novartis exercent une pression sur l'Union Européenne, plaidant pour une augmentation des prix des médicaments. L'objectif est d'attirer les investissements et de stimuler l'innovation en réponse à la menace des droits de douane américains, qui pourrait inciter les entreprises à privilégier les États-Unis et affaiblir durablement l'industrie en Europe.

Dans ce contexte, nous maintenons une approche sélective dans notre stratégie d'allocation d'actifs au sein du secteur, privilégiant les sociétés qui se distinguent par leur positionnement stratégique, la robustesse de leurs modèles économiques et leur capacité d'adaptation, thématiques que nous suivons de près dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Performance du secteur de la santé vs MSCI Europe depuis le début de l'année



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Ambre Saada

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	25/04/25	J-7	27/03/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	173,1	166,8	179,3	163,2	163,8	3,8	↑	6,1	↑	5,7
MSCI EMU Mid Cap	1 151,6	1 120,8	1 179,9	1 056,7	1 019,4	2,7	↑	9,0	↑	13,0
MSCI EMU Small Cap	456,0	442,1	448,5	390,5	418,2	3,1	↑	16,8	↑	9,0
MSCI Europe	174,2	169,5	183,0	169,9	168,6	2,8	↑	2,5	↑	3,3
France CAC 40	7 536,3	7 285,9	7 990,1	7 380,7	8 016,7	3,4	↑	2,1	↑	-6,0
Allemagne DAX 30	8 493,1	8 104,5	8 687,3	7 648,6	7 042,3	4,8	↑	11,0	↑	20,6
Italie MIB	37 348,4	35 980,4	39 098,9	34 186,2	33 939,8	3,8	↑	9,2	↑	10,0
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 415,3	8 275,7	8 666,1	8 173,0	8 078,9	1,7	↑	3,0	↑	4,2
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 858,9	9 662,2	10 389,7	9 877,2	9 421,9	2,0	↑	-0,2	↓	4,6

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

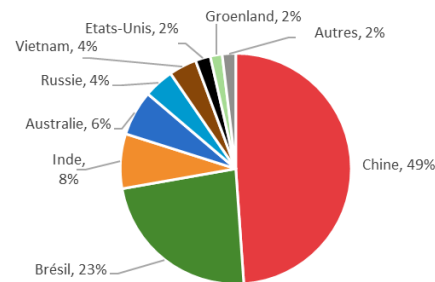
En Asie, les marchés sont en hausse significatives, les signes d'apaisement des tensions commerciales ainsi que des publications de résultats encourageants ayant alimentés l'optimisme. L'Indonésie affiche la meilleure performance sur la semaine, soutenue par un regain d'intérêt des investisseurs étrangers après des semaines de désaveu, en lien avec les inquiétudes autour du nouveau gouvernement, ainsi qu'un statut quo de sa banque centrale. Les économies d'Asie les plus exposées au cycle économique mondial surperforment dans un contexte de retour de l'appétit pour le risque, notamment Singapour, le Japon, la Corée du Sud et Taïwan. A l'inverse, l'Asie du Sud Est affiche les moins bonnes performances sur la semaine, ces pays apparaissant aux yeux des investisseurs comme les dommages collatéraux des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine. Au cours de la semaine, Toyota Industries aurait reçu une offre de rachat de Toyota Group pour près de \$40 milliards. Cette opération pose la question de l'avenir des participations croisées entre Toyota Motor et Toyota Industries dans un contexte où les entreprises sont incitées à réduire leurs participations croisées. Dans la thématique de la réorganisation des chaînes d'approvisionnement, Apple a déclaré envisager de transférer en Inde l'assemblage de ses iPhones vendus aux États-Unis, aujourd'hui majoritairement assemblés en Chine. Enfin, Hyundai Motor a annoncé vouloir déplacer une partie de sa production, actuellement au Mexique, vers les États-Unis.

