

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

18 août 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Bullish (\*)

La forte hausse du titre Bullish (+84%), une plateforme de cryptomonnaies, lors de son premier jour de cotation au Nasdaq, confirme l'appétit des investisseurs pour les introductions en bourse. Au premier semestre, les montants émis dans le monde ont bondi de 17% à 61,4 Mds\$ (569 émissions) par rapport à 2024 mais restent encore loin de l'euphorie de 2021. Cette année-là, sur fond de sortie de crise du Covid, les investisseurs se ruèrent sur les SPAC (\*\*) et les valeurs technologiques dont les valorisations pour certaines étaient gonflées par une longue période de taux bas et des promesses de croissance irréalistes. L'euphorie était vite retombée en 2022 avec les resserrements monétaires et la faillite de certains acteurs.

La vitalité du marché primaire reflète les évolutions géopolitiques et les priorités stratégiques des états dans la course à l'innovation industrielle. Aux Etats-Unis, la politique volontariste de l'administration Trump pour déréguler et réindustrialiser l'économie américaine redonne de l'espoir aux marchés. Les fonds de capital-risque profitent d'un sentiment porteur pour sortir leurs participations. Les acteurs des cryptomonnaies et les SPAC sont parmi les grands gagnants. Le succès de l'introduction en bourse de Circle, un émetteur de stablecoins a été l'élément déclencheur. Nombreux sont ceux qui envient le modèle de Strategy, une société de logiciels, qui s'est tournée vers la détention de bitcoins en levant de l'argent sur les marchés. Des « crypto SPAC » s'introduisent en bourse dans le but de fusionner avec ce type de sociétés comme prochainement Bitcoin Standard Treasury.

Par son statut de place financière internationale, Hong Kong est redevenu le premier marché mondial pour les introductions en bourse. Le nombre de sociétés enregistrées pour s'y introduire n'a jamais été aussi élevé. Le choc DeepSeek a mis en lumière les avancées technologiques de la Chine dans de nombreux domaines, dont l'IA, jusqu'alors dominés par les Etats-Unis. Les tensions commerciales entre les deux pays, notamment sur les semi-conducteurs et les terres rares, ont incité le président chinois à changer de posture en faveur des grandes sociétés, dont les sanctions avaient terni son image. Hong Kong attire les sociétés qui sont refusées à New-York ou à Londres, comme Shein, société controversée en Europe et aux Etats-Unis, qui réfléchit à s'introduire à Hong Kong plutôt qu'à Londres.

L'Europe reste la grande absente. Face au désintérêt des entreprises à s'y faire coter, la place de Londres enregistre son plus faible semestre d'activité depuis 1995. La cotation attendue de la fintech Revolut (45Mds\$ estimés) devrait redonner des couleurs à la City.

Le marché primaire devrait poursuivre sur sa lancée au second semestre. Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous resterons attentifs aux moindres signes d'exubérance. L'évolution du marché des taux demeure un indicateur primordial pour le marché primaire.

(\*) Bullish : expression anglo-saxonne reflétant le sentiment haussier des marchés financiers

(\*\*) SPAC : sociétés sans activité opérationnelle qui lèvent des capitaux via une introduction en bourse dans le but de financer des acquisitions de sociétés privées à une échéance convenue.

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



## Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

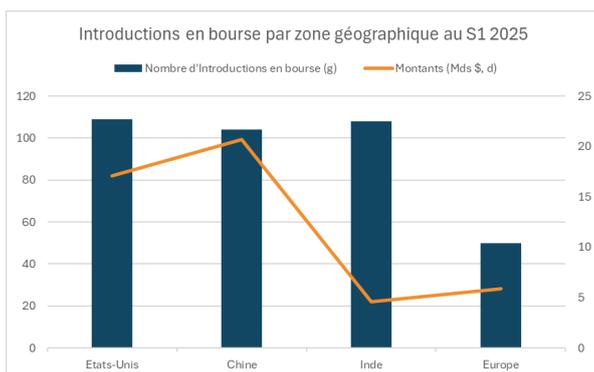
Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

## Focus de la semaine

« Le retour des introductions en bourse... »



Source : EY Global, Covéa finance

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	15/08/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,170	1,170	1,097	0,0	6,7
€ / £	0,864	0,852	0,854	1,3	1,2
€ / Yen	172,18	168,98	163,80	1,9	5,1
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	66	68	81	-2,8	-18,7
Indice CRB*	558	566	532	-1,4	4,8
Prix de l'once d'Or	3 336	3 334	2 453	0,1	36,0
Prix de la tonne de cuivre	9 774	9 900	9 149	-1,3	6,8
Indice Baltic Dry**	2 044	1 553	1 692	31,6	20,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1460	2332	3281	-37,4	-55,5

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 marchés obligataires ont principalement été animés par les chiffres économiques américains et anglais. Les taux à 10 ans terminent en forte hausse, avec un taux 10 ans français à 3,47%, en hausse de 12 points de base (pbs) et un taux 10 ans américain à 4,32 pbs en hausse de 3 pbs. Le mouvement de pentification est marqué sur l'ensemble de la courbe, porté par des attentes de baisses de taux de la part de la réserve fédérale plus importantes, alors que l'inflation devrait persister. L'écart entre le 10 ans et le 2 ans allemand termine à 81 pbs, en hausse de 8 pbs, alors que l'écart entre le 30 ans et le 10 ans s'écarte lui de 5 pbs à 56 pbs. Dans un contexte de marché primaire faible, avec seulement 4 Mds€ émis exclusivement sur des subordonnées bancaires, les primes de risque sur le marché du crédit sont en baisse, de 16 pbs sur la catégorie haut rendement européenne à 276 pbs, soit un taux équivalent de 5,53%.

