

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

02 juin 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

L'électrification sous-tension

Fin avril, une coupure de courant majeure en Espagne et au Portugal a privé d'électricité, pendant plusieurs heures, quelques régions de ces deux pays. En seulement cinq secondes, l'Espagne a perdu l'équivalent de 60% de son approvisionnement, ce qui a déstabilisé le réseau et provoqué la déconnexion de plusieurs autres centrales électriques. La cause de cet incident n'a toujours pas été officiellement déterminée même si plusieurs pistes ont déjà été évoquées dont celle d'une cyberattaque. L'AELEC (association regroupant les principaux producteurs d'électricité en Espagne, notamment Iberdrola, EDP et Endesa) a d'ailleurs publié un communiqué la semaine dernière expliquant que d'importantes fluctuations de tension sur l'ensemble du réseau avaient été constatées au cours de la matinée de l'événement et au cours de la semaine précédente. Des éléments qui viennent compléter l'analyse préliminaire de l'incident qui est en cours au niveau européen. Le pays dispose de nombreuses sources de production d'énergies renouvelables, notamment de petites tailles, qui viennent alimenter le réseau géré par la société Redeia et qui pourraient expliquer ces fluctuations. Toujours est-il qu'au-delà de l'explication technique de la panne, cette situation remet en lumière une des thématiques importantes que nous déclinons dans nos Perspectives Economiques et Financière au travers de la réorganisation du complexe énergétique mondial. L'Europe dans sa recherche de souveraineté énergétique n'a pas seulement mis sur les énergies renouvelables mais sur l'électricité de manière générale. Les infrastructures de réseau nécessaires au transport de l'électricité deviennent ainsi stratégiques et les événements du mois dernier nous le rappellent. Leur modernisation et leur développement, tout comme ceux des interconnexions qui existent entre elles au sein de l'Union Européenne, sont clés pour assurer l'approvisionnement. Le modèle économique des acteurs régulés comme Redeia ou Terna en Italie, repose sur la rémunération de la base d'actifs de l'opérateur à un taux fixé par la loi. Cette rémunération, qui peut être indexée à l'inflation, est basée sur les dépenses d'investissements nécessaires pour entretenir et assurer la disponibilité du réseau à tout moment, à l'image du fonctionnement d'autres contrats de concessions comme ceux des infrastructures de transports de gaz ou même ceux des autoroutes et aéroports. Sur les dix dernières années, l'opérateur espagnol affiche un taux de disponibilité de son réseau supérieur à 98% en moyenne mais la structure de l'approvisionnement a profondément évolué. Les opérateurs doivent donc, eux aussi, s'adapter et investir également dans davantage d'utilisation de technologie pour contrôler l'efficacité du réseau, les points d'accès, les flux entrants et sortants par exemple. Leur modèle évolue, il doit gérer une plus grande décentralisation des unités de production. Cet incident pose, aussi, la question de la place du nucléaire au sein des différentes sources d'approvisionnement en électricité des pays, pour sa capacité à stabiliser le réseau et faire face à l'intermittence de la génération d'électricité issue des énergies renouvelables et à leur moindre inertie de production. On observe sur ce sujet des stratégies différentes. Aux Etats-Unis, la relance du secteur de l'énergie nucléaire semble prendre forme sous l'impulsion de l'administration américaine alors qu'en Espagne, le gouvernement a confirmé sa volonté de fermer ses dernières centrales nucléaires en 2027 et de continuer à privilégier le renouvelable. Quoi qu'il en soit, les infrastructures de réseaux joueront un rôle essentiel dans cette transition.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Julien Chevalier

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	30/05/25	27/03/25	T-12 mois	27/03/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,135	1,080	1,083	5,1	4,8
€ / £	0,843	0,834	0,851	1,1	-0,9
€ / Yen	163,46	163,15	169,86	0,2	-3,8
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	64	74	82	-13,7	-21,9
Indice CRB*	555	544	547	2,0	1,4
Prix de l'once d'Or	3 289	3 061	2 343	7,4	40,4
Prix de la tonne de cuivre	9 498	9 847	10 135	-3,5	-6,3
Indice Baltic Dry**	1 418	1 621	1 801	-12,5	-21,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2073	2332	3045	-11,1	-31,9

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 :

Les taux sont orientés à la baisse sur la semaine, bénéficiant d'un nouveau répit sur les hausses des droits de douane américains. L'ensemble des zones bénéficie de cette baisse, avec un 10 ans américain qui diminue de 11 pbs à 4,40%, un 10 ans français en baisse de 10 pbs à 3,16% et un 10 ans allemand qui perd 7 pbs à 2,50%. Cette tendance baissière, plus marquée sur le long, produit un mouvement d'aplatissement des courbes de taux, lié à la réduction des attentes de baisses de taux directeurs des Banques Centrales et à des estimations de croissance plus fortes. L'écart entre les références 2-10 ans se réduit de 27 pbs en France à 108 pbs et de 8 pbs en Allemagne à 72 pbs.

Le Focus de la semaine : Mouvement historique sur la courbe obligataire japonaise