Aux États-Unis, après un début de semaine pénalisé par les pressions du Président américain sur celui de la Réserve fédérale, le marché a fortement rebondi soutenu par des espoirs d'accord entre les Etats-Unis et plusieurs partenaires commerciaux ainsi qu'une volonté de désescalade avec la Chine. Dans ce contexte les valeurs les plus cycliques ont rebondi à l'image de la technologie, la consommation discrétionnaire et des services de communications, portées également par des publications de résultats meilleures qu'attendues. A l'inverse, les valeurs plus défensives affichaient les moins bonnes performances. Seul le secteur de la consommation de base finissait en baisse impacté par les révisions baissières des perspectives annuelles de grandes sociétés de consommation (Kimberley-Clark, Pepsi ou encore Procter & Gamble) face à la hausse des coûts de production et l'incertitude qu'implique la mise en place des droits de douane. De plus, au cours de la semaine, l'agence américaine de contrôle alimentaire et pharmaceutique (FDA) a annoncé son intention d'interdire d'ici à la fin 2026 huit colorants synthétiques, tous dérivés du pétrole imposant aux sociétés alimentaires de substituer ces colorants par des ingrédients naturels plus coûteux. Sur le front des droits de douane, les négociations se poursuivent notamment en Inde où l'administration Trump souhaiterait négocier un accès total au marché du commerce électronique aujourd'hui limité aux acteurs locaux.

Le Focus de la semaine : La guerre des terres rares

Alors que la guerre commerciale entre la Chine et les États-Unis bat son plein et que les barrières tarifaires réciproques sont supérieures à 100%, certaines contre-mesures chinoises ciblées, telles que les restrictions à l'exportation de terres rares (matières premières essentielles à l'industrie technologique et militaire), perturbent les chaînes d'approvisionnement après plusieurs décennies de mondialisation croissante. Le 4 avril dernier, le ministère chinois du Commerce a imposé des restrictions à l'export sur sept terres rares stratégiques (samarium, gadolinium, terbium, dysprosium, lutétium, scandium et yttrium), exigeant l'obtention d'une licence d'exportation spéciale qui entraîne, a minima, des délais d'expédition supplémentaires de 45-60 jours. En décembre 2024, la Chine avait déjà interdit l'exportation de gallium, germanium et antimoine vers les États-Unis en réponse, aux restrictions américaines sur les entreprises technologiques chinoises. Les chaînes d'approvisionnement américaines, qui dépendent majoritairement de la Chine pour ces matériaux, risquent donc d'être perturbées dans plusieurs secteurs stratégiques (avions de chasse, missiles, smartphones, semi-conducteurs, véhicules électriques, éoliennes, ...), notamment au sein des industries automobiles et aéronautiques car ces métaux sont irremplaçables à court terme. En réponse, les États-Unis intensifient leurs efforts d'indépendance sur ce sujet. Le 20 mars 2025, D. Trump a signé un décret exécutif invoquant le « Defense Production Act » pour accélérer la production domestique de ces minerais. Ce décret a pour but d'accélérer les investissements déjà réalisés depuis 2020 pour développer des capacités d'extraction et de traitement sur le territoire national (\$439 millions). Cette annonce, survenue juste avant les restrictions chinoises, reflète l'anticipation de Washington. Des stocks stratégiques ont probablement été réalisés mais aucune précision n'a été apportée par le gouvernement américain compte tenu de la criticité des marchés finaux. Toutefois, avec une seule mine active aux États-Unis et une capacité de raffinage limitée (1.500 tonnes annuelles contre un besoin de 6.600 t/an), la situation reste délicate. Le salut pourrait ainsi passer par la signature de nouveaux contrats d'approvisionnement avec des partenaires commerciaux, tels que l'Australie, le Brésil ou le Vietnam. Il est donc probable que ce sujet soit au cœur des négociations en cours, et notamment avec le Vietnam pour tenter d'obtenir, en retour, une baisse des droits de douane réciproques. Cet exemple de tensions commerciales sur les terres rares s'inscrit dans un contexte plus large (différends sur Taïwan, restrictions d'exportation de semi-conducteurs, ...) et souligne l'urgence de repenser les chaînes d'approvisionnement stratégiques.

Répartition géographique des réserves prouvées* de terres rares au niveau mondial