### Le Focus de la semaine : Réforme du système de retraite aux Pays-Bas : quels impacts sur les taux souverains européens ?

Le système de retraite aux Pays-Bas (tout comme en Suisse) se démarque par rapport aux autres pays européens. Constitué en paliers, il comprend un premier niveau, le régime public de base par répartition, et un second niveau, les régimes professionnels par capitalisation.

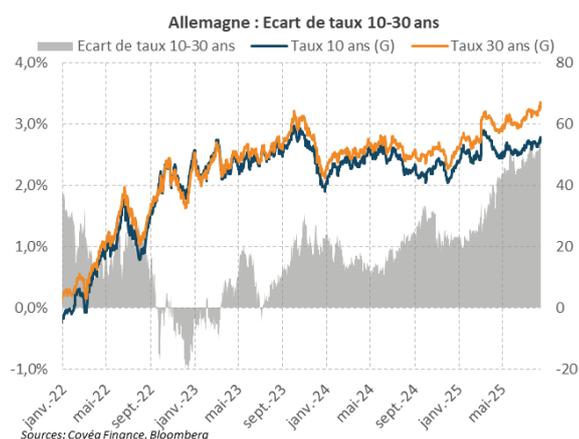
Le premier pilier attribue à chaque individu de plus de 65 ans, retraité ou non, une pension forfaitaire minimale sans conditions de ressources. Financé par la première tranche du barème de l'impôt sur le revenu, cette prestation correspond à un pourcentage du salaire minimum net déterminé selon le nombre de retraités au sein du foyer fiscal. Ce régime de base est complété par des régimes de retraite par capitalisation, gérés par les fonds de pension.

Jusqu'à présent, ce dernier pilier fonctionnait sur la base d'un régime à prestations définies. L'objectif était un taux de remplacement du dernier salaire de l'ordre de 70%, pension du premier pilier compris. Pour assurer ce revenu, les fonds de pensions étaient obligés d'être fortement présents sur la partie longue de la courbe de taux puisqu'il existe une relation inverse entre l'âge de l'individu et la durée d'investissement. Leurs portefeuilles se composaient donc essentiellement d'obligations souveraines de long terme afin d'aligner les investissements avec les engagements.

Avec l'évolution démographique et une mobilité professionnelle plus importante qu'avant, les Pays-Bas ont procédé à une réforme de leur système de retraite. À compter du 1er janvier 2026, le second pilier passera d'un système à prestations définies à un modèle à contributions définies pour l'ensemble de l'encours. Autrement dit, l'objectif d'investissement pour ce pilier évolue d'un profil d'assurance d'un revenu à un profil où la prise de risque évolue en sens inverse de l'âge des individus. Cette bascule devra être réalisée sur un laps de temps très court, avant le 1er janvier 2028.

Dès lors, les conséquences en termes d'allocation sont nombreuses. Les pondérations actions et sur le non coté (dette privée, capital investissement, infrastructure, immobilier) seront plus importantes chez les jeunes salariés.

Pour la partie obligataire, d'après certaines estimations, entre 100 et 130 Mds€ d'obligations souveraines à long terme (à 30, 40 et 50 ans) devront être vendues dans le cadre de la réallocation. Seraient notamment concernées les dettes souveraines néerlandaises et allemandes, qui représentent respectivement 20% et 10% des encours des fonds de pensions néerlandais. Par comparaison, le programme d'émissions de l'Allemagne pour l'exercice 2025 était estimé autour de 250 Mds€ d'emprunts. Ce segment de courbe de taux perd donc un groupe d'investisseurs réguliers alors que l'offre devrait rester soutenue. Ainsi, comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, une demande plus faible des investisseurs traditionnels couplée à une offre toujours abondante constituent encore des facteurs haussiers sur les parties longues de la courbe.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	15/08/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,50	4,50	5,50	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	4,25	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,00	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,75	0,00	⇒	0,00	⇒	-1,00	↓
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,25	4,75	5,00	0,00	⇒	-0,25	↓	-0,75	↓
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	⇒	0,00	⇒	0,25	↑
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,32	4,28	4,24	4,57	3,91	3	↑	7	↑	-25	↓
Allemagne	2,79	2,69	2,57	2,37	2,26	10	↑	22	↑	42	↑
France	3,47	3,35	3,25	3,20	2,99	12	↑	22	↑	27	↑
Italie	3,59	3,48	3,45	3,52	3,63	11	↑	14	↑	7	↑
Royaume-Uni	4,70	4,60	4,47	4,57	3,92	9	↑	22	↑	13	↑
Japon	1,57	1,49	1,42	1,10	0,84	8	↑	15	↑	47	↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	51,6	53,3	56,1	57,7	55,7	-1,7	↓	-4,5	↓	-6,1	↓
Indice Itraxx Crossover	259,5	266,6	290,5	313,1	301,1	-7,1	↓	-31,0	↓	-53,6	↓

