

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

31 mars 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Nouvelles réalités, nouvelles rivalités

Nous avons dévoilé, le 27 mars dernier, nos nouvelles perspectives économiques et financières, consacrées à l'analyse des éléments structurels de notre environnement. Dans la lignée des analyses de 2024, nous avons apporté notre lecture des évolutions économiques, financières et concurrentielles de long terme, à l'aune des premières mesures de la nouvelle administration américaine, des dernières initiatives européennes et des annonces volontaristes de la Chine. Les rapports de force au niveau mondial évoluent, de nouvelles rivalités se dessinent, et ces nouvelles réalités ont conduit à des stratégies de rupture, qui réorganisent les échanges mondiaux et encouragent des initiatives régionales ou nationales.

Aux Etats-Unis, fort de son succès dans les deux Chambres, l'administration républicaine déploie sa politique, contribuant à alimenter les avantages compétitifs du pays sur le long terme. Néanmoins cette stratégie génère des incertitudes à court terme sur la consommation des ménages et sur le marché du travail (coupes d'effectifs, politique migratoire...), incertitudes qui pourraient mener également à un attentisme de décisions d'investissement ou de relocalisation. En revanche, certains facteurs de risque se confirment, notamment sur la dynamique des prix, renforcés par l'impact inflationniste potentiel de la hausse des droits de douane.

Dans ce contexte, la Chine s'impose comme un rival à la puissance américaine. Elle contribue à la dynamique de la constitution d'une organisation d'un système économique et financier alternatif au travers du partenariat grandissant que représentent les BRICS (Intégration de l'Indonésie en janvier 2025...). Face à la fracturation du bloc occidental, le pays poursuit sa stratégie industrielle volontariste d'investissement qui vise à assurer tout autant sa compétitivité coûts que technologique. Elle confirme ainsi son statut de leader mondial sur de nombreuses chaînes de valeur critiques, aussi bien dans les domaines technologiques, militaires qu'énergétiques.

Malgré l'instabilité politique et un cadre budgétaire plus rigide, l'Europe tente de réagir au durcissement de la position américaine par l'annonce de nouveaux plans ambitieux, visant à stimuler l'investissement et les dépenses en matériels militaires. Par ailleurs, la volonté allemande de modifier la règle du frein à la dette et l'annonce d'un plan d'investissement en infrastructures important représentent une bascule majeure de la première économie de l'UE. Les effets de diffusion à l'ensemble de la zone restent toutefois à ce stade incertain.

Cette réorganisation du monde; ces rivalités croissantes; cette nouvelle réalité qui s'accompagne d'une course à l'accès aux ressources, génère des pressions inflationnistes structurelles (tensions géopolitiques, relocalisation, pressions sur les salaires...) et confirme notre scénario de tensions persistantes sur les prix, limitant les marges de manœuvre des banques centrales, contraintes, plus réactives que proactives. Des perspectives qui alimentent et confortent notre stratégie d'investissement. C'est cette grille de lecture que vous pourrez suivre au fil des semaines dans ce document à l'horizon de notre prochain rendez-vous de juin.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

| Nos clefs de lecture | Niveaux | | | Variations (en %) | |
|--|----------|----------|-----------|-------------------|-------------|
| | 28/03/25 | 27/03/25 | T-12 mois | 27/03/25 | sur 12 mois |
| Marché des changes | | | | | |
| € / \$ | 1,083 | 1,080 | 1,079 | 0,2 | 0,4 |
| € / £ | 0,837 | 0,834 | 0,855 | 0,3 | -2,1 |
| € / Yen | 162,25 | 163,15 | 163,27 | -0,6 | -0,6 |
| Matières premières et Transport et marchandises | | | | | |
| Pétrole (Brent, \$ par baril) | 74 | 74 | 87 | -0,5 | -15,8 |
| Indice CRB* | 546 | 544 | 536 | 0,4 | 1,9 |
| Prix de l'once d'Or | 3 087 | 3 061 | 2 217 | 0,8 | 39,2 |
| Prix de la tonne de cuivre | 9 795 | 9 847 | 8 867 | -0,5 | 10,5 |
| Indice Baltic Dry** | 1 602 | 1 621 | 1 821 | -1,2 | -12,0 |
| Indice Coût Fret Conteneur SCFI*** | 1357 | 2332 | 1731 | -41,8 | -21,6 |

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les taux ont évolué en deux temps. Les nouvelles annonces de droits de douane sur l'automobile et les menaces de sanctions supplémentaires adressées à l'Union Européenne et au Canada ont d'abord entraîné les taux à la hausse, jusqu'à 4,40% pour le 10 ans américain et 3,51% pour le 10 ans français. Puis, suite aux statistiques américaines défavorables de vendredi, les taux du Trésor américain diminuent, entraînant les taux souverains européens à la baisse. Le mouvement a été plus fort sur les taux courts conduisant à une pentification des courbes américaine et européenne. Au global sur la semaine, les taux souverains à 10 ans terminent à 4,26% aux Etats-Unis, et en Europe, à 2,73% pour l'Allemagne (-3pb), à 3,44% pour la France (-4pb) et 3,85% pour l'Italie (-3pb). Au Royaume-Uni, la révision des anticipations de croissance de moitié par le gouvernement est accompagnée de coupes budgétaires à venir. Le taux 10 ans clôture en baisse de 1pb à 4,70%. Dans ce contexte d'aversion au risque, les primes de risque sur le crédit se sont écartées en particulier sur le haut rendement, dont l'indice CrossOver européen progresse de 7pb à 322 pb. Le marché primaire reste dynamique avec 14,4 Md€ d'émissions non financières. Notons en particulier les 3 tranches de AT&T à 5, 7, et 12 ans émises à des taux de rendement respectifs de 3,17%, 3,62% et 4,06%. Un montant total de 2,75 Md€ a ainsi été émis pour demande de 6 Md€.

Le Focus de la semaine : Les opérations de transfert de risque significatif (SRT) sous haute surveillance!