Sources : US Geological Survey (2025), Covéa Finance.
*Les réserves prouvées sont dynamiques et évoluent en fonction de l'exploitation et des prix.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	25/04/25	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/2025	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 525	5 283	5 693	5 882	5 048	4,6	-3,0	-6,1	9,4	4,8	-7,8	-14,4	3,3
Etats-Unis - Dow Jones	40 114	39 142	42 300	42 544	38 086	2,5	-5,2	-5,7	5,3	2,7	-9,9	-14,1	-0,6
Etats-Unis - Nasdaq	17 383	16 286	17 804	19 311	15 612	6,7	-2,4	-10,0	11,3	7,0	-7,2	-18,0	5,1
Japon Nikkei 300	567	552	603	604	581	2,7	-6,0	-6,2	-2,5	1,8	-6,1	-6,5	-0,2
Corée du Sud KOSPI	2 546	2 483	2 607	2 405	2 629	2,5	-2,3	5,9	-3,1	1,5	-5,7	-1,1	-12,9
Chine - Shanghai	3 295	3 277	3 374	3 352	3 053	0,6	-2,3	-1,7	7,9	0,9	-7,7	-10,4	1,1
Hong Kong Hang Seng	21 981	21 395	23 579	20 060	17 285	2,7	-6,8	9,6	27,2	3,1	-11,2	0,0	21,2
Marchés Emergents - MSCI	1 097	1 069	1 131	1 075	1 029	2,7	-3,0	2,0	6,7	2,9	-7,8	-7,1	0,7

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le Green Asset Ratio (GAR) : une nouvelle réglementation bancaire européenne.

Le Pacte vert pour l'Europe (« Green Deal »), présenté il y a maintenant cinq ans, constitue la clé de voûte de la stratégie européenne en matière de finance durable. Il comprend l'ensemble des mesures de l'UE pour atteindre la neutralité climatique à horizon 2050. La taxonomie européenne, qui s'inscrit dans ce Pacte vert, propose une classification des activités économiques permettant d'identifier celles qui sont « durables » selon des critères environnementaux et sociaux. Elle quantifie ces activités en fonction de la part du chiffre d'affaires, des investissements et des dépenses opérationnelles qui leur sont alloués. Dans ce cadre, le Green Asset Ratio (GAR) a été introduit dans le Pilier 3 ESG de la réglementation Bâle III pour évaluer la part des actifs bancaires finançant des activités considérées comme durables. Ce nouveau ratio bancaire permet ainsi d'estimer dans quelle mesure les banques financent ou investissent dans des actifs qualifiés d'écologiquement durables selon la taxonomie européenne (hors PME et clients hors UE).

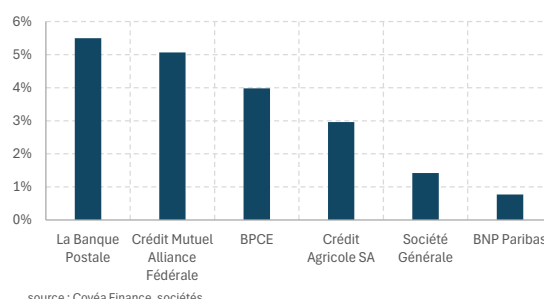
Actuellement, on note une faible proportion d'activités économiques des émetteurs non-financiers qui répondent aux critères stricts de la taxonomie européenne. En moyenne, on estime que seulement 8% du chiffre d'affaires des entreprises européennes est actuellement aligné sur la taxonomie. Cette réalité a un impact direct sur les résultats du GAR des banques : les faibles expositions des entreprises aux activités promues par la taxonomie contribuent très peu aux GAR bancaires. D'un autre côté, plus une institution financière est exposée aux ménages, plus son GAR tend à être élevé. Les prêts immobiliers permettent en effet aux banques d'afficher de meilleurs GAR que les prêts aux entreprises, du fait d'une facilité relative des crédits immobiliers à remplir les critères de durabilité.

Cette prédominance du crédit immobilier dans le calcul du GAR soulève plusieurs interrogations, dont la fiabilité des données sous-jacentes. Un élément central dans l'évaluation de la durabilité des crédits immobiliers est le diagnostic de performance énergétique (DPE). Dans un contexte de pénurie de logements et d'un marché de l'immobilier difficile, on peut s'interroger sur une tendance croissante à la falsification des DPE et sur la pertinence de leur inclusion dans le calcul du GAR des banques, qui pourrait donner finalement une image biaisée de leur engagement environnemental. Par ailleurs, il existe une hétérogénéité des exigences environnementales entre les pays européens, et ces variations entraînent des disparités importantes dans les GAR des banques. Par exemple, les banques néerlandaises affichent les GAR les plus élevés parmi les institutions européennes, du fait de critères de classification moins stricts concernant les DPE. Un DPE de catégorie A aux Pays-Bas peut ainsi correspondre à un DPE de catégorie C en France, ou B en Wallonie... Les Pays-Bas comptant 12 catégories de DPE (A+++, A++...) contre 7 en France.