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

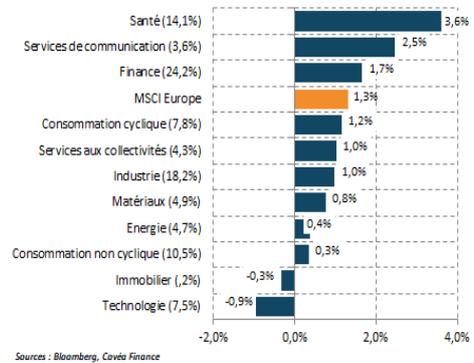
### L'analyse des marchés :

L'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) a poursuivi sa dynamique haussière entamée le 4 août, enregistrant une progression de 1,3% sur la semaine. Ce mouvement est alimenté par un certain optimisme nourri par plusieurs éléments notamment la prolongation de la trêve commerciale entre les Etats-Unis et la Chine, ainsi que les déclarations du secrétaire américain au Trésor, favorables à une double baisse des taux directeurs de la Réserve fédérale en septembre. Sur le plan sectoriel, la santé arrive en tête à +3,6% suivie par les services de communication (+2,5%) et la finance (+1,7%), toujours soutenue par la bonne tenue du secteur bancaire. A l'inverse, la technologie termine en baisse de 0,9%, pénalisée par le segment des logiciels, affectés par des craintes liées aux conséquences potentielles de l'accélération de la concurrence par l'intelligence artificielle (Nemetschek -10,5%, SAP -5,2%, Dassault Systèmes -2,3%).

Depuis le début de l'année, la finance affiche une progression remarquable de près de 30%, suivie par l'industrie (+18,1%) et les services aux collectivités (+16,9%), surperformant ainsi nettement l'indice européen en hausse de 8,8%. A l'opposé, les incertitudes persistantes autour des droits de douane continuent de peser sur la consommation cyclique (-9%), la santé (-5,9%) et la technologie (-4,3%).

Plusieurs indices nationaux ont désormais dépassé leurs points hauts historiques, à l'image du FTSE MIB italien ou de l'IBEX espagnol, portés par le poids significatif des banques et des services aux collectivités. D'autres restent en retrait, comme le CAC 40 en France, pénalisé par son exposition au secteur du luxe ou le SMI en Suisse, fortement dépendant à la santé.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 08/08/2025 au 15/08/2025 (GICS)



### Le Focus de la semaine : Des volumes sous pression pour les brasseurs européens

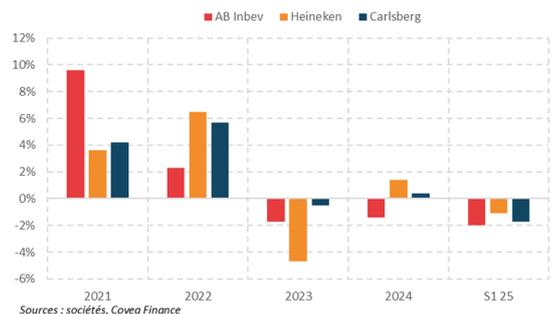
La saison des publications semestrielles s'achève sur un bilan contrasté pour les brasseurs européens. La croissance organique du chiffre d'affaires dépasse à peine 2 %, portée par les hausses de prix, tandis que les volumes reculent dans l'ensemble. Cette faiblesse tient à une confiance des consommateurs toujours fragile dans un contexte économique incertain, à l'impact des fortes hausses tarifaires de 2022-2023 dans un secteur affecté par l'inflation des coûts (emballage, matières premières, énergie, transport), mais aussi par des négociations tendues avec les distributeurs européens ou à des difficultés spécifiques : Chine et Brésil pour AB InBev, Vietnam pour Carlsberg.

L'environnement que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, marqué par le repli sur soi et les mesures de protectionnisme, pèse également sur les perspectives : la mise en place de droits de douane aux États-Unis fragilise la compétitivité des exportateurs européens : Heineken, dont 3 % des ventes sont réalisées outre-Atlantique, s'attend à être impacté au second semestre. AB Inbev, qui génère près d'un quart de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis avec une production majoritairement locale, pourrait aussi voir ses charges augmenter en raison de nouvelles taxes sur l'aluminium importé, renchérissant ainsi les coûts d'emballage.

Malgré ces vents contraires, les groupes maintiennent leurs objectifs pour 2025 et affichent une progression solide de leur résultat opérationnel en organique, grâce à leur capacité de fixation des prix et à une bonne maîtrise des coûts. L'absence de redémarrage généralisé des volumes pose néanmoins la question de la soutenabilité de ces hausses de prix. L'innovation reste en ce sens un moteur essentiel pour stimuler la demande. Le segment des boissons sans ou avec peu d'alcool continue de croître, porté par des tendances de modération, des contraintes réglementaires ou culturelles et de nouvelles occasions de consommation. La bière premium, historiquement deux fois plus dynamique que le reste du marché, conserve un rythme de croissance soutenu. Heineken, qui y réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires, a vu ses volumes de bières premium progresser de 5% en 2024, dont près de 9 % pour sa marque phare.