Des ratios de fonds propres élevés, des ratios d'actifs liquides et de financement à un an suffisants, voici la nouvelle réalité qui s'impose aux banques depuis la grande crise financière. Et la réglementation ne cesse de se renforcer avec des exigences de fonds propres continuellement revues à la hausse. En témoigne la dernière phase de Bâle 3, adoptée le 30 mai 2024 et mise en œuvre le 1er janvier 2025 en Europe, qui impose notamment des exigences plus strictes en capital pour des expositions non notées ou des financements spécialisés. Pour y satisfaire, les banques peuvent soit augmenter leurs fonds propres, ce qui coûte cher économiquement, soit réduire le risque dans leur bilan. C'est ce que privilégient les banques. A cette fin, elles ont de plus en plus recours à des opérations de Transfert Significatif de Risque (SRT). Il s'agit d'opérations permettant le transfert à des investisseurs, contre le paiement d'une prime, du risque de crédit d'un portefeuille ciblé. Ces opérations bilatérales résultent de partenariat entre la banque et l'investisseur, des fonds de dette privée, mais aussi des fonds de pension, des gestionnaires d'actifs, des fonds souverains ou des investisseurs publics comme le Fonds européen d'investissement, attirés par des expositions diversifiées qui leur sont peu accessibles autrement. Une fois le transfert significatif du risque démontré au régulateur, les banques bénéficient de l'allègement des exigences en fonds propres. Plusieurs éléments entrent en jeu, notamment la qualité de l'entité qui offre la protection, puisqu'en cas de pertes sur les expositions concernées, c'est elle qui indemniserait la banque à hauteur de la protection accordée : la banque est donc en risque sur l'investisseur. Lorsqu'il s'agit d'un assureur bien noté ou d'une institution supranationale, aucune garantie ne sera exigée face à ce risque, car la banque peut s'appuyer sur la qualité de crédit élevée de l'investisseur pour justifier de l'efficacité du transfert des risques. Face à un investisseur de moins bonne qualité, un collatéral sera alors exigé. Ce sont autant d'éléments qu'analyse le régulateur pour permettre aux banques de libérer la consommation de fonds propres. Les volumes de transactions SRT, simples et peu coûteuses à mettre en place, ne cessent de progresser. Ils sont en hausse de 30% sur l'année 2024 à 155 Md€ par rapport à ceux de 2023 en Europe. Si les régulateurs ont pleinement participé à l'essor de ce marché en instaurant dès 2020 des lignes directrices pour des opérations SRT « simples et standardisées », et plus récemment en 2024, un processus accéléré d'évaluation (« fast-track ») pour les opérations les plus simples testé ce semestre par la BCE, cela ne les empêche pas d'y porter une attention particulière : La BCE, comme la Fed ou la Banque d'Angleterre, cherchent à évaluer les risques de ces opérations pour la stabilité financière. Le FMI avait d'ailleurs alerté sur des « risques substantiels » induits par ce développement fin 2024. Un des aspects de surveillance porte sur le détenteur final du risque, en particulier lorsqu'il s'agit des fonds de dette privée, et la façon dont ils financent les dépôts de garantie exigés. L'idée est de détecter les interconnexions qui pourraient mettre en danger la stabilité financière. « Les interconnexions financières dépassant du transfert du risque de crédit du système bancaire aux investisseurs doivent être mieux comprises », jugeait dans un rapport le comité européen du risque systémique. Le Comité de Bâle a annoncé mi-mars qu'il évaluera les aspects importants pour la stabilité financière, à savoir la transparence des structures de SRT, l'évaluation des risques sous-jacents, la qualité de la gestion des garanties et la robustesse des mécanismes de transfert de risque. Il est probable que cette analyse aboutisse à des recommandations visant à standardiser davantage les pratiques, à améliorer la divulgation d'informations et à renforcer la surveillance prudentielle des acteurs impliqués. Aux Etats-Unis, le développement est plus récent, les banques bénéficiant d'une réglementation plus souple. Néanmoins dans la perspectives des règles finales de Bâle 3, le recours aux SRT s'est également développé, avec 30 Md\$ émis en 2024, portant les encours totaux à 70 Md\$. A ce titre, L'agence de notation Fitch alerte, qu'en cas d'usage excessif de ces opérations pour optimiser les ratios de fonds propres, cela pourrait avoir un impact sur la notation des banques. Au sein du Comité Banque de Covéa Finance, nous surveillons ces éléments non seulement pour évaluer le risque des banques sur lesquelles nous investissons, mais également la qualité de la stabilité financière, sur laquelle repose l'économie mondiale.

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



| Marchés Obligataires | Niveaux | | | | | Variations (en pbs) | | | | Pente* (en pbs) | |
|------------------------------|----------|-------|----------|----------|-----------|---------------------|----------|----------|-------------|-----------------|-----------|
| | 28/03/24 | J-7 | 15/03/24 | 29/12/23 | T-12 mois | J-7 | 15/03/24 | 29/12/23 | sur 12 mois | 2y - 10y | 10y - 30y |
| Taux directeurs | | | | | | | | | | | |
| Réserve Fédérale Américaine | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,50 | 5,00 | 0,00 → | 0,00 → | 0,00 → | 0,50 ↑ | | |
| BCE - Taux Repo | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 4,50 | 3,50 | 0,00 → | 0,00 → | 0,00 → | 1,00 ↑ | | |
| BCE - Taux Facilité de dépôt | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 4,00 | 3,00 | 0,00 → | 0,00 → | 0,00 → | 1,00 ↑ | | |
| Banque d'Angleterre | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 4,25 | 0,00 → | 0,00 → | 0,00 → | 1,00 ↑ | | |
| Banque du Japon | 0,10 | 0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | 0,00 → | 0,20 ↑ | 0,20 ↑ | 0,20 ↑ | | |
| Taux 10 ans | | | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 4,20 | 4,27 | 4,31 | 3,88 | 3,56 | -7 ↓ | -11 ↓ | 32 ↑ | 64 ↑ | -42 ↓ | 14 ↓ |
| Allemagne | 2,30 | 2,41 | 2,44 | 2,02 | 2,33 | -11 ↓ | -14 ↓ | 27 ↑ | -3 ↓ | -55 ↓ | 16 ↓ |
| France | 2,81 | 2,85 | 2,88 | 2,56 | 2,83 | -4 ↓ | -7 ↓ | 25 ↑ | -2 ↓ | -2 ↓ | 47 ↓ |
| Italie | 3,68 | 3,68 | 3,70 | 3,70 | 4,15 | 1 ↑ | -2 ↓ | -2 ↓ | -47 ↓ | 25 ↓ | 56 ↓ |
| Royaume-Uni | 3,93 | 4,00 | 4,10 | 3,54 | 3,46 | -6 ↓ | -17 ↓ | 40 ↑ | 48 ↑ | -23 ↓ | 49 ↓ |
| Japon | 0,71 | 0,74 | 0,79 | 0,61 | 0,32 | -3 ↓ | -8 ↓ | 10 ↑ | 39 ↑ | 52 ↓ | 107 ↓ |
| Crédit | | | | | | | | | | | |
| Indice Itraxx Main | 54,2 | 53,5 | 53,2 | 58,1 | 95,5 | 0,7 ↑ | 1,0 ↑ | -3,9 ↓ | -41,3 ↓ | | |
| Indice Itraxx Crossover | 297,0 | 289,9 | 304,1 | 309,9 | 486,6 | 7,2 ↑ | -7,0 ↓ | -12,8 ↓ | -189,6 ↓ | | |

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

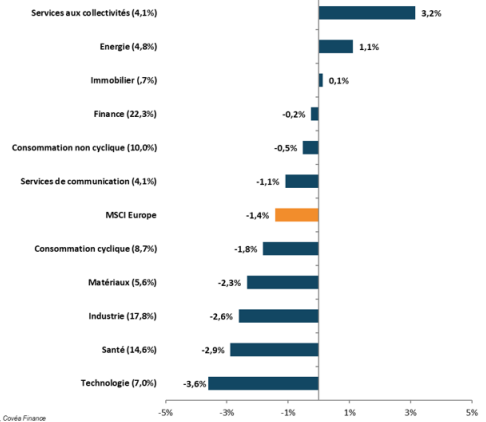
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) est en baisse de 1,4%, mais reste en hausse de près de 7% depuis le début de l'année. Les services aux collectivités se distinguent à la hausse, marquant la préférence des investisseurs pour des valeurs domestiques dans un contexte d'incertitudes commerciales ; le secteur surperforme (+10,3%) désormais l'indice depuis le début de l'année. Les valeurs de l'énergie progressent, portées par des commentaires d'activités positifs de Shell. A l'inverse, la technologie baisse fortement dans le sillage des concurrents américains. Sur la semaine les petites capitalisations (MSCI EMU petites capitalisations, -1,8%) sous performance légèrement les grandes (MSCI EMU, -1,6%). Depuis le début de l'année, les deux indices affichent des performances voisines de 9%.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 21/03/2025 au 28/03/2025 (GICS)



Le Focus de la semaine : Les publications de résultat des entreprises européennes du quatrième trimestre 2024

Comme chaque trimestre nous analysons les résultats des entreprises du MSCI Europe et, en particulier, les 223 sociétés ayant publié, avant le 24 mars 2025, leurs résultats complets du 4e trimestre 2024. En synthèse sur notre échantillon, l'activité croît de +1,5% tandis que les bénéfices sont en léger recul de -0,5%.