Du côté des institutions financières, le devoir de publier ce ratio va les contraindre à aligner leur communication publique avec cette nouvelle norme de transparence. L'écart entre la réalité comptable imposée par la taxonomie et les ambitions affichées par certaines banques dans leur communication risque de générer une pression croissante de la part des investisseurs et des régulateurs. En janvier, la Banque européenne d'investissement (BEI) a exprimé des craintes concernant un « désastre réputationnel » potentiel : bien que la BEI se soit positionnée comme une « banque climatique » qui élimine progressivement les investissements dans les combustibles fossiles depuis 2021, les nouvelles exigences de reporting pourraient révéler un Green Asset Ratio de seulement 1%, ce qui questionne l'institution sur ses précédentes déclarations d'un ratio d'action climatique de plus de 50%. La BEI a souligné qu'une part non négligeable de ses financements « verts » concernent des prêts à des institutions publiques qui prêtent ensuite à des entreprises ou des projets hors-UE, qui échappent au périmètre du GAR.

En conclusion, bien que le Green Asset Ratio constitue un indicateur essentiel pour mesurer l'implication des banques dans la transition écologique, des limites méthodologiques existent. L'uniformisation des pratiques de collecte de données et une meilleure prise en compte des différences réglementaires entre pays sont des pistes pour améliorer la pertinence de cet indicateur. En attendant, les sociétés qui permettent de produire et certifier les données sous-jacentes profiteront de tels développements réglementaires qui ne font qu'accroître l'émergence de ces besoins ; nos Perspectives Economiques et Financières se sont attachées à mettre en lumière le bénéfice tiré par ces sociétés qui proposent des solutions aux contraintes réglementaires imposées par les Etats.

Green Asset Ratios (GAR) de quelques banques françaises, sur la base des chiffres d'affaires verts des contreparties, 2023



Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier

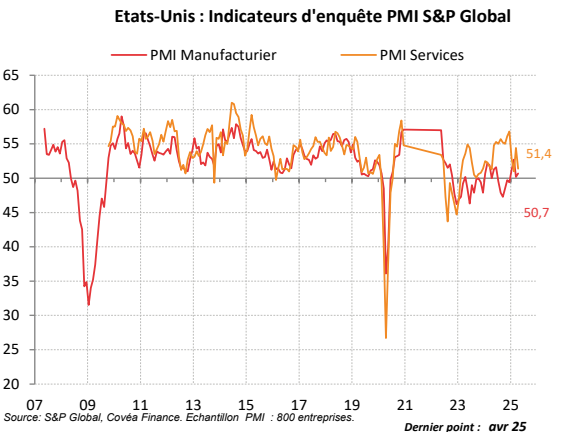


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'administration Trump tente de rassurer »

Le Beige Book publié par la Réserve fédérale (Fed), qui a recueilli des informations auprès des contacts des différentes Fed régionales jusqu'au 14 avril, montre que **l'augmentation de l'incertitude liée à la politique commerciale pèse sur l'activité**. Le rapport fait état d'une activité économique globalement inchangée depuis début mars, mais désormais quatre districts sur douze mentionnent un affaiblissement modeste de l'activité, contre seulement deux en mars et aucun en janvier. De plus, le rapport note que les perspectives se sont « considérablement dégradées » dans plusieurs districts, principalement en raison de l'incertitude entourant la politique commerciale. Les dépenses de consommation hors automobile ont été globalement plus faibles, mais la plupart des districts ont signalé une certaine accélération des ventes d'automobiles et d'autres biens durables en prévision des tarifs douaniers, une tendance que



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Ventes logements neufs Milliers d'unités	mars-25	724	674	666	684
Ventes logements anciens Milliers d'unités	mars-25	4020	4270	4103	4067