Dans un environnement complexe, les brasseurs démontrent leur résilience en combinant innovation produit et montée en gamme. Leur défi sera de poursuivre leur adaptation afin de transformer ces leviers en relais de croissance durable.

Croissance des volumes



Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation			
	15/08/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois
MSCI EMU	186,2	183,3	178,7	163,2	160,0	1,6	4,2	14,1	16,4
MSCI EMU Mid Cap	1 302,0	1 286,7	1 242,1	1 056,7	1 012,2	1,2	4,8	23,2	28,6
MSCI EMU Small Cap	522,6	520,7	504,9	390,5	415,7	0,4	3,5	33,8	25,7
MSCI Europe	184,8	182,4	179,6	169,9	171,0	1,3	2,9	8,8	8,1
France CAC 40	7 923,5	7 743,0	7 557,3	7 380,7	7 423,4	2,3	4,8	7,4	6,7
Allemagne DAX 30	9 126,0	9 052,4	8 860,3	7 648,6	6 985,5	0,8	3,0	19,3	30,6
Italie MIB*	42 654,0	41 623,9	39 351,3	34 186,2	32 328,0	2,5	8,4	24,8	31,9
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	9 138,9	9 095,7	8 735,6	8 173,0	8 347,4	0,5	4,6	11,8	9,5
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 582,1	10 507,4	10 250,2	9 877,2	9 778,9	0,7	3,2	7,1	8,2

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

\*Données arrêtées au 14/08/2025 sur la semaine et 14/08/2024 sur un an (marchés fermés le 15 août en Italie)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

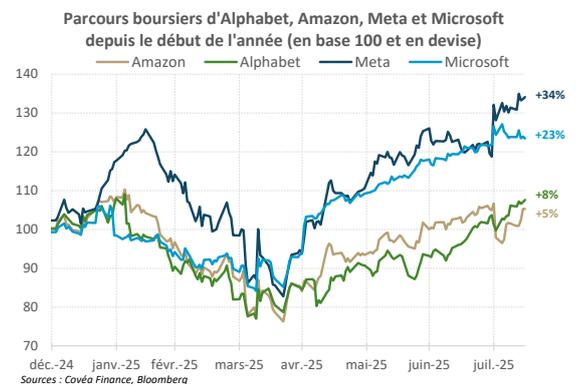
### L'analyse des marchés :

**En Asie**, la plupart des indices terminaient la semaine en territoire positif. Les indices japonais touchaient de nouveaux sommets historiques grâce à la vigueur de ses valeurs cycliques après la bonne publication de croissance du PIB au deuxième trimestre et malgré la remontée du yen en fin de période, alimentée par les pressions de M. Bessent en faveur d'un resserrement monétaire de la banque centrale du Japon. En dépit de la faiblesse des données macro-économiques, les marchés chinois étaient en hausse, bénéficiant de la trêve commerciale de 90 jours avec les Etats-Unis et d'une série de bonnes publications de résultats, notamment celle de Tencent. Taiwan a subi des dégagements sur ses poids lourds technologiques comme TSMC. Parmi les éléments transverses sur la semaine, concernant le repli sur soi des économies, le Vietnam lance un plan d'investissement à hauteur de 49 Mds\$ (10% de son PIB) dont l'objectif est de réduire la dépendance aux exportations et d'atténuer l'impact des droits de douane. Sur les tensions sino-américaines, la Chine renforçait le contrôle de ses exportations de terres rares pour empêcher les entreprises étrangères de constituer des stocks.

**Aux Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en hausse malgré des données économiques mitigées sur l'inflation. Les marchés bénéficiaient principalement de l'accalmie sur la guerre commerciale après l'annonce d'une trêve tarifaire avec la Chine de 90 jours supplémentaires. La santé affichait la meilleure performance soutenue par la hausse de UnitedHealth après une prise de participation au capital de Berkshire Hathaway. Dans le secteur technologique, Intel bénéficiait de spéculations sur un investissement du gouvernement américain. A l'inverse, les équipementiers de semi-conducteurs étaient en baisse après la mauvaise publication d'Applied Materials face au ralentissement de la demande chinoise. Nvidia reculait aussi alors que l'administration Trump lui imposait de reverser au gouvernement américain 15% des ventes de ses puces IA en Chine. En parallèle, les risques de retard dans la production de sa nouvelle puce dédiée à l'IA, Rubin, participaient aussi à la baisse du titre. La consommation courante était impactée par le recul de Walmart alors qu'Amazon étendait son offre de livraison le jour même aux produits frais périssables dans plus de 1000 villes américaines, avec un objectif de 2 300 villes d'ici la fin de l'année. Dans les services de communication, la startup Perplexity proposait de racheter le navigateur internet Chrome alors que la décision de justice du procès antitrust d'Alphabet est attendue ce mois-ci. Alphabet annonçait aussi un accord pour la distribution de ses modèles d'IA Gemini via les infrastructures cloud d'Oracle. Dans les matériaux, les valeurs liées au Lithium étaient en forte hausse après que l'entreprise chinoise CATL ait décidé d'interrompre l'exploitation d'une importante mine face aux problèmes de surcapacités mondiales. Enfin, le secrétaire d'Etat américain Marco Rubio indiquait qu'il envisageait une coopération avec le Pakistan sur les minéraux critiques et les hydrocarbures.