Les **services aux collectivités** et **l'énergie** sont les secteurs pour lesquels l'activité recule le plus sur le trimestre, sous l'effet de la baisse du prix du pétrole et de l'électricité.

Retraité de l'énergie, le MSCI Europe hors énergie affiche d'ailleurs une croissance du CA de 4,4% et une hausse des BPA (bénéfices par actions) de 5,9% marquant un rebond par rapport au début d'année. A contrario, les sociétés de la **santé** se démarquent avec des dynamiques d'activité soutenues notamment pour les grands laboratoires exposés aux Etats Unis. La **finance** bénéficie d'un environnement de taux d'intérêt favorable qui se retranscrit dans les chiffres publiés. De manière générale, l'activité des sociétés **industrielles** qui bénéficient de tendances de long terme comme l'électrification, identifiées dans nos Perspectives Economiques et Financières, continue de croître notamment dans les centres de données. Enfin, les chiffres des sociétés liées à la **consommation** suggèrent une faiblesse de la consommation en Europe.

Au niveau des résultats nets, l'évolution générale est positive une fois l'énergie exclue. La croissance des bénéfices étant plus forte que celle du chiffre d'affaires, il y a donc une amélioration des marges sur le trimestre. Mais il n'y a pas d'homogénéité de progression des BPA, chaque secteur ayant une trajectoire propre. Les marges des sociétés de **consommation discrétionnaire** et des **services aux collectivités** diminuent, en raison respectivement des défis affrontant l'industrie automobile et d'éléments exceptionnels sur les acteurs ayant une forte exposition aux énergies renouvelables. A l'inverse, deux secteurs se détachent, la **santé** et les **services de communication** ; tous deux affichant une forte augmentation de leurs bénéfices. Alors que le premier voit une légère amélioration des marges accompagnant la hausse du chiffre d'affaires, le second bénéficie de l'intégration d'éléments exceptionnels. Enfin, la **finance** bénéficie de l'environnement de taux favorable et d'une bonne maîtrise de ses coûts visible au niveau des bénéfices.

Dans un environnement économique incertain marqué par des tensions géopolitiques renouvelées comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, les entreprises demeurent globalement prudentes quant à leurs perspectives pour 2025 notamment celles exposées à de potentielles hausses des droits de douane.

| | Nbre de publications | Croissance des chiffres d'affaires a/a | | | Surprise par rapport au consensus | | |
|-------------------------------|----------------------|--|---------------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------|---------------------|
| | | Croissance | Croissance positive | Croissance négative | Ecart | Surprises positives | Surprises négatives |
| MSCI Europe | 223 | 1,5% | 75% | 25% | -0,2% | 71% | 29% |
| MSCI Europe hors énergie | 212 | 4,4% | 79% | 21% | -0,6% | 71% | 29% |
| MSCI Europe hors finance | 178 | -0,8% | 77% | 23% | -3,9% | 67% | 33% |
| Consommation discrétionnaire | 18 | -1,5% | 72% | 28% | -0,1% | 82% | 18% |
| Consommation de base | 9 | 3,1% | 89% | 11% | 0,7% | 78% | 22% |
| Immobilier | 5 | 40,8% | 100% | 0% | -2,4% | 20% | 80% |
| Industrie | 54 | 6,1% | 78% | 22% | 2,8% | 81% | 19% |
| Matériaux | 15 | 2,7% | 73% | 27% | 0,2% | 62% | 40% |
| Soins de santé | 28 | 8,5% | 79% | 21% | 1,8% | 68% | 32% |
| Services aux collectivités | 12 | -3,7% | 42% | 58% | -44,2% | 0% | 100% |
| Services de communication | 12 | 3,3% | 83% | 17% | 1,4% | 67% | 33% |
| Technologies de l'information | 14 | 5,3% | 75% | 25% | 2% | 65% | 35% |
| Energie | 11 | -11,3% | 0% | 100% | 1,8% | 68% | 32% |
| Finance | 45 | 10,2% | 93% | 7% | 19,2% | 88% | 12% |

| | Nbre de publications | Croissance des bénéfices a/a | | | Surprise par rapport au consensus | | |
|-------------------------------|----------------------|------------------------------|---------------------|---------------------|-----------------------------------|---------------------|---------------------|
| | | Croissance | Croissance positive | Croissance négative | Ecart | Surprises positives | Surprises négatives |
| MSCI Europe | 219 | -0,5% | 63% | 37% | -3,3% | 56% | 44% |
| MSCI Europe hors énergie | 208 | 5,9% | 65% | 35% | -1,2% | 57% | 43% |
| MSCI Europe hors finance | 174 | -4,2% | 65% | 35% | -6,4% | 54% | 46% |
| Consommation discrétionnaire | 15 | -23,6% | 64% | 36% | -45,2% | 47% | 53% |
| Consommation de base | 8 | 2,5% | 63% | 38% | -1,5% | 75% | 25% |
| Immobilier | 5 | 85,6% | 100% | 0% | 40,2% | 100% | 0% |
| Industrie | 54 | 2,0% | 73% | 27% | 17,3% | 51% | 49% |
| Matériaux | 15 | -32,3% | 62% | 38% | -56,6% | 36% | 64% |
| Soins de santé | 28 | 13,9% | 70% | 30% | 7,3% | 59% | 41% |
| Services aux collectivités | 12 | -26,9% | 30% | 70% | -13,2% | 45% | 55% |
| Services de communication | 12 | 25,8% | 45% | 55% | 5,5% | 10% | 90% |
| Technologies de l'information | 14 | 5,2% | 71% | 29% | 6,1% | 93% | 7% |
| Energie | 11 | -34,9% | 38% | 62% | -2,1% | 49% | 51% |
| Finance | 45 | 7,7% | 62% | 38% | 9,9% | 65% | 35% |