*Du 21/04/2025 au 27/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

nous avons relevée dans les ventes au détail de mars publiées la semaine dernière. Les prix ont augmenté de façon modeste à modérée dans les douze districts, principalement en raison de la hausse des coûts des intrants. La plupart des entreprises s'attendent à répercuter sur les consommateurs les augmentations de coûts induites par les droits de douane, mais une compression des marges a également été observée. Concernant le marché du travail, des baisses d'emploi parmi les fonctionnaires ou les organisations recevant des fonds publics sont signalées, tandis que les embauches dans l'ensemble ont peu varié ou ont légèrement augmenté. Plusieurs districts ont indiqué que les entreprises adoptaient une approche attentiste en matière d'emploi, interrompant ou ralentissant les embauches jusqu'à ce que les conditions économiques soient plus claires. **Les craintes sur les perspectives d'activité sont également perceptibles dans les indicateurs d'enquête PMI.** L'indice PMI services de S&P global enregistre une baisse marquée en avril, passant de 54,4 à 51,4 points. Les sous-composantes sont globalement faibles avec une détérioration de l'emploi et des nouvelles commandes. Dans le manufacturier, l'indicateur PMI est mieux orienté, mais reste faible à 50,7 contre 50,2 en mars. Les prix payés sont en hausse, et les commentaires des entreprises mentionnent l'augmentation des prix des biens importés liée aux droits de douane.

Le Président américain a tenté de rassurer cette semaine après ses critiques visant Jerome Powell la semaine précédente. Il a ainsi déclaré qu'il n'avait aucune intention de démettre le président de la Fed de ses fonctions, même si celui-ci ne baisse pas les taux directeurs comme il le souhaite. Par ailleurs, sur le volet commercial, le ton adopté par

l'administration Trump a également été plus conciliant, notamment vis-à-vis de la Chine, sans pour autant que des avancées concrètes soient enregistrées. Le Président a estimé que les droits de douane sur la Chine, actuellement de 145%, sont très hauts, et qu'ils baisseront substantiellement, sans donner davantage de précision. Le secrétaire au Trésor Scott Bessent a fait des déclarations dans ce sens également, affirmant qu'une désescalade des tensions commerciales avec la Chine était proche. Selon des sources internes à la Maison Blanche relayées dans la presse, l'administration envisagerait de ramener les droits de douane sur la Chine à une fourchette comprise entre 50 et 65 %. L'administration considère notamment une approche par paliers : 35 % pour les produits que les États-Unis ne considèrent pas comme une menace pour la sécurité nationale, et au moins 100 % pour les produits jugés stratégiques pour les intérêts américains.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

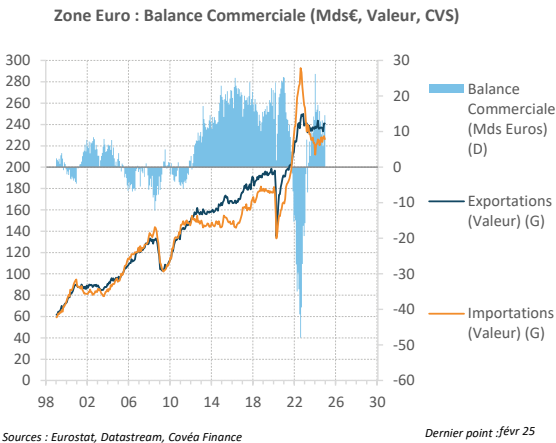


Suivi Macroéconomique

Europe

« Avant l'augmentation des droits de douane, l'excédent commercial de la zone euro progresse »

La balance commerciale de la zone euro a enregistré un excédent de 24Mds€ en février, en hausse de 2,3Mds par rapport au même mois un an auparavant, dans un contexte d'accélération des échanges avant l'entrée en vigueur des droits de douane américains. Les exportations étaient en hausse de 6,2% sur un an en février et les importations de 5,7%. Par grandes familles de produits, la hausse de l'excédent commercial se concentre sur la chimie et les machines & véhicules. La diminution de la facture énergétique, qui reflète notamment la baisse des prix du pétrole, a également contribué à la hausse du surplus.



Sources : Eurostat, Datastream, Covéa Finance

Dernier point : févr 25

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	PMI Services	Indice	avr.-25	49,7	51,0	51,2	51,5
	PMI Manuf.	Indice	avr.-25	48,7	48,6	45,0	45,9
AL	PMI Services	Indice	avr.-25	48,8	50,9	51,6	51,1
	PMI Manuf.	Indice	avr.-25	48,0	48,3	42,6	43,0
FR	PMI Services	Indice	avr.-25	86,9	86,7	88,9	86,8
	PMI Manuf.	Indice	avr.-25	46,8	47,9	48,8	49,4
RU	PMI Services	Indice	avr.-25	48,2	48,5	45,5	44,6
	PMI Manuf.	Indice	avr.-25	48,9	52,5	52,0	52,8