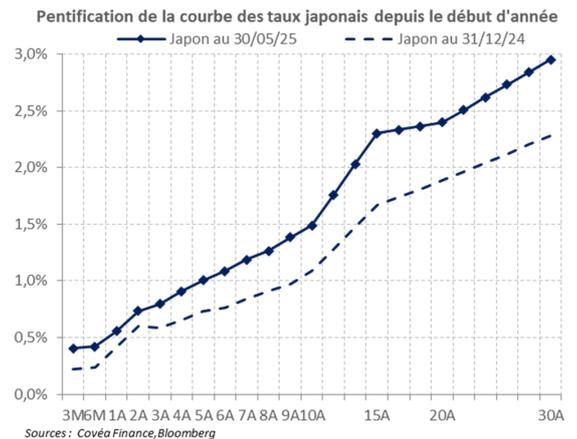
Le Japon, troisième économie mondiale en 2024, est également le pays le plus endetté au monde (avec un ratio dette publique / PIB qui atteint les 237% d'après le FMI). Malgré une dette publique de plus de 1 300 000 Mds de Yen, le pays a été historiquement protégé des conséquences du surendettement grâce à un contrôle pointilleux de sa courbe de taux par la Banque centrale du Japon (Boj) et par le soutien des investisseurs domestiques. La situation est pourtant en train de changer ces dernières semaines, illustrée par un mouvement de hausse de taux et de pentification continu de la courbe des taux souverains. Les maturités les plus longues de la courbe atteignent désormais des plus hauts historiques, avec des références 20 ans et 30 ans qui ont dépassé respectivement en mai les 2,5% et 3%. Le Japon semble aujourd'hui rattrapé par la question de la soutenabilité de la dette. Le mouvement de marché cristallise les évolutions de deux facteurs domestiques.

Premièrement, la Boj change de posture et abandonne sa politique monétaire accommodante pour la rendre de plus en plus restrictive. Avec une inflation qui reste élevée (3,6% en avril), la Boj poursuit ses hausses de taux directeurs et réduit progressivement ses programmes d'achat d'actif. Cet acheteur en dernier ressort détient à fin 2024 encore 45% de la dette publique japonaise et son retrait participe directement à la hausse des taux.

Deuxièmement, les évolutions réglementaires imposent aux assureurs locaux, historiquement positionnés sur les maturités longues de la courbe japonaise, de revoir leurs allocations pour être plus en phase avec leurs engagements financiers. Ce mouvement initié par les investisseurs domestiques accentue le phénomène de pentification.

La pentification de la courbe souveraine semble donc être due à une baisse de la demande de la part des investisseurs historiques. Ce faible attrait pour la dette souveraine de long terme a été bien visible la semaine dernière, au cours de la dernière adjudication de maturité 40 ans, avec un ratio de couverture de seulement 2,21 fois la taille demandée, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis la période de tension de juillet dernier.

Si cette hausse des taux long et ce mouvement de pentification interrogent sur la capacité à long terme de l'État à se refinancer, ces mêmes risques touchent aussi les entreprises domestiques, avec en premier plan les banques et les assureurs. Ces derniers restent exposés au risque de taux, par le biais de leurs détections encore importantes de dettes souveraines de long terme, achetées à taux bas. Les quatre plus grands assureurs du pays ont annoncé détenir à leur bilan l'équivalent de plus de 60 Mds\$ de moins-values non réalisées à fin mars 2025. L'assureur Meiji Yasuda Life Insurance Co a ainsi vu ses moins-values liées aux titres souverains japonais, être multipliées par 8 en un an, atteignant les 9,7 Mds\$. Bien que ces pertes ne soient aujourd'hui pas matérialisées, les compagnies pourraient être contraintes de réaliser ces moins-values si les niveaux réglementaires de dépréciation sont atteints ou si les assurés décident de résilier leurs contrats. La question de la soutenabilité de la dette, thème central de nos Perspectives Economiques et Financières, revient une nouvelle fois au premier plan. Les prochains mouvements de la Boj et le déroulement des futures adjudications devront être suivis avec soin. Une attention d'autant plus nécessaire qu'un nouveau geste fiscal est envisagé de la part du gouvernement, quelques mois avant les élections sénatoriales du mois de juillet.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Tanguy Jouanneau

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	30/05/25	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	0,00	-1,00			
BCE - Taux Repo	2,40	2,40	2,65	3,15	4,50	0,00	-0,25	-0,75	-2,10			
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,25	2,25	2,50	3,00	4,00	0,00	-0,25	-0,75	-1,75			
Banque d'Angleterre	4,25	4,25	4,50	4,75	5,25	0,00	-0,25	-0,50	-1,00			
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,10	0,00	0,00	0,25	0,40			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	4,40	4,51	4,36	4,57	4,55	-11	4	-17	-15	50	53	
Allemagne	2,50	2,57	2,77	2,37	2,65	-7	-27	13	-15	73	48	
France	3,16	3,26	3,47	3,20	3,13	-10	-31	-3	3	109	76	
Italie	3,48	3,58	3,88	3,52	3,95	-10	-40	-4	-47	148	86	
Royaume-Uni	4,65	4,68	4,78	4,57	4,40	-3	-14	8	25	63	72	
Japon	1,50	1,54	1,59	1,10	1,06	-4	-9	40	44	76	147	
Crédit												
Indice Itraxx Main	57,8	61,0	61,0	57,7	52,7	-3,2	-3,2	0,1	5,1			
Indice Itraxx Crossover	300,0	316,0	316,9	313,1	296,3	-15,9	-16,8	-13,0	3,8			

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

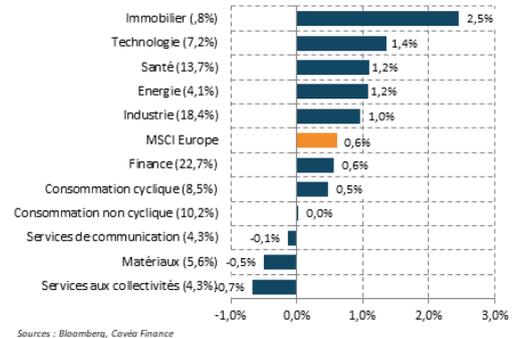
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) progressent de 0,6% effaçant quasiment la baisse de la semaine précédente dans un contexte où l'administration américaine a décidé de suspendre les tarifs de 50% sur tous les produits en provenance de l'Union européenne tarifs jusqu'au 9 juillet. Les secteurs de l'immobilier et la technologie affichent les meilleures performances, avec des variations hebdomadaires de respectivement +2,5% et +1,4% dans un environnement de taux baissier. L'indice Italien progresse le plus avec +1,6 % grâce au groupe aéronautique Leonardo porté par de nouvelles déclarations sur une éventuelle hausse des dépenses de défense dans le cadre de l'OTAN alors qu'en fin de tableau l'indice Norvégien recule légèrement à -0,2% pénalisé par son ancrage sur les matières premières. Depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (14,8%) domine le MSCI EMU (+11,7%) et le MSCI Europe (+8,0%).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 23/05/2025 au 30/05/2025 (GICS)



Le Focus de la semaine : Vers un secteur bancaire européen plus solide ?