Arthur Pomier

Gestion Actions Europe



| Actions Europe | Niveaux | | | | | Variation (en %) | | | | |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|------------------|----------|----------|-------------|--|
| | 28/03/25 | J-7 | 07/11/24 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7 | 07/11/24 | 31/12/24 | sur 12 mois | |
| MSCI EMU | 177,7 | 180,1 | 162,0 | 163,2 | 167,9 | -1,3 | 9,7 | 8,9 | 5,8 | |
| MSCI EMU Mid Cap | 1 164,3 | 1 186,0 | 1 047,2 | 1 056,7 | 1 032,3 | -1,8 | 11,2 | 10,2 | 12,8 | |
| MSCI EMU Small Cap | 443,2 | 452,4 | 410,2 | 390,5 | 430,4 | -2,0 | 8,1 | 13,5 | 3,0 | |
| MSCI Europe | 181,6 | 183,1 | 170,6 | 169,9 | 171,9 | -0,8 | 6,4 | 6,9 | 5,6 | |
| France CAC 40 | 7 916,1 | 8 028,3 | 7 425,6 | 7 380,7 | 8 205,8 | -1,4 | 6,6 | 7,3 | -3,5 | |
| Allemagne DAX 30 | 8 604,0 | 8 805,3 | 7 438,6 | 7 648,6 | 7 293,2 | -2,3 | 15,7 | 12,5 | 18,0 | |
| Italie MIB | 38 739,3 | 38 655,3 | 33 981,2 | 34 186,2 | 34 750,4 | 0,2 | 14,0 | 13,3 | 11,5 | |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (£) | 8 658,9 | 8 632,3 | 8 140,7 | 8 173,0 | 7 952,6 | 0,3 | 6,4 | 5,9 | 8,9 | |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 10 348,7 | 10 262,0 | 9 785,5 | 9 877,2 | 9 305,2 | 0,8 | 5,8 | 4,8 | 11,2 | |

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés asiatiques affichent des performances contrastées sur la semaine. En effet, l'Indonésie progresse assez fortement, montrant quelques signes d'accalmie dans un contexte politique tendu et d'une défiance des investisseurs vis-à-vis du nouveau gouvernement. L'Inde progresse également, recherchée dans un contexte d'aversion au risque sur les marchés directs dans la région Asie. A l'inverse, l'Asie du Nord (Corée du Sud, Taïwan, Chine) affiche les plus fortes baisses, les investisseurs se montrant encore inquiets des conséquences des droits de douane mis en place par la nouvelle administration américaine, mais également de la possible inflexion des dépenses d'investissement dans la sphère Intelligence Artificielle (IA) et ses effets ricochets notamment sur les semi-conducteurs. Au cours de la semaine, sur la thématique de la relocalisation des capacités de production, Suzuki a annoncé le déploiement d'une nouvelle usine en Inde pour \$860 millions et Foxconn a annoncé l'expansion de ses capacités aux Etats-Unis via l'acquisition d'un terrain d'envergure au Texas pour un montant de \$140 millions.

Aux **Etats-Unis**, les marchés poursuivent leur mouvement de consolidation, toujours inquiets des conséquences possibles sur l'inflation et la croissance domestique des hausses de douane et des coupures budgétaires de la nouvelle administration. Dans ce contexte, la consommation de base affichait la meilleure performance bénéficiant de son statut défensif suivi du secteur énergétique tiré par la hausse du pétrole. A l'inverse, les perspectives d'investissement plus incertaines dans la sphère IA, suite notamment au développement de modèles à bas coûts par des sociétés chinoises, continuent de peser sur les grandes valeurs technologiques américaines. Au cours de la semaine, la Chine a annoncé vouloir appliquer plus strictement ses règles d'efficacité énergétique pour l'utilisation de puces avancées mettant à risque les ventes en Chine des leaders de puces de semi-conducteurs comme Nvidia. Le secteur de l'automobile a été impacté par la mise en place d'un droit de douane de 25% sur tous les véhicules et pièces détachées automobiles importés aux Etats-Unis. Finalement, les annonces d'importantes réductions d'effectifs au sein de l'administration fédérale se poursuivent avec notamment 10 000 emplois dans les agences de santé et 83 000 au département des anciens combattants.

Le Focus de la semaine : Les résultats des entreprises américaines du 4ème trimestre

Globalement, les entreprises ont affiché une croissance de leur chiffre d'affaires (+5%) et une augmentation de leurs bénéfices (+14%) par rapport à l'année précédente. Retraité des contributions des 7 grandes capitalisations boursières (*), on note une amélioration des performances des autres sociétés du S&P 500, dont les croissances des ventes et des bénéfices ont été de respectivement +5% et +10% par rapport au 4ème trimestre 2023. En outre, cette publication a été marquée par de fortes disparités sectorielles, certains secteurs ayant nettement surperformé (comme la consommation cyclique, la technologie et les services de communication) tandis que d'autres ont eu plus de mal à naviguer dans un environnement complexe. Parmi les messages les plus importants de cette saison de publication, nous retiendrons que :

- Dans la **consommation**, Walmart tire le compartiment à la hausse. La société continue de gagner des parts de marché auprès des consommateurs à haut revenu et d'augmenter ses revenus publicitaires et ses ventes en ligne. Cela est le fruit de ses investissements passés qui lui ont permis d'adapter son modèle d'entreprise. Ainsi, Walmart (avec Costco et Amazon) exerce une pression sur le reste du commerce de détail. Parallèlement, les autres sociétés de la consommation courante font face à des volumes faibles, un pouvoir de fixation de prix éprouvé, des inquiétudes concernant les modes de consommation (l'influence de R. Kennedy et des médicaments contre l'obésité), de possibles nouveaux droits de douane et un dollar fort qui impacte les entreprises les plus internationales.

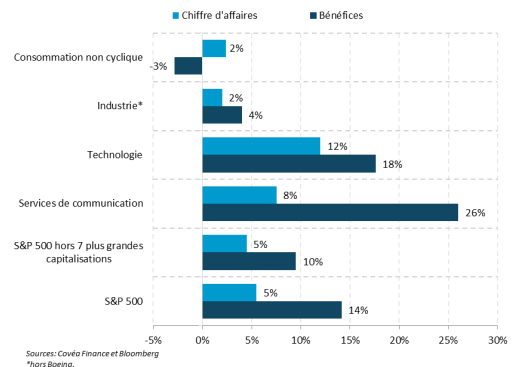
- Du côté de l'**industrie**, on constate toujours de l'attentisme concernant la matérialisation des grands projets américains (commentaires d'Emerson), mais les sociétés trouvent des relais de croissance dans les centres de données informatiques et les dépenses d'infrastructures liées au projet de loi « Investment Infrastructure and Jobs Act » de 2021 (commentaires d'EATON).

- Les valeurs **technologiques** et de la **communication** continuent de bénéficier de la thématique de l'IA. Celle-ci est particulièrement impactante pour les sociétés de semi-conducteurs aux puces les plus avancées (Nvidia), les éditeurs de logiciels capables de générer des revenus additionnels grâce à leurs investissements (ServiceNow, Adobe, Microsoft) et les géants de la publicité (Meta, Alphabet). Malgré la crainte générée par l'augmentation des investissements en IA depuis « l'événement DeepSeek », les hyperscalers (grands fournisseurs de services d'infrastructure cloud) ont de nouveau réaffirmé leur cycle d'investissement en IA. Leurs estimations en dépenses d'investissement pour 2025 atteignent \$299mds, même si les incertitudes autour d'un risque de surinvestissement commencent à poindre.

Toutefois, dans un environnement économique plus incertain (politique monétaire de la FED et budgétaire de la nouvelle administration américaine, difficultés des dépenses de consommation des ménages à bas revenu et crainte d'un rebond de l'inflation) de nombreuses entreprises ont choisi de revoir à la baisse leurs perspectives pour 2025. On le voit particulièrement dans les secteurs des matériaux, de l'industrie, de la consommation et de l'énergie.

(*) : Microsoft, Amazon, Alphabet, Nvidia, Tesla, Apple et Meta.

Croissance des ventes et des bénéfices des entreprises du S&P 500 par secteur au 4ème trimestre 2024 (en glissement annuel et devise locale)



Sources: Covéa Finance et Bloomberg
*hors Boeing.