*Du 21/04/2025 au 27/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Le PMI composite d'activité de la zone euro a reculé de 0,8 point en avril. A 50,1, il indique une quasi-stagnation de l'activité économique ces dernières semaines. Pourtant, la production manufacturière se redresse, le PMI « production » du secteur atteignant un plus haut de près de trois ans, à 51,2 (+0,7 point). Mais l'indicateur d'activité dans les services chute de 1,3 point par rapport au mois précédent, pour passer sous le seuil de 50, à 49,7. On retrouve ce rebond paradoxal dans les résultats d'enquêtes auprès des entreprises manufacturières en France (enquêtes INSEE) et en Allemagne (Ifo). Néanmoins, la France et l'Allemagne continuent à peser sur le PMI composite d'activité de l'ensemble de l'Union économique et monétaire européenne, alors que l'activité reste plus résistante dans le reste de la zone. La contraction de la demande, tant domestique qu'étrangère, s'est encore amplifiée en avril et les perspectives s'assombrissent : l'indicateur des perspectives à douze mois revient à un plus bas depuis novembre 2022, avec une chute à un plus bas de cinq ans dans le secteur des services. Malgré la poursuite de la déplétion des carnets de commandes (à un rythme moindre qu'auparavant), l'emploi stagne. Les prix payés et facturés restent orientés à la hausse, mais moins que les mois précédents.

L'instrument de surveillance de la dynamique des salaires à haute fréquence de la BCE, qu'elle met à jour au gré des signatures d'accords salariaux, continue à indiquer une tendance au ralentissement des salaires dans la zone euro. Si la BCE met en garde contre les prévisions effectuées avec cet instrument, elle indique tout de même s'attendre à une progression de 3,4% de la rémunération globale des employés en 2025, après +4,6% en 2024, avec des rythmes annuels de 3,8% au premier trimestre, 3,7% au deuxième, 3,4% au troisième et 2,8% en fin d'année.

Plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE se sont exprimés la semaine dernière, essentiellement pour indiquer que la poursuite de la baisse des taux directeurs européens était probable. François Villeroy de Galhau, par exemple, considère que la BCE peut estimer qu'elle a accompli sa mission de ramener l'inflation à un niveau compatible

avec sa définition de la stabilité des prix et que ce résultat devrait être obtenu sans récession. Il ajoute que les droits de douane devraient retirer au moins 0,25 point de croissance à la zone euro. Leur impact sur l'inflation, bien qu'incertain, serait, pour lui, baissier. Klass Knot pense également que l'inflation va continuer à baisser à court terme. En revanche, il craint une remontée à moyen et long terme. L'incertitude liée à la politique commerciale des Etats-Unis reste un élément fort des discours des différents intervenants.

Au Royaume-Uni, l'enquête PMI signale une contraction de l'activité en avril, pénalisée par des vents contraires tant au niveau national qu'international. Le PMI composite est en effet passé sous le seuil des 50 pour la première fois depuis octobre 2023, et atteint son plus bas niveau depuis novembre 2022 à 48,2. La baisse de l'activité s'observe tant dans le secteur manufacturier que dans le secteur des services, qui avait, jusque-là, porté la croissance britannique. Ce recul de l'activité est imputable à la baisse de la demande, notamment des nouvelles commandes étrangères, dans un contexte de hausse des tensions commerciales. Par ailleurs, la hausse du coût du travail depuis le 1^{er} avril (hausse du salaire minimum et des cotisations patronales) a contribué à de nouvelles suppressions d'emplois dans le secteur manufacturier et des services. En parallèle, les entreprises interrogées ont signalé une hausse du coût des intrants (notamment en raison de coûts salariaux plus élevés), qui s'est répercutée sur les prix de vente. La consommation semble néanmoins résister, puisque les ventes au détail en volume ont progressé de 0,4% en mars par rapport au mois précédent et de 2,6% sur un an.

Alors que le contexte géopolitique est particulièrement incertain, le Royaume-Uni cherche à renforcer ses liens avec les Etats-Unis et l'Union européenne. La Ministre des finances britannique Rachel Reeves a en effet rencontré son homologue américain Scott Bessent la semaine dernière, pour entamer de premières négociations pour un éventuel accord commercial. Les discussions devraient se poursuivre dans les prochaines semaines, mais Mme Reeves a déjà ouvert la porte à une baisse des droits de douane britanniques sur les véhicules importés des Etats-Unis. En parallèle, les négociations entre Londres et Bruxelles se poursuivent, en amont du sommet de Londres qui aura lieu le 19 mai, destiné à relancer les relations post-Brexit et à convenir d'un pacte de sécurité et de défense entre les deux puissances. Rachel Reeves a d'ailleurs déclaré cette semaine que les relations commerciales du Royaume-Uni avec l'Europe étaient « sans doute encore plus importantes » que celles avec les Etats-Unis, bien que le Premier Ministre Keir Starmer ait déclaré plus tôt qu'il ne « choisirait pas » entre l'Europe et les Etats-Unis.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