Cette semaine nous souhaitons apporter un éclairage sur les évolutions du secteur bancaire européen. Longtemps en restructuration depuis la crise financière de la zone euro, celui-ci affiche de bonnes performances depuis le changement de la politique monétaire en zone euro. Une réponse à la résurgence de l'inflation. Pour preuve, le poids des banques représente aujourd'hui plus de 13% de l'indice MSCI EMU contre moins de 9% en 2009. Les capitalisations des banques atteignent des niveaux records avec HSBC (182 Mds EUR) et UBS (94 Mds EUR), qui a absorbé son compatriote le Crédit Suisse. Au sein de la zone Euro, BNP Paribas (87 Mds EUR) a longtemps tiré son épingle du jeu. Néanmoins, les incertitudes politiques et économiques en France ont incité les investisseurs à privilégier le modèle des banques d'Europe du Sud, plus sensible aux variations de taux d'intérêts et plus prompt à la consolidation locale. Les autorités bancaires européennes ont d'ailleurs régulièrement mis l'accent sur la nécessité de la consolidation afin de rendre les banques plus rentables et pour mieux rivaliser avec les banques américaines. Banco Sandander (107 Mds EUR), Unicredit (89 Mds EUR) ou Intesa San Paolo (87 Mds EUR) dépassent à présent en capitalisation la première banque française. Les pays du Sud de l'Europe ont par ailleurs bénéficié des plans de soutiens massifs de l'Union Européenne comme le « Next Generation EU », mais aussi d'une restructuration drastique des bilans bancaires et des réformes structurelles menées.

En Espagne, BBVA (77 Mds EUR) propose d'acquérir sa compatriote Sabadell (15 Mds EUR). Unicredit travaille sur deux projets de croissance externe : Commerzbank (31 Mds EUR) où l'hostilité des pouvoirs publics allemands rend ce schéma incertain et Banco BPM (15 Mds EUR) où le gouvernement italien pose des conditions de rapprochement car il préfère créer un troisième pôle avec Banca Monte Paschi di Siena.

D'autres évolutions sont également venues soutenir le secteur à l'image du moindre taux de défaut observé sur les crédits depuis la crise pandémique grâce aux aides gouvernementales (subventions, crédits...), la stabilisation des exigences en capital avec la finalisation de la régulation dite Bâle III, de généreux retours à l'actionnaire.

Au sein de nos Perspectives Economiques Financières, nous analysons et identifions les sociétés et secteurs susceptibles d'être favorisés dans un environnement où la remise en cause du libre-échange et de la mondialisation fait place à la régionalisation et la nécessité de gagner en souveraineté et en autonomie. Nous mettons l'accent sur les évolutions des modèles bancaires autrefois très dépendants des revenus d'intérêts et qui évoluent vers la génération de commissions dans des métiers moins consommateurs en capital comme la gestion d'actifs et de fortune.

Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	30/05/25	J-7	27/03/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	27/03/25	31/12/24			
MSCI EMU	182,2	180,6	179,3	163,2	166,5	0,8	↑	1,6	↑	11,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 258,5	1 238,3	1 179,9	1 056,7	1 062,5	1,6	↑	6,7	↑	19,1	↑
MSCI EMU Small Cap	491,8	483,0	448,5	390,5	441,8	1,8	↑	9,6	↑	25,9	↑
MSCI Europe	183,4	182,3	183,0	169,9	173,1	0,6	↑	0,2	↑	8,0	↑
France CAC 40	7 751,9	7 734,4	7 990,1	7 380,7	7 978,5	0,2	↑	-3,0	↓	5,0	↑
Allemagne DAX 30	8 990,7	8 866,4	8 687,3	7 648,6	7 109,5	1,4	↑	3,5	↑	17,5	↑
Italie MIB	40 087,4	39 475,4	39 098,9	34 186,2	34 447,6	1,6	↑	2,5	↑	17,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 772,4	8 718,0	8 666,1	8 173,0	8 231,1	0,6	↑	1,2	↑	7,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 404,2	10 383,9	10 389,7	9 877,2	9 674,8	0,2	↑	0,1	↑	5,3	↑

Sources : Bloomberg, Covèa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques sont en hausse sur la semaine, mais affichent des performances disparates. La Corée du Sud et le Japon affichent les meilleures performances, tirés par un regain d'optimisme dans le secteur technologique à la suite de la publication de résultats de Nvidia. Plus spécifiquement, la Corée du Sud profite également de la 4ème baisse de taux en six réunions par la Banque Centrale, dans un contexte d'incertitudes économique et politique avant l'élection présidentielle anticipée du 3 Juin. A l'inverse, les pays d'Asie du Sud-Est, Thaïlande et Malaisie notamment, continuent de souffrir de leur vulnérabilité dans le cadre des tensions commerciales.

Parmi les éléments transverses, dans la thématique des fusions acquisitions et de l'amélioration de l'allocation du capital au Japon, notons que NTT Docomo prévoit d'acquérir la banque en ligne SBI Sumishin Net Bank, dans une opération valorisée à environ 5,1 milliards de dollars. Dans le même temps, Dai-ichi Life, un des plus grands groupes d'assurance japonais, va acquérir une participation de 15 % dans M&G, pour environ 1 milliard de dollars, renforçant ses compétences en gestion d'actifs en s'appuyant sur l'expertise de M&G. Enfin, dans la constitution de blocs régionaux, le premier ministre chinois Li Qiang a rencontré le président indonésien Prabowo pour renforcer leurs relations face aux tensions commerciales mondiales. Les deux pays ont signé plusieurs accords de coopération, notamment dans le commerce, l'investissement, et les infrastructures.