### Le Focus de la semaine : Les enjeux autour de la monétisation des investissements dans l'infrastructure informatique dédiée à l'IA

Au deuxième trimestre 2025, les quatre grands acteurs du numérique (Amazon, Alphabet, Meta et Microsoft) ont dépensé 96 Mds\$ dans leurs infrastructures informatiques, soit une hausse de 66% sur un an. Sur l'année, les dépenses pourraient dépasser les 380 Mds\$, ce qui représenterait une augmentation de plus de 50% par rapport à 2024 (année où leurs investissements avaient déjà bondi de 62%) : des dépenses supérieures au PIB du Portugal ou encore au budget militaire européen en 2024. Les entreprises justifient cette dynamique d'investissement par une demande toujours plus importante pour leurs infrastructures « cloud » où se forment et se déploient les applications liées à l'intelligence artificielle comme ChatGPT ou Gemini. Mais si la demande est bien présente, la question de la rentabilité est de plus en plus centrale. A ce sujet, les retours sur investissement sont contrastés et parfois peu lisibles. L'IA aurait ainsi participé à la forte accélération des activités « cloud » de Microsoft et d'Alphabet au dernier trimestre (respectivement +39% et +32%) tandis que celle d'Amazon, pourtant leader sur le marché, était de seulement +17% (contre une croissance de ses dépenses d'investissement de +83%). Le décalage ou l'alignement entre croissance et investissement expliquait d'ailleurs l'essentiel des écarts de performances boursières. En parallèle, Meta et Alphabet mettaient en avant l'amélioration des placements publicitaires permise par l'IA et Microsoft l'accélération des ventes de sa suite bureautique Office grâce à ses outils IA Copilot. Enfin, l'IA permettrait des économies de coût en interne : Microsoft aurait ainsi économisé 27 M\$ dans ses centres d'appel en 2024 alors qu'Alphabet indiquait une hausse de 10% de la productivité de ses programmeurs informatiques grâce à l'IA. Cette course à l'investissement transforme aussi les modèles d'affaire des entreprises. L'infrastructure informatique devient un élément essentiel du modèle économique (les dépenses d'investissement représentaient 29% des ventes de Microsoft en 2024 contre 15% en 2021 et pour Alphabet 15% en 2024 contre 10% en 2021) et pourrait peser sur les marges des entreprises en 2026 comme l'avertissait Alphabet avec l'arrivée de dépréciations plus importantes. Après plusieurs années de dépenses conséquentes, la compétition dans l'IA pourrait ainsi ne plus se jouer seulement sur la vitesse de déploiement de l'infrastructure mais aussi sur la capacité des entreprises à monétiser leurs investissements.



Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	15/08/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 450	6 389	6 141	5 882	5 543	0,9	5,0	9,7	16,4	0,4	5,0	-3,0	9,1
Etats-Unis - Dow Jones	44 946	44 176	43 387	42 544	40 563	1,7	3,6	5,6	10,8	1,2	3,6	-6,5	3,9
Etats-Unis - Nasdaq	21 623	21 450	20 168	19 311	17 595	0,8	7,2	12,0	22,9	0,3	7,2	-0,9	15,2
Japon Nikkei 300	667	647	601	604	553	3,1	10,9	10,3	20,6	3,0	8,8	4,3	14,7
Corée du Sud KOSPI	2 645	3 210	3 080	2 399	2 645	-17,6	-14,1	10,2	0,0	-17,9	-16,1	3,8	-7,7
Chine - Shanghai	3 697	3 635	3 448	3 352	2 877	1,7	7,2	10,3	28,5	1,2	7,1	-0,9	20,4
Hong Kong Hang Seng	25 270	24 859	24 325	20 060	17 109	1,7	3,9	26,0	47,7	1,5	4,2	10,6	38,0
Marchés Emergents - MSCI	1 272	1 254	1 227	1 075	1 076	1,5	3,7	18,3	18,3	0,9	3,7	4,7	10,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Les enjeux de la décarbonation de l'industrie de l'ammoniac en Europe

L'ammoniac (NH<sub>3</sub>) est un produit chimique essentiel à l'économie Européenne. Il est indispensable à la production d'engrais (77% de la demande en ammoniac) car il fournit la principale source d'azote réactif, un nutriment vital pour la croissance des plantes.

La production d'ammoniac actuelle repose sur le procédé Haber-Bosch qui utilise de l'hydrogène et de l'azote comme matières premières. L'azote est extrait de l'air, mais l'hydrogène est généralement produit à partir de gaz naturel. La production d'hydrogène est principalement réalisée par vaporeformage du méthane, un processus très émetteur de CO<sub>2</sub> qui donne à l'ammoniac son importante empreinte carbone et le rend responsable de 1,3 % des émissions mondiales de CO<sub>2</sub> liées à l'énergie.