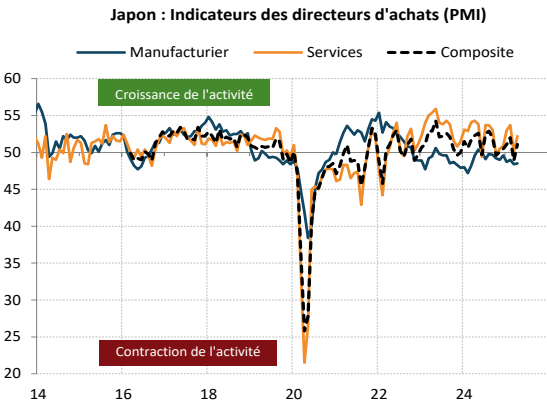


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les autorités chinoises réaffirment leur objectif d'une croissance à 5% en 2025, malgré la guerre commerciale »

Les dirigeants chinois réaffirment leur confiance dans l'atteinte de la cible de croissance du PIB de 5% en 2025. A l'occasion de la réunion du Politburo (principale instance dirigeante du Parti communiste chinois) d'avril, les autorités ont certes souligné la montée des incertitudes sur l'environnement extérieur mais ont réitéré leur engagement pour un renforcement des politiques domestiques de soutien à l'activité. Dans l'ensemble, les orientations politiques ont toutefois peu changé et les soutiens à la consommation restent timides. Parmi les nouveaux éléments, les autorités ont annoncé l'augmentation des paiements de l'assurance chômage pour les entreprises fortement touchées par les droits de douane et la possible création d'un nouvel instrument de politique monétaire pour le soutien au commerce. Les dirigeants chinois ont également indiqué que le pays pouvait se passer des importations américaines de produits agricoles et d'énergie grâce à sa production domestique et l'approvisionnement en provenance d'autres pays.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	PMI Services	Indice	avr.-25	52,2	50,0	53,5	52,4
	PMI Manuf.	Indice	avr.-25	48,5	48,4	49,0	49,2

*Du 21/04/2025 au 27/04/2025 Sources : Refinitiv, Cova5 Finance

* Du 21/04/2025 au 27/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sur le plan diplomatique, les ministres des affaires étrangères de la Chine et de cinq pays d'Asie centrale (Kazakhstan, Ouzbékistan, Kirghizistan, Tadjikistan et Turkménistan) se sont rencontrés le 26 avril et ont convenu de développer les échanges commerciaux tout en exprimant leur « opposition aux pratiques protectionnistes unilatérales », en faisant référence aux hausses de droits de douane de l'administration américaine.

Concernant le Japon, l'enquête PMI rapporte une forte divergence sectorielle en avril, entre vigueur des services et faiblesse de l'industrie. Le PMI manufacturier reste en zone de contraction de l'activité pour le dixième mois consécutif à 48,5 (+0,1 point par rapport à mars), traduisant la persistance d'une demande atone tant sur le plan domestique qu'à l'exportation. L'enquête rapporte en particulier des inquiétudes croissantes des entreprises quant à l'impact des droits de douane américains. À l'inverse, le secteur des services affiche une dynamique nettement plus robuste, l'indice PMI progressant à 52,2 en avril après un épisode de stagnation (50) en mars.

Alors que les négociations se poursuivent pour la signature d'un accord commercial entre le Japon et les Etats-Unis, les autorités nippones ont annoncé un plan de soutien à l'économie. Ce plan de soutien vise principalement à favoriser l'accès à de la liquidité bon marché aux petites entreprises japonaises exposées au choc des droits de douane et à assouplir les critères d'éligibilité aux subventions à l'embauche afin de

maintenir l'emploi. Le plan prévoit également des soutiens aux ménages, principalement par le biais de subventions plus importantes sur les prix de l'essence et de l'électricité.