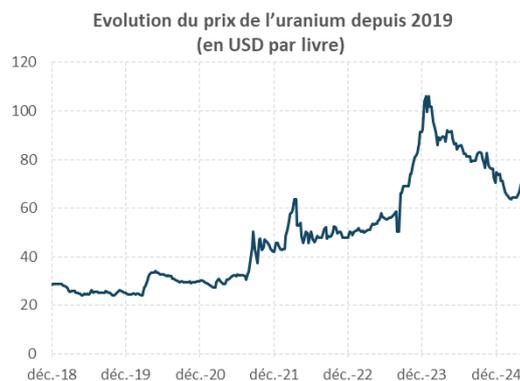
Les actions américaines ont progressé, portées par l'apaisement des tensions commerciales, des chiffres économiques rassurants et de bonnes publications de résultats trimestriels, notamment dans la sphère Intelligence Artificielle avec Nvidia. Quasiment tous les compartiments de la cote enregistrent une performance positive, dominée par la technologie et l'immobilier. A l'inverse, matériaux et énergie affichent les moins bonnes perfs du fait du repli des prix des matières premières et du pétrole. Parmi les éléments transverses sur la semaine, l'administration américaine a relancé son projet de réintroduction en bourse de Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) et Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation), les deux grandes entreprises publiques de titrisation de prêts hypothécaires, sous tutelle de l'état depuis leurs faillites retentissantes en 2008.

Le Focus de la semaine : Virage stratégique des Etats Unis vers le nucléaire, au dépend des énergies renouvelables

Fin mai, le président américain Donald Trump a signé quatre décrets visant à relancer le secteur de l'énergie nucléaire aux États-Unis. Ces mesures incluent l'élaboration d'un plan pour renforcer les capacités nationales de conversion et d'enrichissement de l'uranium. L'objectif est de pouvoir répondre à la demande tant civile que militaire en uranium faiblement et hautement enrichi. Le département de l'Énergie a été chargé de prioriser l'optimisation des performances des réacteurs existants, ainsi que de lancer la construction de 10 nouveaux réacteurs de grande taille d'ici 2030. Les décrets prévoient également une réforme de la Commission de régulation nucléaire, instaurant un délai fixe de 18 mois pour approuver toute nouvelle construction ou mise en service, et de 12 mois pour le renouvellement d'exploitation des réacteurs déjà existants.

Ces annonces interviennent alors que la Chambre des représentants a finalisé son projet de loi de conciliation, qui propose de prolonger jusqu'en 2031 les crédits d'impôt à la production nucléaire. En revanche, le texte prévoit la suppression progressive des crédits d'impôt accordés à l'énergie solaire et éolienne d'ici 2028 (pour rappel, les projets renouvelables ont bénéficié de crédits d'impôt à la production et à l'investissement facilitant l'accès au capital et réduisant les coûts de développement).

Ce projet de loi n'ayant pas encore été adopté, certains membres influents du Parti républicain ont exprimé des réserves face à cette suppression trop rapide des incitations fiscales pour les renouvelables. Une révision du texte semble probable. Quoi qu'il en soit, la direction prise par l'administration américaine est claire : donner la priorité aux sources d'énergie bas carbone, mais non intermittentes, comme le nucléaire. Les impacts sur la filière nucléaire se feront sur le long terme, notamment sur la demande d'uranium. A court terme, les sociétés exposées à la maintenance et aux services de centrales existantes seront les premières bénéficiaires. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié la chaîne de valeurs du nucléaire comme critique dans un monde de plus en plus régionalisé et en recherche de souverainetés économique, technologique et énergétique.



Sources : Factset, UXC LLC, Covéa Finance

Sophie Pons Dublanc

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)					en €		
	30/05/25	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	5 912	5 803	5 693	5 882	5 235	1,9	3,8	0,5	12,9	2,0	-1,2	-8,3	7,8
Etats-Unis - Dow Jones	42 270	41 603	42 300	42 544	38 111	1,6	-0,1	-0,6	10,9	1,7	-4,9	-9,3	5,9
Etats-Unis - Nasdaq	19 114	18 737	17 804	19 311	16 737	2,0	7,4	-1,0	14,2	2,1	2,2	-9,7	9,0
Japon Nikkei 300	604	590	603	604	586	2,4	0,2	0,0	3,1	1,4	0,0	-0,4	7,1
Corée du Sud KOSPI	2 698	2 592	2 607	2 399	2 635	4,1	3,5	12,4	2,4	2,9	4,3	9,7	-2,9
Chine - Shanghai	3 347	3 348	3 374	3 352	3 092	0,0	-0,8	-0,1	8,3	-0,3	-4,9	-7,7	3,8
Hong Kong Hang Seng	23 290	23 601	23 579	20 060	18 230	-1,3	-1,2	16,1	27,8	-1,3	-6,8	4,9	21,6
Marchés Emergents - MSCI	1 157	1 171	1 131	1 075	1 058	-1,2	2,4	7,6	9,4	-1,0	-2,6	-1,8	4,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La production de Lithium à l'épreuve des cycles

Le lithium est un composant - difficilement substituable - pour toutes les batteries modernes, qu'elles équipent les véhicules électriques (VE) ou les systèmes de stockage d'énergie à grande échelle. Essentielles à la transition énergétique, ces technologies sont animées par une dynamique mondiale caractérisée par le retour du politique soucieux de sécuriser ses approvisionnements et d'assurer son indépendance énergétique. Ces enjeux, que nous suivons dans nos perspectives économiques et financières, constituent les principaux facteurs influençant la demande et les prix du lithium. A ce titre, bien que l'AIE prévoie une augmentation importante de la demande en lithium - un triplement d'ici 2030 et un décuplement d'ici 2040 - ce dernier demeure le minéral dont la chaîne d'approvisionnement est la moins développée parmi les minéraux de transition clés (comme le cuivre, le nickel, le cobalt ou le graphite). Une anomalie qui va de pair avec le paradoxe de la chute prolongée des prix du lithium depuis 2023. Pour l'expliquer, plusieurs éléments de réponses résident à la fois dans les méthodes d'extraction et dans les dynamiques marché.