Margaux Louis

Gestion Actions Internationales



| Actions Internationales | Niveaux | | | | | Variations (en %) | | | | | | | | | |
|--------------------------|----------|--------|------------|----------|-----------|-------------------|------------|----------|-----------|------|------------|----------|-----------|--|--|
| | 28/03/25 | J-7 | 07/11/2024 | 31/12/24 | T-12 mois | en devise locale | | | | | en € | | | | |
| | | | | | | J-7 | 07/11/2024 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7 | 07/11/2024 | 31/12/24 | T-12 mois | | |
| Etats-Unis - S&P500 | 5 581 | 5 668 | 5 973 | 5 882 | 5 254 | -1,5 | -6,6 | -5,1 | 6,2 | -1,6 | -6,8 | -9,3 | 5,8 | | |
| Etats-Unis - Dow Jones | 41 584 | 41 985 | 43 729 | 42 544 | 39 807 | -1,0 | -4,9 | -2,3 | 4,5 | -1,0 | -5,1 | -6,5 | 4,1 | | |
| Etats-Unis - Nasdaq | 17 323 | 17 784 | 19 269 | 19 311 | 16 379 | -2,6 | -10,1 | -10,3 | 5,8 | -2,7 | -10,3 | -14,2 | 5,4 | | |
| Japon Nikkei 300 | 590 | 600 | 590 | 604 | 601 | -1,6 | 0,1 | -2,3 | -1,8 | -2,0 | 2,0 | -2,0 | -1,2 | | |
| Corée du Sud KOSPI | 2 558 | 2 643 | 2 565 | 2 405 | 2 746 | -3,2 | -0,3 | 6,4 | -6,8 | -3,6 | -6,3 | 2,3 | -14,8 | | |
| Chine - Shanghai | 3 351 | 3 365 | 3 471 | 3 352 | 3 011 | -0,4 | -3,4 | 0,0 | 11,3 | -0,6 | -5,3 | -3,9 | 10,4 | | |
| Hong Kong Hang Seng | 23 427 | 21 134 | 20 953 | 20 060 | 16 541 | 10,8 | 11,8 | 16,8 | 41,6 | 10,6 | 11,4 | 11,5 | 42,0 | | |
| Marchés Emergents - MSCI | 1 121 | 1 131 | 1 141 | 1 075 | 1 040 | -0,9 | -1,7 | 4,2 | 7,7 | -1,0 | -1,9 | -0,4 | 7,3 | | |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Droits de douane, fragilité du consommateur, croissance des stocks...

Les récentes données macroéconomiques attestent d'une contraction de la confiance des ménages aux États-Unis. Préalablement détaillée dans nos suivis hebdomadaires (suivi hebdomadaire du 24/03/2025), cette tendance pèse sur les dépenses des consommateurs et, in fine, sur les stocks des distributeurs. Les dernières déclarations des détaillants américains soulignent d'ailleurs une augmentation notable des niveaux de stocks au premier trimestre 2025. Parmi les principaux acteurs concernés, Costco Wholesale (+10 % en glissement annuel), Williams-Sonoma (meubles et appareils domestiques, +7%) et Zumiez (vêtements et chaussures, +14%) ont rapporté des croissances significatives de leurs inventaires sur cette période.

Dans le contexte des hausses tarifaires mises en œuvre par la nouvelle administration américaine, certains distributeurs ont donné des signes d'évolution dans leur stratégie d'approvisionnement, passant d'une gestion «juste-à-temps» (just-in-time) à une approche «juste-au-cas-où» (just-in-case). Les sociétés mentionnées plus haut semblent se préparer à l'imminence de ces perturbations. Elles ajustent leurs commandes pour limiter les surcoûts inflationnistes. Pour l'heure, même s'il est difficile de généraliser cette tendance à l'ensemble des acteurs, elle se reflète aussi dans le secteur logistique, comme le montre le graphique à droite sur les importations dans certains ports californiens. Les ports de Long Beach et Los Angeles, principaux points d'entrée des importations chinoises, ont en effet enregistré des records d'activité en début d'année. Le port de Long Beach, plus exposé aux importations chinoises (62% des importations proviennent de Chine) affiche une hausse de +28 % des conteneurs (TEU*) importés sur la période janvier-février atteignant des niveaux inédits depuis la pandémie. Le port de Los Angeles, moins exposé, enregistre quant à lui une progression plus modeste de +9 % sur la même période.

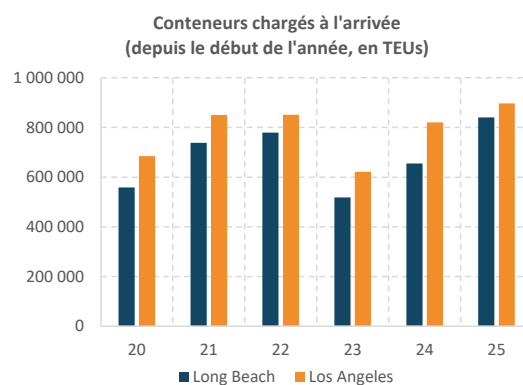
Cette nouvelle stratégie vise à limiter l'impact des droits de douane, mais elle expose les détaillants américains à d'autres risques. Un ralentissement prolongé de la consommation des ménages pourrait peser sur les coûts de stockage et entraîner une potentielle érosion des marges. Lors de ses résultats trimestriels, Costco Wholesale a mentionné de nouveaux investissements dans sa chaîne d'approvisionnement afin de soutenir le développement des stocks, dégradant d'ores et déjà légèrement son niveau de marge.

Dès lors, les résultats financiers des prochains trimestres mériteront une attention particulière pour mieux comprendre et tirer des conclusions entre les différents arguments que les détaillants pourraient mettre en avant. Dans les prochains mois, une croissance des stocks en volume paraît ainsi inévitable au regard de la conjoncture actuelle, mais celle-ci pourrait être expliquée de différentes manières :

- L'utilisation des droits de douane comme prétexte pour masquer les effets de la baisse de la demande, ce qui correspondrait à une hausse des stocks en volume accompagnée d'un effet dilutif sur les marges : pénurie d'espace de stockage et augmentation des coûts de stockage ;
- Une croissance réelle des commandes par anticipation engendrant également une pression sur les marges des détaillants. Cette tendance devrait néanmoins être visible sur les publications de résultats des producteurs de biens de consommation. Nous pourrions alors assister à la création de nouveaux effets de base avec des volumes de vente en hausse, et ce, de manière illusoire.

Ces deux scénarios engendrant une augmentation en volume seront à distinguer d'une appréciation en valeur des stocks, valorisés à leur coût de production. Ainsi, la mise en place de droits de douane supplémentaires qui intervient autour d'un contexte de consommation difficile aux États-Unis pourrait compromettre l'atteinte des objectifs annuels fixés par les sociétés. Nous nous attendons à la révision de certains objectifs pour les sociétés ayant communiqué avant les annonces de février 2025 et pour celles qui peinent à répercuter la hausse de leurs coûts sur leurs prix de vente. Dans ce contexte incertain, l'identification des entreprises exposées à la dynamique américaine capables de s'adapter aux barrières douanières restent au cœur de nos Perspectives Economiques et Financières.