En Corée du Sud, l'économie commence l'année 2025 en contraction. Le PIB a reculé de 0,2% au premier trimestre, un résultat qui s'inscrit dans la continuité de trois trimestres consécutifs d'activité dégradée, portant la variation annuelle du PIB en territoire négatif à -0,1%. Ce recul se manifeste particulièrement dans la faiblesse des investissements et de la consommation, tous deux affectés par le climat d'incertitude commerciale et par la crise politique déclenchée en décembre dernier suite à la tentative avortée d'imposer la loi martiale par le président Yoon, récemment destitué. Si le commerce extérieur affiche une contribution positive à la croissance, cela reflète surtout la faiblesse de la demande intérieure, le recul des importations ayant été plus marqué que le déclin des exportations. Contrairement à la Chine, la Corée du Sud n'a pas bénéficié d'une hausse significative de ses exportations au premier trimestre en anticipation des hausses de droits de douane américains.

Par ailleurs, les autorités sud-coréennes ont débuté le 24 avril des discussions avec les Etats-Unis pour un accord sur les droits de douane. Le secrétaire au Trésor américain, Scott Bessent, a qualifié ces échanges de très fructueux et a évoqué la possible signature d'un accord dès la semaine prochaine. Les dirigeants sud-coréens ont en revanche évoqué la finalisation d'un accord pour « avant le 8 juillet », soit la date d'expiration de la pause sur les droits de douane réciproques.

Louis Martin
Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : le FMI annonce une forte révision à la baisse de ses projections de croissance

Les dernières perspectives du FMI, publiées en avril 2025, révèlent une révision significative à la baisse des projections sur la croissance mondiale, à 2,8% pour 2025, soit 0,5 point de moins qu'anticipé en janvier dernier. Cette révision touche la quasi-totalité des économies, à l'exception notable de l'Espagne et de la Russie. **Les États-Unis sont parmi les principaux pays concernés, avec une prévision de croissance abaissée à 1,8% pour 2025 contre 2,7% trois mois plus tôt, tandis que la Chine voit sa projection réduite à 4%, soit 0,6 point de moins.** La zone euro, bien que moins affectée par ces révisions, resterait sur une trajectoire de croissance modeste, de 0,8% en 2025 (0,2 point de moins qu'anticipé en janvier).

Le FMI explique principalement ces révisions par les annonces de hausses des droits de douane de l'administration américaine et la progression de l'incertitude qui pèsent sur l'économie mondiale. Dans son scénario de référence, dont les principales conclusions ont été évoquées ci-dessus, le FMI intègre toutes les mesures tarifaires annoncées jusqu'au 4 avril, incluant donc les annonces de droits de douane « réciproques » des États-Unis, mais excluant la pause de 90 jours annoncée ultérieurement et l'escalade tarifaire qui a suivi entre la Chine et les États-Unis. Dans un scénario alternatif intégrant la pause de 90 jours, l'escalade tarifaire et les annonces d'exemptions de droits de douane américains sur certains produits électroniques, le FMI considère que la croissance mondiale serait presque inchangée par rapport au scénario de référence. Certes, le report des droits de douane réciproques permettrait de réduire leur impact sur la croissance de certains pays mais ces gains seraient compensés à l'échelle mondiale par des conséquences économiques plus lourdes pour la Chine et les États-Unis du fait de l'escalade tarifaire.

Dans ses projections, le FMI fait la distinction entre le choc des droits de douane sur :

- (i) l'économie américaine : il s'agit d'un choc d'offre négatif, notamment lié à la réaffectation des ressources vers des secteurs moins compétitifs, se traduisant par une perte de productivité et une hausse des prix. À moyen terme, le FMI indique que cela affaiblirait la concurrence et l'innovation sur le marché américain.
- (ii) Les économies subissant les hausses de droits de douane, dont en particulier la Chine : il s'agit d'un choc à la baisse sur la demande affectant l'activité et se répercutant à la baisse sur les prix. Dans le cas de la Chine, ce choc devrait accentuer les pressions déflationnistes qui affectent l'économie.

Projections de croissance du PIB du FMI en avril 2025
(et différence par rapport aux projections de janvier)

	2025	2026
Etats-Unis	1,8% (-0,9pt)	1,7% (-0,4pt)
Zone euro	0,8% (-0,2pt)	1,2% (-0,2pt)
Chine	4,0% (-0,6pt)	4,0% (-0,5pt)

Sources : FMI, Covéa Finance

Louis Martin
Economiste Zone Asie



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.

Crédits photo – Yves SAMUEL