Saumures et roches dures : Les deux grandes voies d'extraction du lithium

Le lithium est principalement extrait de deux manières. La méthode la plus courante et la moins coûteuse est celle des saumures-carbonates, qui fournit un peu plus de la moitié de la production mondiale. Ce procédé consiste à faire évaporer des saumures (eaux très salées) riches en lithium dans de vastes bassins pour obtenir du carbonate. Cependant, cette technique est limitée aux régions extrêmement arides, comme le fameux « Triangle du Lithium » (Argentine, Bolivie, Chili), où l'évaporation s'étale généralement sur 12 à 24 mois. De plus, le développement d'un tel projet peut s'étendre sur près d'une décennie, car chaque phase de test et d'ajustement du processus d'évaporation (pour l'adapter à la composition chimique de la saumure en question) nécessite elle-même 12 à 24 mois.

L'extraction du lithium à partir de roches dures (spodumène, lépidolite) représente la deuxième méthode de production. Ces gisements sont courants, et le minage est actuellement concentrée en Australie, Chine, et RDC. Toutefois, ce procédé est plus coûteux et complexe que celui des saumures. Il implique une étape de raffinage chimique plus poussée (cette dernière essentiellement réalisée en Chine), ce qui accroît les dépenses aux intrants et induit une consommation énergétique supérieure (le minage étant plus consommateur que l'évaporation naturelle).

De fait, les producteurs de lithium par saumures-carbonates, comme l'Argentin Arcadium (récemment acquis par Rio Tinto) ou le Chilien SQM, jouissent d'un avantage concurrentiel significatif et se positionnent à ce titre en début de courbe des coûts, avec un point mort autour des 10 \$/kt LCE. À l'opposé, les exploitants de roches dures, comme l'Américain Albemarle, ont un point mort autour des 12 à 15 \$/kt LCE. Les premiers demeurent profitables quel que soit le cycle de marché, tandis que les seconds ne prospèrent que lorsque les prix sont élevés.

Les surcapacités qui pèsent sur les prix, une fatalité durable ?

La demande en lithium est promise à une croissance significative, mais elle demeure relativement inélastique. Cela signifie que, si le coût du lithium est important, c'est surtout l'offre qui dicte les cours. En économie, trois facteurs clés régissent le cycle prix d'une matière première conditionné par son offre : la position dans la courbe des coûts de chaque producteur, la rapidité avec laquelle la production peut être ajustée, et l'ampleur de ces ajustements. Plus il faut de temps pour modifier l'offre et moins les ajustements sont importants, plus le cycle prix sera durablement éloigné de son équilibre (déclenchant de longues tendances haussières ou baissières du marché).

Sur le lithium, ce sont essentiellement les surcapacités qui expliquent la baisse du marché depuis 2023. Une tendance structurellement entretenue par les méthodes de production. D'un côté, l'extraction par saumure, bien que la moins onéreuse, est caractérisée par une forte inertie. Ses longs délais de production (entre 12 et 24 mois) et son caractère très capitalistique limitent sa capacité d'ajustement de l'offre (auquel s'ajoute également la contrainte géographique). En outre, cette intensité capitalistique encourage les producteurs à maximiser les volumes, et ce, indépendamment des prix du marché. Quant à l'extraction par roche dure, elle offre une plus grande flexibilité pour ajuster la capacité, grâce à des investissements initiaux (sur le minage) moins lourds et des coûts variables plus importants. Cependant, le volet raffinage chimiques est à l'inverse très gourmande en capital, et vient là aussi encourager une dynamique de maximisation de la production.

De plus, une dimension politique s'ajoute à ces contraintes. De nombreux pays perçoivent la production de lithium comme une capacité stratégique. Cette vision a entraîné une surcapacité structurelle, exacerbée par la vague d'investissements survenue entre 2021 et 2023 lorsque les prix étaient élevés. Cette surabondance de l'offre entrave désormais les ajustements de production nécessaires à un rééquilibrage du marché. En conséquence, et malgré l'importance stratégique de développer des chaînes de valeur régionales, les prix bas actuels compromettent la viabilité économique de ces projets.

Toutefois, loin d'être une impasse, la situation actuelle du marché pourrait être transformée par l'Extraction Directe de Lithium (DLE). Cette nouvelle méthode d'extraction a le potentiel de modifier les dynamiques d'ajustements de l'offre. Le DLE offre des avantages majeurs : il permettrait l'extraction de lithium même dans les climats humides, augmentant considérablement les ressources exploitables. De plus, il apporterait une flexibilité de production inédite, avec des ajustements possibles en jours ou semaines plutôt qu'en mois ou années. Bien que plusieurs technologies DLE soient encore en phase de développement (à l'image du projet "AGeLi" d'Eramet en Alsace) et nécessitent des adaptations à la chimie spécifique de chaque saumure, le consensus général est clair : le DLE rendra de nouvelles ressources de saumure économiquement viables d'ici 5 à 10 ans, rivalisant directement avec les méthodes d'évaporation traditionnelles.