* TEU : Twenty-foot Equivalent Unit, soit la taille standard d'un conteneur



Sources : Ports de Long Beach et de Los Angeles, Covéa Finance

Ludovic Martins

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

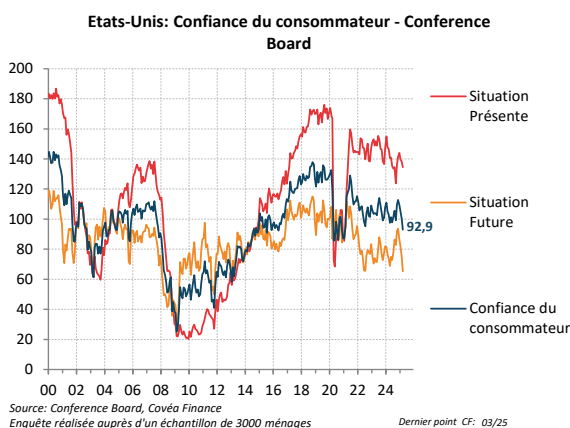
« Le consommateur américain s'inquiète de la montée des droits de douane »

Le Président Donald Trump a poursuivi cette semaine sa politique de pression maximale sur les partenaires commerciaux des États-Unis, en annonçant de nouvelles hausses de taxe douanière en amont des droits de douane réciproques qui seront dévoilés le 2 avril. Alors que l'imposition de droits de douane spécifiques à certains biens (automobiles, semi-conducteurs, produits pharmaceutiques) avaient été repoussée dans le temps par le Président en début de semaine, **des droits de douane de 25% sur toutes les voitures importées aux États-Unis seront finalement prélevés dès le 3 avril**. Ils s'ajoutent aux droits existants et couvriront les automobiles finies et ainsi que les pièces automobiles (à partir du 3 mai). Le Mexique est de loin le premier exportateur de véhicules vers les États-Unis, avec 2,4 millions de véhicules en 2024, suivi de la Corée du Sud, (1,4 million), le Japon (1,3 million), le Canada (1,1 million) et l'Allemagne (0,4 million). Anticipant d'éventuelles mesures de représailles, M. Trump a menacé d'imposer au Canada et à l'Union européenne des « droits de douane à grande échelle, bien plus importants que ce qui est actuellement prévu », s'ils collaboraient pour « nuire à l'économie » des États-Unis.

Sur un autre volet, le Président américain a annoncé que les États-Unis imposeront des droits de douane de 25 % à tout pays qui achète du pétrole ou du gaz au Venezuela. Ces droits de douane viendront s'ajouter « le 2 avril ou plus tard » aux droits de douane existants, y compris les droits de douane de 20 % imposés à la Chine cette année. Par ailleurs, le département du Trésor a prolongé la licence d'exploitation de Chevron au Venezuela jusqu'à fin mai. Le mois dernier, l'administration avait indiqué qu'elle accorderait à Chevron un délai jusqu'à début avril pour mettre fin à ses activités dans ce pays. Le Trésor a déclaré que la licence de Chevron ne lui permettait pas de payer des impôts ou des redevances au Venezuela ou d'exporter du pétrole ailleurs qu'aux États-Unis.

Concernant la guerre en Ukraine, après deux jours de négociations en Arabie Saoudite sous l'égide des États-Unis, l'Ukraine et la Russie ont accepté un cessez-le-feu en mer noire. Toutefois, Moscou l'a finalement conditionné à la levée des sanctions sur ses exportations d'engrais et de céréales, ainsi qu'à la levée de l'exclusion de certaines banques russes du système financier international. Un accord qui reste donc sous conditions et apparaît fragile puisque les Européens, qui n'étaient pas présents à la table des négociations, n'envisagent pas de levée des sanctions.

Le Président de la Réserve fédérale (Fed) de Minneapolis Neel Kashkari (membre non votant en 2025), a réitéré le message prudent des autorités monétaires, en soulignant l'incertitude autour de l'impact des droits de douane de l'administration Trump sur l'économie américaine. D'un côté la possibilité que les droits de douane fassent monter les prix plaident pour des taux d'intérêt plus élevés, de l'autre la possibilité qu'ils ralentissent la croissance économique plaident pour une réduction des taux d'intérêt. Dans ces conditions, la Réserve fédérale devrait selon lui « rester là où elle est pendant une longue période jusqu'à ce qu'elle obtienne des éclaircissements ». **La publication de l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) de février devrait conforter la Réserve fédérale dans son approche prudente.** L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a en effet accéléré à 2,8% en rythme annuel, tandis que l'estimation de janvier était



Source: Conference Board, Covéa Finance
Enquête réalisée auprès d'un échantillon de 3000 ménages

Dernier point CF: 03/25

| Indicateurs de la semaine* | | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 |
|--|-------------------|----------|--------|-------|-----------|-----------|
| Permis de Construire - Résidentiel | Vol, CVS, GA% | févr.-25 | -6,7 | -2,3 | -9,7 | -3,7 |
| Ventes logements neufs | Milliers d'unités | févr.-25 | 676 | 664 | 666 | 684 |
| Conf. des consommateurs - Conference Board | Indice | mars-25 | 92,9 | 100,1 | 105,4 | 104,5 |
| Conf. des consommateurs - Michigan | Indice | mars-25 | 57,0 | 64,7 | 65,4 | 72,5 |
| Revenu disponible | Vol, CVS, GA% | févr.-25 | 1,8 | 1,4 | 5,1 | 2,7 |
| Dépenses de consommation | Vol, CVS, GA% | févr.-25 | 2,7 | 2,8 | 2,5 | 2,8 |

*Du 24/03/2025 au 30/03/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

revue en hausse (2,7% au lieu de 2,6%). Une inflation persistante qui réduit les marges de manœuvre des autorités monétaires, comme nous le décrivions dans nos perspectives économiques et financières. Par ailleurs, malgré la bonne orientation du revenu disponible, les dépenses de consommation ont peu progressé en février (+0,1% en glissement mensuel en volume) et l'estimation de janvier a été révisée en baisse, confirmant un ralentissement de la dynamique de consommation en ce début d'année. **La confiance du consommateur américain est en effet en berne.** A l'image de l'indicateur de l'Université du Michigan, l'indicateur de confiance du consommateur du Conference Board s'est nettement dégradé, passant de 100,1 à 92,9, soit un point bas depuis janvier 2021. La baisse est particulièrement marquée pour les perspectives (-9,6 points), tandis que le recul est plus mesuré pour la situation présente (-3,6). Les anticipations d'inflation à un an sont en nette progression. Les réponses indiquent que « l'inflation reste une préoccupation majeure pour les consommateurs et que les inquiétudes concernant l'impact des politiques commerciales et des droits de douane en particulier sont en hausse ». En revanche la perception du marché du travail reste solide. L'indicateur *labor differential* (solde entre la part des personnes interrogées qui estiment difficile de trouver un emploi et celles estimant que les emplois sont abondants) progresse légèrement et reste à un niveau renvoyant à un marché du travail robuste.