La décarbonation de la production d'ammoniac est ainsi un défi crucial pour atteindre les objectifs climatiques de l'Europe. Ce défi est complexe, car il met en jeu la viabilité économique, les politiques publiques et la concurrence internationale.

Pour décarboner la production d'ammoniac, la décarbonation de la production de l'hydrogène est nécessaire. Pour ce faire, différentes méthodes de production d'hydrogène existent.

L'hydrogène vert est produit par électrolyse à partir d'énergies renouvelables. Il est l'objectif de l'UE, qui ambitionne de multiplier par cinquante sa capacité d'électrolyseurs d'ici 2030. Cependant, l'hydrogène vert est entravé par la disponibilité des énergies renouvelables et des coûts d'investissement et d'exploitation élevés. Selon l'« Oxford Institute », même avec des mécanismes de soutien comme la tarification du carbone (via le SEQE<sup>1</sup> de l'UE) et les subventions pour l'hydrogène renouvelable, les projets d'ammoniac vert peinent à être rentables.

L'hydrogène bleu implique la capture et le stockage de CO<sub>2</sub> émis lors de la production. Cette technologie permet la production d'ammoniac bas carbone, mais est confrontée à des problèmes d'extensibilité et de maturité des infrastructures. Elle est cependant particulièrement bien adaptée aux sites industriels situés dans des zones portuaires. Ces lieux offrent en effet des avantages majeurs, tels que la possibilité de mutualiser les infrastructures et les transports, ainsi qu'un accès plus facile aux zones de stockage en mer.

Actuellement, l'hydrogène gris, produit à partir de gaz naturel, reste l'option la plus abordable. La production d'ammoniac est donc confrontée à un défi majeur : trouver un équilibre entre la décarbonation et la compétitivité économique. Pour l'Europe, la compétitivité de l'industrie de l'ammoniac est cruciale. Historiquement, les coûts de production domestiques élevés poussent à importer la production d'ammoniac depuis des régions où les ressources énergétiques sont moins chères. A titre d'exemple, la crise énergétique de 2021-2023 a vu la production d'ammoniac en Allemagne chuter de 40 %, illustrant la vulnérabilité du secteur face aux coûts et sa dépendance aux importations.

Dans un secteur aussi énergivore que la production d'ammoniac, l'Europe se retrouve désavantagée. Sa compétitivité est structurellement affaiblie, principalement en raison d'un coût de l'énergie plus élevé et d'une disponibilité limitée, ce qui la place dans une situation de forte dépendance vis-à-vis de l'étranger, comme nous le détaillons dans le cadre de nos Perspectives Economique et Financière (PEF). Il est pourtant essentiel, pour des questions de souveraineté, de maîtriser l'industrie de l'ammoniac, essentiel aux engrais et donc à notre sécurité alimentaire.

Afin de rester compétitifs, les producteurs européens doivent adopter des stratégies de décarbonation rentables. Pour y parvenir, il est nécessaire pour l'industrie d'être soutenue par des mesures réglementaires comme le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF)<sup>2</sup> et des subventions. Malgré ces soutiens politiques, le désavantage lié à une énergie plus coûteuse rendra l'ammoniac européen plus cher que celui produit dans les zones où l'énergie est plus abondante et plus abordable.

Outre les impacts de sa décarbonation sur l'industrie agricole, l'ammoniac a le potentiel de devenir un important combustible à zéro émission de carbone pour le transport maritime, responsable de 3% des émissions de CO<sub>2</sub> dans le monde. Etant sans carbone, l'ammoniac ne libère pas de CO<sub>2</sub> lors de sa combustion et dispose d'une densité énergétique plus élevée que l'hydrogène. Les e-carburants, dont fait partie l'ammoniac renouvelable, sont au cœur de la stratégie de décarbonation des transports de l'UE, avec le règlement FuelEU Maritime qui encourage leur développement pour réduire l'intensité carbone du secteur.

L'ammoniac vert représente un pilier essentiel dans la stratégie de décarbonation de l'Union Européenne. Son développement futur dépendra de soutiens politiques solides et cohérents pour surmonter les défis technologiques et économiques. Cependant, l'ambition européenne est tempérée par le défi persistant d'un coût de l'énergie élevé, ce qui affaiblit la compétitivité de l'UE par rapport à d'autres régions du monde et pourrait ralentir le déploiement de ces technologies vertes. Le succès de cette transition énergétique réside donc dans la capacité de l'Europe à conjuguer innovation, politique industrielle claire et maîtrise des coûts énergétiques pour faire de l'ammoniac vert un levier de sa souveraineté énergétique et industrielle.

<sup>1</sup> Système d'Echange de Quotas d'Emission

<sup>2</sup> Mesure réglementaire de l'Union européenne qui vise à taxer les importations de certains produits en fonction de leurs émissions de CO<sub>2</sub>.