Félix Laroche

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

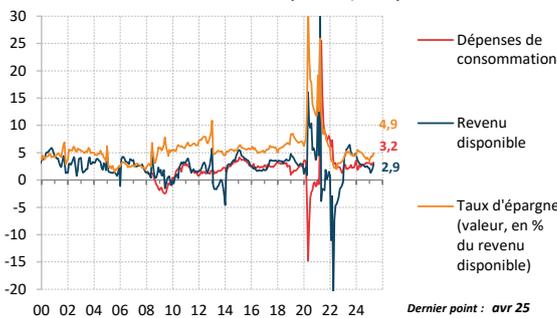
États-Unis

« La consommation reste bien orientée malgré le poids des incertitudes »

La semaine a été marquée par de multiples rebondissements concernant la politique commerciale américaine. Un tribunal fédéral (*l'International Trade Court*) a jugé que les droits de douanes réciproques annoncés le 2 avril, mais aussi ceux mis en place dans le cadre de la lutte contre le trafic de fentanyl contre le Canada, le Mexique et la Chine, sont illégaux au motif que le texte de loi utilisé par la Maison Blanche pour les instaurer ne pouvait pas l'être. L'administration a fait appel de cette décision et obtenu en référé le droit de continuer à percevoir ces taxes supplémentaires. Par ailleurs, Donald Trump a annoncé, lors d'un déplacement en Pennsylvanie, le doublement des droits de douane supplémentaires sur l'acier et l'aluminium, ce qui les porte à 50%. Concernant les discussions bilatérales en cours, **selon le Secrétaire au Trésor Scott Bessent, les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine sont au point-mort.** De fait, les États-Unis, par la voix de Donald Trump, et la Chine, via son ministre du Commerce, s'accusent mutuellement de ne pas respecter l'accord provisoire conclu début mai, accord qui avait conduit à une diminution temporaire des droits de douanes portant sur les échanges entre les deux pays. Ces développements témoignent du contexte économique fluctuant et incertain auquel les acteurs économiques sont confrontés, dans un monde plus conflictuel et moins coopératif, tel que nous le décrivons dans nos perspectives économiques et financières.

Par ailleurs, une disposition du projet de loi fiscale adoptée par la Chambre des représentants, concernant la taxation des revenus des investissements étrangers aux États-Unis, alimente également les inquiétudes. La section 899 prévoit de taxer les revenus des investissements étrangers aux États-Unis, pour les investisseurs établis dans des pays dont les régimes fiscaux sont jugés « inéquitables » par les États-Unis. Cela vise notamment les pays qui imposent une taxe sur les services numériques aux entreprises américaines, ou encore les dispositions de l'accord international sur un impôt minimum sur les sociétés, ce qui inclut des pays tels que le Canada, le Royaume-Uni, la France, l'Italie ou encore l'Australie. La liste des pays visés doit être définie par le Secrétaire au Trésor, ce qui pourrait laisser place à la négociation. Le projet de loi prévoit une taxe de 5% la première année, puis 5% supplémentaires chaque année jusqu'à un maximum de 20%. Les investisseurs institutionnels seraient concernés, de même que les investisseurs individuels et les entreprises détenant des actifs aux États-Unis. Beaucoup d'incertitudes entourent l'application de cette disposition. Ainsi, les revenus d'intérêt tirés des titres du Trésor américain pourraient ne pas être touchés car la taxe ne s'appliquerait pas aux « intérêts de portefeuille » qui sont déjà exonérés d'impôt. Cette catégorie comprend les intérêts sur les titres du Trésor payés à des étrangers et d'autres dettes négociées sur les marchés. Le texte adopté à la Chambre doit toutefois être validé par le Sénat où il est en cours d'examen. Il s'agirait là d'un levier supplémentaire à disposition du gouvernement américain pour tenter d'infléchir la position des pays potentiellement visés, dans le cadre des négociations bilatérales en cours. Mais cette disposition, si elle devait être conservée par les Sénateurs, pourrait avoir un impact significatif sur l'attractivité des États-Unis pour les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille.

États-Unis : Revenu disponible et dépenses de consommation (volume, GA%)



Sources: Coveo Finance, BEA
L'épargne personnelle est la différence entre revenu personnel disponible (Revenu personnel - Impôts sur le revenu et cotisations sociales) et les dépenses personnelles (dépenses de consommation, paiements d'intérêts et transferts courants).

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	mai-25	98,0	85,7	105,4	104,5
Dépenses de consommation	Vol, CV%, GA%	avr.-25	3,2	3,1	2,5	2,8

* Du 26/05/2025 au 01/06/2025

Sources : Refinitiv, Coveo Finance

À la faveur de la poursuite de la progression de leur revenu disponible (2,9% en glissement annuel (GA)), la consommation des ménages est restée dynamique en avril, avec une hausse de 3,2% (GA) à prix constants. Parallèlement, leur taux d'épargne a progressé de 0,6 point sur le mois, pour revenir à un plus haut de onze mois, à 4,9%. L'inflation, mesurée par le déflateur de la consommation, est revenue à 2,1% sur un an en avril, et son noyau dur, hors alimentation et énergie, à 2,5%. Cette baisse reflète la modération de la composante énergie, mais aussi celle de la composante services. L'imposition de droits de douane par l'administration Trump fait toutefois peser des risques haussiers sur les perspectives d'inflation. Du côté des données d'enquête, **l'indicateur de confiance du consommateur du Conference Board enregistre un net rebond en mai, sur fond de désescalade des tensions commerciales au cours du mois.** L'indice progresse de 12,3 points à 98, tiré par les perspectives (+17,4 points) et dans une moindre mesure par la situation présente (+4,8). La mesure des anticipations d'inflation à 12 mois a diminué de 0,5 point pour atteindre 6,5 %, un niveau toujours très élevé. Le Conference Board a noté que le rebond de la confiance s'est accéléré dans les réponses recueillies après le 12 mai, date à laquelle les États-Unis et la Chine ont annoncé une pause de 90 jours dans les tarifs douaniers imposés en avril.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables ont reculé de 6,3% en avril, du fait d'une chute des commandes dans l'aviation civile. Les commandes de biens intensifs en capital hors défense et aviation, qui approchent l'investissement en équipements des entreprises, ont baissé de 1,3 % sur le mois, ce qui pourrait être le signal d'un affaiblissement de la demande, corroborant la détérioration récente des données d'enquête.