Dans l'industrie, on relève toujours une certaine dichotomie entre les données d'enquête et les données en dur. Les commandes de biens durables sont restées en effet bien orientées en février (+0,9% en glissement mensuel, après +3,3%). Hors transport, la dynamique est aussi favorable (+0,7%). Cette note positive peut toutefois refléter un empressement des entreprises à passer des commandes avant la mise en œuvre de droits de douane supplémentaires. L'indicateur d'enquête PMI est moins favorable, avec un déclin à 49,8, soit un niveau qui renvoie à une stagnation de l'activité. Les sous-composantes nouvelles commandes, activité et emploi se dégradent, tandis que les prix payés accélèrent à 66,2 points. Le communiqué de S&P global indique que les entreprises attribuent cette hausse des coûts à l'impact de la politique commerciale de la nouvelle administration américaine. Cette détérioration du PMI manufacturier est en ligne avec la tendance des indicateurs manufacturiers régionaux de la Fed de Philadelphie et de New York en mars. Dans les services, l'indicateur d'enquête PMI est sorti nettement au-dessus des attentes en mars, à 54,3 contre 51 en février, un niveau qui renvoie à une croissance robuste. Les sous-composantes sont solides, avec des progrès de la composante nouvelle activité (53,8) et emploi (50,9). Toutefois les attentes sur l'activité future ont reculé. Tout comme dans le secteur manufacturier, on constate une nouvelle progression de la composante prix payés qui atteint 60 points, au plus haut depuis septembre 2023.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

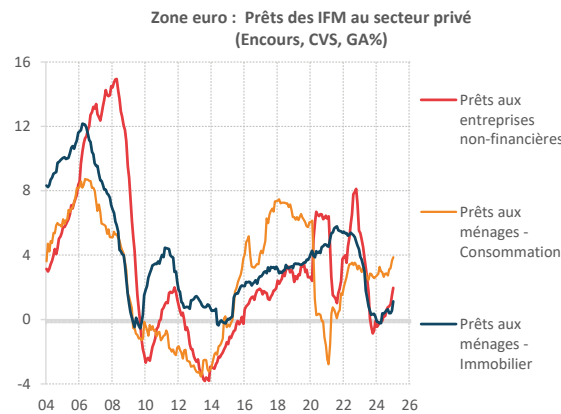


Suivi Macroéconomique

Europe

« Croissance plus soutenue de la distribution de crédit en zone euro »

Plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE se sont exprimés la semaine dernière. Malgré des analyses différentes des risques qui pèsent sur les perspectives d'inflation, la plupart appellent à la prudence dans le réglage de la politique monétaire ces prochains mois. Face à une incertitude accrue par la volatilité des déclarations du gouvernement américain sur les droits de douane qu'il entend imposer aux partenaires commerciaux des Etats-Unis, ils insistent sur la nécessité d'un examen minutieux des données économiques à chacune de leurs réunions. Les récentes annonces, tant de la Commission européenne que des dirigeants allemands -qui pourrait impliquer une croissance plus forte de l'activité économique-, ne font que renforcer cette conviction. Piero Cipollone (membre du directoire) semble toutefois être convaincu de la nécessité d'une nouvelle baisse des taux directeurs européens dès la prochaine réunion des 16 et 17 avril. Il met en avant l'impact de la réduction du bilan de la banque centrale, qui contraindrait la capacité des banques à prêter aux entreprises et aux ménages. Il estime qu'une baisse plus importante des taux directeurs serait nécessaire pour compenser cet effet restrictif de la diminution de la taille du portefeuille de titres de l'Eurosystème.



Source : BCE, Datastream, Covéa Finance

Dernier point : févr. 25

Les données préliminaires d'inflation publiées en France et en Espagne pour le mois de mars peuvent renforcer les arguments des banquiers centraux européens qui souhaitent une détente encore significative de la politique monétaire. En France, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est en hausse de 0,9% sur un an, comme en février, alors que le consensus attendait un léger rebond. L'amplification de la baisse des prix énergétiques et le recul de ceux des produits manufacturés ont compensé l'accélération des autres composantes, notamment des services et des produits alimentaires. En Espagne, le taux d'inflation est revenu de 2,9% en février à 2,2% en mars, essentiellement du fait d'une forte baisse de la composante énergie de l'indice. Mais les statistiques mensuelles de crédit bancaire montrent une nouvelle accélération de la distribution de prêts des banques aux entreprises et aux ménages en février, ce qui donne des arguments aux membres du Conseil des gouverneurs qui estiment que la politique monétaire européenne n'est plus restrictive.

Dans la zone euro, le PMI composite a progressé de 0,2 point en mars. A 50,4, il retrouve un plus haut de sept mois. Cette nouvelle hausse résulte du redressement de la production manufacturière, dont l'indicateur repasse au-dessus de 50, à 50,7 (plus haut de près de trois ans), alors que l'activité continue à ralentir dans les services. Le tableau dépeint par les enquêtes compilées par la Commission européenne est assez proche, avec la poursuite du redressement très progressif de la confiance des entreprises manufacturières, mais aussi de l'érosion de la confiance dans le secteur des services. En Allemagne, le vote du fonds de 500Mds€ d'investissements en infrastructures et de l'exonération du mécanisme de frein à la dette d'une partie des dépenses militaires n'a pas provoqué de choc de confiance : l'amélioration est modérée dans l'industrie et dans la construction.

La Commission européenne a salué les avancées dans les négociations menées par les Etats-Unis pour un cessez-le-feu en Ukraine et s'est déclarée prête à accompagner les prochaines étapes. Elle a toutefois rappelé sa méfiance envers la Russie, qui doit « être jugée sur ses actes et pas sur ses mots ». Elle affirme ainsi qu'une pression maximale doit être maintenue et donc qu'elle ne lèvera pas ses sanctions à ce stade. Face à l'isolationnisme des Etats-Unis, l'Union européenne travaille ses relations avec ses autres partenaires. Le ministre français des Affaires étrangères était ainsi à Pékin pour parler avec son homologue chinois des relations entre la France, mais aussi l'UE, et la Chine.

| Indicateurs de la semaine* | | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 | |
|----------------------------|---------------------------|----------------|----------|-------|-----------|-----------|------|
| ZE | PMI Services | Indice | mars-25 | 50,4 | 50,6 | 51,2 | 51,5 |
| | PMI Manuf. | Indice | mars-25 | 48,7 | 47,6 | 45,0 | 45,9 |
| | Prêts aux Entreprises | Val, CVS, GA% | févr.-25 | 2,2 | 2,0 | 0,5 | 1,7 |
| AL | PMI Services | Indice | mars-25 | 50,2 | 51,1 | 51,6 | 51,1 |
| | PMI Manuf. | Indice | mars-25 | 48,3 | 46,5 | 42,6 | 43,0 |
| | IFO - Climat des affaires | Indice | mars-25 | 86,7 | 85,3 | 88,9 | 86,8 |
| FR | PMI Services | Indice | mars-25 | 46,6 | 45,3 | 48,8 | 49,4 |
| | PMI Manuf. | Indice | mars-25 | 48,9 | 45,8 | 45,5 | 44,6 |
| ES | Ventes au détail | Val, CVS, GA% | févr.-25 | 3,3 | 2,2 | 3,0 | 1,8 |
| RU | PMI Services | Indice | mars-25 | 53,2 | 51,0 | 52,0 | 52,8 |
| | PMI Manuf. | Indice | mars-25 | 44,6 | 46,9 | 46,4 | 49,8 |
| | Inflation | IPC, NCVS, GA% | févr.-25 | 2,8 | 3,0 | 7,3 | 2,5 |
| | Inflation sous-jacente | IPC, NCVS, GA% | févr.-25 | 3,5 | 3,7 | 6,2 | 3,7 |

*Du 24/03/2025 au 30/03/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En France, le déficit public s'est aggravé en 2024 à 5,8% du PIB (contre 5,4% en 2023), un niveau légèrement en deçà des prévisions du gouvernement (6,0%). La dette publique est ainsi en hausse à 113% du PIB, soit 3305Mds€.