Henry Miller

Analyste financier et extra financier



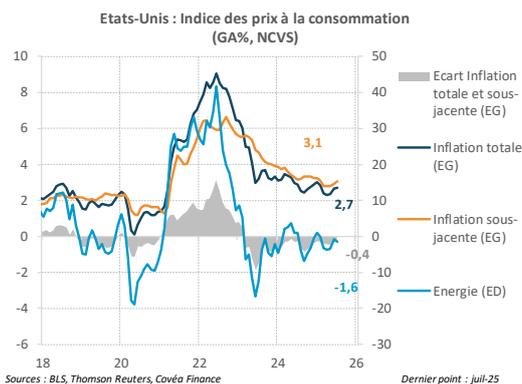
# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« L'inflation sous-jacente reste vigoureuse »

**L'inflation américaine se stabilise en juillet, mais la dynamique dans certaines catégories de produits demeure vigoureuse.** La dynamique annuelle de l'indice des prix est restée stable à 2,7%, bénéficiant du recul des prix de l'énergie (-1,6%). Hors alimentation et énergie, l'inflation poursuit sa hausse à 3,1% (après 2,9% en juin), le plus haut niveau depuis février. Dans le détail, la dynamique des prix dans les services reste élevée (3,8%, un niveau similaire à juin), notamment tirée par les soins médicaux (4,3%). L'inflation se modère pour les biens non-durables, tandis qu'elle accélère pour les biens durables (1,2% après 0,6%). **La dynamique mensuelle suggère que l'impact des droits de douane se répercute de manière encore modérée sur les prix à la consommation.** Alors qu'on notait en juin une hausse des prix des équipements de maison, comme le mobilier et l'électroménager (cf. *suivi hebdomadaire du 21 juillet 2025*), ces

catégories ont enregistré un reflux en juillet. De même, les prix des véhicules neufs ne progressent pas, malgré l'imposition de droits de douane de 25% depuis début avril. Un rebond pourrait toutefois intervenir dans les prochains mois, lorsque les stocks accumulés en amont seront épuisés. En revanche, les prix des véhicules d'occasion accélèrent (+0,5% après quatre mois de recul), tout comme les services d'entretien et de réparation de véhicules (+1,0% après +0,2%), qui ont pu être affectés par la hausse des droits de douane sur les pièces détachées du secteur automobile. Dans l'ensemble, les tensions inflationnistes perdurent, y compris pour les produits relativement peu exposés aux importations. Les incertitudes quant à la transmission des droits de douane restent élevées, et une hausse des prix des produits les plus exposés aux importations pourrait davantage se matérialiser dans les prochains mois, notamment après la mise en place des droits de douane « réciproques » le 7 août. L'accélération des prix à la production en juillet (+0,9% en glissement mensuel - GM et +3,3% en glissement annuel - GA, le plus haut niveau depuis février) confirme également la persistance des pressions inflationnistes décrite dans nos perspectives économiques et financières. L'évolution des prix à la production fait écho à la publication des prix à la consommation, signalant une hausse des prix plus marquée dans les services.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Indice de confiance NFIB	Indice	juil.-25	100,3	98,6	90,7	93,0
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-25	1,4	0,8	0,2	-0,3
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	août-25	58,6	61,7	65,4	72,5
Ventes au détail	Val, CVS, GA%	juil.-25	3,9	4,4	3,5	2,6
Inflation	IPC, GA%, NCVS	juil.-25	2,7	2,7	4,1	3,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	juil.-25	3,1	2,9	4,8	3,4

\*Du 11/08/2025 au 17/08/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

récentes, des baisses de taux auraient dû être annoncées en juin et juillet. Selon lui, le taux directeur devrait être de 150 à 175 points de base sous son niveau actuel. Ces déclarations contrastent avec celles du gouverneur Austan Goolsbee (Fed de Chicago) qui a alerté contre toute « précipitation » vers de nouvelles baisses avant que l'inflation ne soit pleinement maîtrisée. Il a notamment alerté sur la résistance des prix des services qui pourrait compliquer le retour de l'inflation à son objectif de 2%. La gouverneure Mary Daly (Fed de San Francisco) a quant à elle indiqué qu'une baisse de 50 points de base en septembre n'était pas justifiée, malgré le ralentissement du marché du travail.

**Donald Trump nomme E.J. Antoni, un de ses soutiens, à la tête du Bureau of Labor Statistics (BLS).** Cet économiste de l'Heritage Foundation, un centre de réflexion conservateur, prendra ainsi la succession d'Erika McEntarfer, licenciée par le président américain à la suite de la publication de chiffres de l'emploi en juillet. Dans une interview accordée à Fox News, E.J. Antoni a indiqué qu'il envisageait de remplacer la publication mensuelle du rapport sur l'emploi — un des indicateurs économiques les plus suivis par les marchés — par une publication trimestrielle. Sa nomination à la tête du BLS doit encore être approuvée par le Sénat.

**Du côté du consommateur, les dépenses restent solides malgré une modération en juillet.** Les ventes au détail ont progressé de 0,5% en GM en juillet, soit 3,9% en GA, en valeur. Les données de juin ont été révisées significativement à la hausse, indiquant désormais une croissance mensuelle de 0,9% contre 0,6% estimé initialement. Pour le mois d'août, l'enquête de confiance du consommateur de l'Université du Michigan envoie toutefois un signal de pessimisme des ménages. L'indice recule à 58,6 après 61,7 en juillet, surtout en lien avec la dégradation de la situation présente, dont l'indice chute à 60,9 contre 68,0 en juillet. Selon le communiqué de presse de l'enquête, cette baisse résulte en grande partie des inquiétudes croissantes concernant l'inflation.