Les importations et le déficit commercial des États-Unis ont fortement diminué en avril, confirmant que les données du mois de mars ont été déformées par les anticipations d'entrée en vigueur des droits de douane supplémentaires annoncés par le gouvernement Trump. D'après la première estimation du Census Bureau, le déficit des échanges de biens est revenu à 88Mds\$ en avril, contre 162Mds\$ le mois précédent. Les exportations ont certes progressé, mais l'essentiel du mouvement s'explique par une chute de 25% des importations en un mois, signe que la forte augmentation des importations américaines au premier trimestre s'expliquait d'abord par des achats anticipés avant l'entrée en vigueur des augmentations de droits de douane.

Les minutes de la réunion du comité de politique monétaire (FOMC) des 6 et 7 mai derniers, la première après les annonces tarifaires du 2 avril (*Liberation Day*) marquent la volonté des banquiers centraux américains de rester prudents dans un contexte d'incertitude exacerbée. Ils constataient certes que la baisse de l'inflation s'était poursuivie, mais aussi qu'elle restait légèrement au-dessus du niveau qu'ils jugent correspondre à la stabilité des prix que leur mandat leur demande d'assurer, alors qu'ils craignent que les augmentations annoncées de droits de douane provoquent une accélération des prix. Par ailleurs, en dépit du léger recul annoncé du PIB au premier trimestre, ils estiment que l'activité économique reste solide, avec un marché du travail remarquablement résistant.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

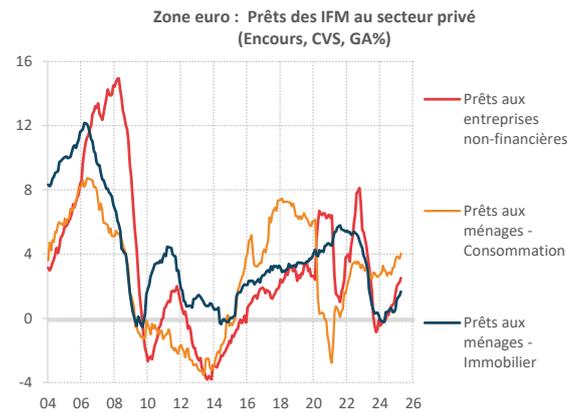


Suivi Macroéconomique

Europe

« Le redressement de la distribution de crédit se poursuit en zone euro »

Selon la Présidente de la Banque centrale européenne, le climat d'incertitude actuel pose question sur le rôle dominant du dollar américain. Bien qu'un renforcement de la fragmentation géopolitique et économique serait préjudiciable à l'Europe, **C. Lagarde estime que cela pourrait créer des opportunités pour permettre à l'euro de jouer un rôle international plus important. Elle a ainsi identifié trois éléments fondamentaux pour renforcer le rôle de l'euro dans le système économique et financier mondial :** (i) renforcer l'intégration de la zone euro au commerce mondial et nouer des partenariats militaires solides pour garantir la stabilité géopolitique du continent ; (ii) renforcer la base économique européenne pour créer des opportunités de croissance et d'investissement afin d'attirer des capitaux étrangers ; (iii) renforcer la base juridique de l'Union européenne pour défendre l'Etat de droit dans les pays membres et garantir l'indépendance des institutions. Ce dernier point pourrait notamment passer par une réforme de l'UE afin qu'une majorité des votes soient réalisés à la majorité qualifiée parmi les 27 états membres pour limiter la capacité de blocage de certains pays qui utilisent leur droit de veto. Le rôle international du dollar dans un contexte international changeant fait partie de nos réflexions dans le cadre de nos perspectives économiques et financières.



Source : BCE, Datastream, Covéa Finance

Dernier point avr 25

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA%	avr.-25	2,6	2,4	0,5	1,7
FR	Dépenses de consommation	Val, CVS, GA%	avr.-25	-0,1	-1,9	-1,5	-0,3

* Du 26/05/2025 au 01/06/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

C'est aussi le cas de l'augmentation de l'effort de défense européen et de son financement. **Le Conseil des ministres de la défense des pays membres de l'Union européenne a adopté l'instrument « Agir pour la sécurité en Europe » (SAFE),** l'un des éléments du plan ReArmEU. Doté de 150Mds€, SAFE est destiné à financer des investissements importants et urgents dans la base technologique et industrielle européenne de défense. L'objectif est d'augmenter les capacités de production dans le domaine et d'assurer de la disponibilité des équipements nécessaires ainsi que de combler les manques capacitaires afin de renforcer la capacité de l'UE à se défendre. Les Etats-membres de l'Espace économique européen et de l'Association européenne de libre-échange seront éligibles à ce mécanisme. Les candidats à l'entrée dans l'UE, ainsi que les signataires d'un partenariat de sécurité et de défense avec l'UE (le Royaume-Uni) pourront participer à des achats communs de matériels. Dans le cadre de la préparation des négociations avec l'administration Trump sur les futures relations commerciales entre les Etats-Unis et l'Union européenne, **la Commission a entrepris de recenser, via des formulaires d'enquêtes envoyés à des associations d'entreprises, les projets d'investissements des entreprises européennes aux Etats-Unis.**

Face à la « menace russe », l'Allemagne installe de manière permanente une brigade militaire en Lituanie. Composée de deux bataillons de chars de combat et d'un bataillon de l'OTAN sous commandement allemand, cette brigade devrait comporter jusqu'à 5 000 personnes, dont 200 civils, fin 2027. C'est la première fois depuis la fin de la seconde Guerre mondiale que des troupes allemandes seront stationnées dans un pays tiers. Par ailleurs, l'OTAN s'apprêterait à demander à l'Allemagne d'augmenter drastiquement le nombre de brigades qu'elle met à disposition de l'alliance. Mais la Bundeswehr rencontre déjà des difficultés à remplir ses objectifs de recrutement établis en 2018.