Au Royaume-Uni, la détérioration de l'environnement économique a conduit la ministre des Finances Rachel Reeves à amender son budget, présenté en octobre 2024. La prévision de croissance pour 2025 a en effet été ramenée à 1,0% par l'Office for Budget Responsibility (contre 2,0% auparavant), en lien avec la baisse de la confiance des entreprises et des ménages, qui risque de peser sur la consommation et l'investissement. La charge de la dette s'avère également plus importante qu'initialement prévue, en raison d'une hausse des taux souverains britanniques sur le début de l'année 2025 et un niveau d'inflation toujours élevé, renchérissant ainsi le coût de la dette (dont 25% est indexée sur l'inflation). Ces éléments réduisent les marges de manœuvre du gouvernement. Ils ont conduit la ministre des Finances à annoncer une baisse progressive des dépenses publiques, qui atteindra 14Mds£ sur l'année fiscale 2029-2030, dont 4,8Mds£ de diminution des prestations sociales et 3,6Mds£ de réduction des dotations aux Ministères. Rachel Reeves a en revanche maintenu la mesure visant à augmenter les cotisations patronales à la National Insurance, qui doit entrer en vigueur le 1er avril.

Cette mesure pourrait alimenter la hausse du coût du travail, et entretenir ainsi les tensions inflationnistes. Bien que l'inflation se soit légèrement modérée en février à 2,8% (contre 3,0%), l'inflation sous-jacente reste bien loin de la cible de 2%, à 3,5%, tirée par la croissance des prix dans les services (+5,0%). Par ailleurs, les inquiétudes autour de cette mesure continuent de se matérialiser dans les enquêtes PMI. Selon celles-ci, l'activité est en hausse en mars, uniquement tirée par le dynamisme des services, tandis que le PMI manufacturier s'enfonce un peu plus en zone de contraction. La confiance des entreprises reste faible, tandis que le coût des intrants continue de progresser (tant dans les services que dans l'industrie manufacturière), ce qui se répercute sur les prix des ventes. Les entreprises interrogées ont une nouvelle fois expliqué une partie de cette hausse des coûts par l'anticipation de la hausse des cotisations patronales.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

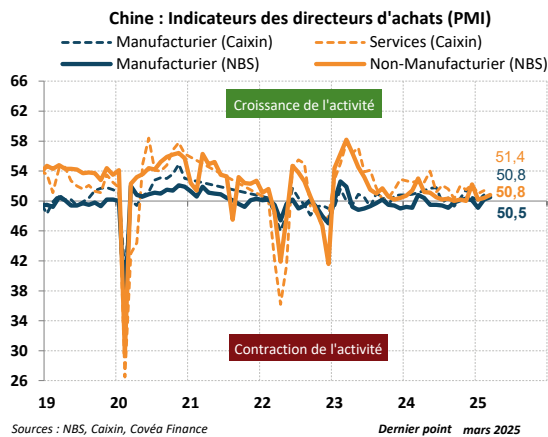


Suivi Macroéconomique

Asie

« Pour l'heure, l'économie chinoise ne montre pas de signe d'affaiblissement face à la montée des droits de douane »

En Chine, l'activité est bien orientée en mars selon l'enquête PMI. Les indices PMI sont en hausse dans les secteurs manufacturier (50,5 après 50,2 en février) et non manufacturier (50,8 après 50,4 en février) et dépassent leurs niveaux moyens de l'année 2024. Ce dynamisme semble indiquer, pour l'heure, une certaine résistance de l'économie chinoise aux premières hausses de droits de douane américains, d'autant que l'indice des nouvelles commandes manufacturières à l'exportation s'est amélioré sur le mois (49,0 après 48,6 en février). Néanmoins, les effets négatifs des tensions commerciales pourraient être davantage visibles dans les données du deuxième trimestre. En effet, la sous-composante « perspectives » du PMI manufacturier est en baisse, à 53,8 en mars, après 54,5 en février.



Concernant le soutien à l'activité, les autorités chinoises interviennent au capital de quatre grandes banques publiques. En ligne avec les annonces de l'Assemblée nationale populaire début mars, le ministère des Finances a annoncé l'injection de 69 Mds\$ (financée par des émissions d'obligations souveraines) au capital de la Bank of China, la Bank of Communications, la Postal Savings Bank of China et la China Construction Bank. Ces interventions visent probablement à soutenir la dynamique du crédit, qui a été particulièrement faible l'an passé, et à renforcer la perception de solidité de ces banques, dans un contexte où leur rentabilité est mise à l'épreuve par la poursuite de la baisse des taux.

Le Président Xi Jinping appelle les grandes entreprises internationales à rejoindre la Chine pour protéger le multilatéralisme, marquant une communication en net contraste avec celle de D. Trump. En s'adressant à 40 dirigeants de grandes entreprises étrangères invité à Pékin dans le cadre du Forum sur le développement de la Chine, Xi Jinping a déclaré que « nous devrions sauvegarder ensemble le système commercial multilatéral, maintenir ensemble la stabilité des chaînes industrielles et d'approvisionnement mondiales, et maintenir ensemble un environnement international ouvert et coopératif afin de promouvoir la mondialisation économique dans la bonne direction ». Le Président chinois a également souligné que la Chine était le deuxième marché de consommation au monde, avec la plus grande population à revenus moyens, et a déclaré que le pays était un endroit idéal pour une nouvelle révolution scientifique et technologique. Ce rapprochement avec des grandes entreprises internationales s'ajoute à d'autres initiatives du gouvernement au cours des derniers mois pour chercher à favoriser les investissements étrangers en Chine après leur fort déclin en 2024.

| Indicateurs de la semaine* | | | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 |
|----------------------------|-----------------------|----------|----------|--------|-------|-----------|-----------|
| JP | Prod. Industrielle | Vol. CVS | févr.-25 | 4,5 | 2,3 | -1,4 | -3,0 |
| CH | PMI Non-manufacturier | Indice | mars-25 | 50,8 | 50,4 | 53,2 | 50,9 |
| | PMI Manufacturier | Indice | mars-25 | 50,5 | 50,2 | 49,9 | 49,8 |

*Du 24/03/2025 au 30/03/2025 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, les ventes au détail confirment un début d'année solide avec une hausse en février de 0,5% en glissement mensuel en valeur (4,6% en glissement annuel), après 1,2% en janvier. Néanmoins, cette vigueur peut en partie illustrer le dynamisme des prix dans un contexte où l'indice de confiance des consommateurs reste mal orienté. Le redressement progressif du salaire réel pourrait toutefois continuer de soutenir la consommation des ménages au cours des prochains mois.

En outre, la production industrielle japonaise se redresse en février, avec une progression mensuelle de 2,5% (4,5% en glissement annuel) mettant un terme à trois mois consécutifs de déclin séquentiel. Cette reprise reflète en particulier le rebond de la production de semi-conducteurs qui avait fortement baissé en janvier. Sur le long terme, la dynamique de l'industrie japonaise demeure structurellement orientée à la baisse, affectée par les pertes de part de marché à l'exportation et le déclin du marché domestique. Au regard des PMI et de l'enquête du gouvernement auprès des fabricants, l'activité industrielle devrait faiblir en mars.

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.