La fédération des contribuables allemands a écrit à la Bundesbank et au ministère des Finances pour leur demander que le stock d'or allemand conservé dans les coffres de la banque fédérale de réserve de New-York (environ un tiers des réserves d'or allemandes) soit rapatrié sur le territoire national. L'association craint que Donald Trump prenne le contrôle de la Réserve fédérale et, par conséquent, de cet or allemand. Un député européen de la CDU, parti politique qui prône habituellement le maintien de liens forts avec les Etats-Unis, a ajouté que les Etats-Unis de Donald Trump n'étaient plus, à ses yeux, un partenaire fiable et qu'on ne pouvait exclure que le président américain trouve une idée originale pour faire main basse sur ces avoirs allemands. De son côté, la Bundesbank considère toujours que l'or allemand stocké à la Fed de New-York est en sécurité.

Dans la zone euro, la distribution de crédits des banques aux entreprises et aux ménages continue à accélérer, signe d'un impact positif de la détente de la politique monétaire depuis près d'un an sur les conditions de financement de l'économie. La croissance des prêts aux entreprises a atteint 2,5% sur un an en avril (+2,2% en mars) et celle des concours aux ménages 1,7% (contre 1,4% le mois précédent). Bien que **toujours très bas, l'indicateur de sentiment économique de la zone euro, calculé par la Commission européenne, a progressé d'un point en mai.** La hausse résulte d'une amélioration dans l'industrie manufacturière, dans la construction et dans la distribution. La confiance des consommateurs s'est aussi un peu redressée par rapport au mois précédent. En revanche, la confiance continue à s'éroder dans les services. Sur le plan des tensions inflationnistes, **l'indicateur des perspectives de prix de vente, toujours positif, a légèrement reculé dans l'industrie et dans les services.** De leur côté, les consommateurs jugent que les prix ont plus augmenté récemment, mais ils envisagent une hausse moins importante ces prochains mois.

L'inflation a encore baissé en France, en Espagne et en Allemagne en mai (dans la version aux normes européennes). Les détails sont peu nombreux, mais l'indice d'inflation aux normes nationales publié par l'INSEE suggère que le recul de l'inflation en mai a été alimenté en France par une nouvelle baisse des prix de l'énergie. Néanmoins, l'inflation dans les services poursuit son ralentissement à 2,1%. Bien que la baisse de l'inflation soit avant tout liée à l'énergie, le ralentissement des prix dans les services sera à surveiller dans les prochains mois dans le cadre du suivi de notre scénario d'une inflation persistante.

Trois mois après l'avoir placée sous perspective négative, Standard and Poor's a maintenu la note qu'elle attribue à la dette souveraine française à long terme, à AA-. Même si les révisions à la baisse des prévisions de croissance mettent en danger la trajectoire des finances publiques, l'agence a estimé n'avoir pas suffisamment de nouveaux arguments pour modifier son jugement.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

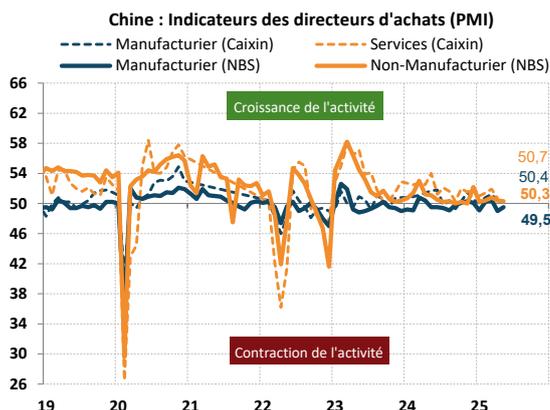


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'activité chinoise se reprend quelque peu en mai, selon l'enquête PMI du NBS »

Le PMI manufacturier chinois, calculé par le bureau national des statistiques, a progressé en mai, en ligne avec la désescalade des tensions commerciales avec les Etats-Unis en début de mois. A 49,5, il reste toutefois en zone de dégradation de l'activité dans le secteur. L'indicateur de production passe en zone de croissance (+2 points à 50,7), avec des écarts importants entre les différentes branches sondées. La demande, notamment étrangère, reste orientée à la baisse. Les indicateurs de coûts et de prix restent très inférieurs au seuil de 50, indiquant que les pressions déflationnistes perdurent dans l'industrie chinoise. Dans les autres secteurs, l'activité reste en modeste croissance, notamment dans les services. Dans la construction, l'activité reste tirée par les infrastructures, qui accélèrent.



Sources : NBS, Caixin, Covéo Finance

Dernier point mai 2025

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
JP	Taux de chômage	% de la pop. act.	avr.-25	2,5	2,5	2,6	2,5
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-25	0,7	1,0	-1,4	-3,0
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	mai-25	50,3	50,4	53,2	50,9
	PMI Manufacturier	Indice	mai-25	49,5	49,0	49,9	49,8

*Du 26/05/2025 au 01/06/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Au Japon, la production industrielle a reculé de 0,9% en glissement mensuel (GM) au mois d'avril. Elle reste en hausse sur un an (+0,7%), mais à un rythme particulièrement faible. Ce regain de faiblesse de l'activité industrielle est cohérent avec des résultats d'enquêtes de conjoncture qui restent mal orientés dans le secteur manufacturier. En revanche, les ventes au détail ont accéléré en avril, avec une hausse de 3,3% sur un an, soutenues essentiellement par un rebond (+7,1% GM) des ventes d'automobiles. Dans un contexte de forte augmentation des prix des produits alimentaires, cette composante des ventes au détail se contracte.

Le sommet de l'Asean s'est tenu en Malaisie. En plus des pays de l'Asean le Premier ministre chinois ainsi que des représentants des pays du Golfe étaient présents ce qui montre la volonté de l'alliance de diversifier ses partenaires économiques face à la politique de l'administration américaine. En parallèle, les négociations concernant un accord commercial entre les pays de l'Asean ont avancé, et un accord pourrait être signé lors du prochain sommet en octobre ce qui permettrait d'améliorer les flux commerciaux entre Etats membres.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



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.