**La production industrielle** est restée globalement stable en juillet. Néanmoins, l'atonie de l'industrie manufacturière est loin d'effacer les gains enregistrés en début d'année qui reflètent probablement une stratégie d'augmentation des cadences de production en anticipation des droits de douane. Après une période de lente dégradation en 2023 et 2024, l'activité confirme, pour l'heure, sa meilleure orientation en 2025 avec une croissance de 1,4% en GA, pour l'industrie totale comme pour l'industrie manufacturière. En juillet, le secteur de l'aéronautique demeure un des principaux moteurs de la croissance. D'un point de vue plus prospectif, l'indicateur Empire State manufacturing de la Réserve fédérale de New York reste bien orienté, passant de 5,5 en juillet à 11,9 en août. Les sous-composantes relatives aux commandes, aux expéditions et aux délais de livraison se sont toutes améliorées, tandis que celles relatives aux stocks et à l'emploi se sont détériorées. La composante prix payés de l'enquête a également progressé.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Louis Martin

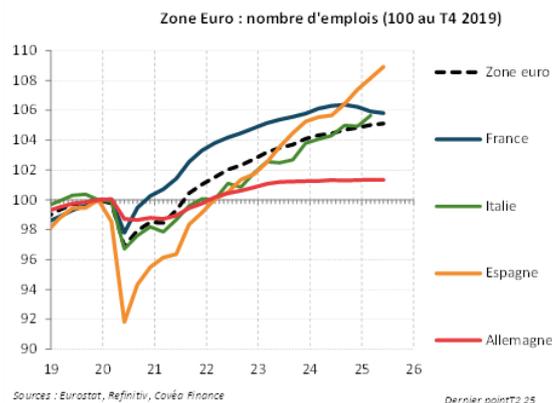


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Le marché du travail européen poursuit son ralentissement »

**En zone euro, les signes de ralentissement du marché du travail se poursuivent, sans détérioration marquée.** L'emploi progresse légèrement au deuxième trimestre (+0,1% en glissement trimestriel - GT), mais la dynamique par pays demeure contrastée. Le marché du travail espagnol continue d'enregistrer une forte croissance de l'emploi (+0,7% en GT) tandis qu'il stagne en Allemagne (+0,0%) et poursuit sa détérioration en France pour le troisième trimestre consécutif (-0,3%). Pour le moment, seuls les détails des chiffres espagnols ont été publiés et montrent une dynamique de création d'emplois marquée tant dans les secteurs à faibles salaires (tels que le commerce, et l'hôtellerie-restauration) que dans les secteurs à salaires élevés, notamment dans le secteur manufacturier.



Sources : Eurostat, Refinitiv, Covéo Finance

Dernier point T2 25

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	juin-25	6,2	6,2	6,6	6,4
AL	ZEW Indice	août-25	34,7	52,7	2,2	25,4
FR	Indicateur de confiance BdF	juil.-25	96,8	97,0	94,7	93,8
RU	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	juin-25	0,2	-0,2	-0,8	-1,2
	PIB Vol, CVS, GA%	T2 25	1,2	1,3	0,4	1,1

\*Du 11/08/2025 au 17/08/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

rapport au trimestre précédent. Alors que l'investissement résidentiel poursuit sa dynamique, l'investissement non-résidentiel recule, tiré à la baisse par les investissements en équipements de transport (-6,7%) et les machines et équipements (-2,4%). Le recul de l'investissement est plus modéré du côté des infrastructures (-0,9%) et des actifs incorporels (-0,3%). Par ailleurs, la croissance des exportations se modère après un premier trimestre vigoureux.

**Le Président américain et son homologue russe se sont rencontrés en Alaska sans parvenir à un accord de cessez-le-feu en Ukraine. Malgré l'échec des négociations,** les deux dirigeants ont évoqué « d'importants progrès » et aucune sanction américaine supplémentaire à l'encontre de la Russie n'a été évoquée. A l'issue du sommet, D. Trump a évoqué la possibilité d'accorder à l'Ukraine une garantie de sécurité similaire à celle de l'article 5 du traité de l'OTAN (qui offre une protection mutuelle aux membres de l'Alliance) sans que le pays ne rejoigne l'alliance. Le Président américain devrait recevoir Volodymyr Zelensky et plusieurs dirigeants européens lors d'un sommet à Washington.

Après la publication des données de production industrielle des grands pays européens (cf. *suivi hebdomadaire du 11 août*), les données concernant l'ensemble de la zone euro montrent une stagnation de la production manufacturière au mois de juin (par rapport au niveau de juin 2024). La volatilité des données de production manufacturière irlandaises (+11,5% en GA) tire à la hausse les données européennes et masque le ralentissement du secteur. En effet, **la production manufacturière de la zone euro hors Irlande est en baisse de 0,8% en juin** (en GA), pénalisée par la chute de la production manufacturière allemande (-4,7%). Par ailleurs, la dynamique mensuelle montre les premiers effets des droits de douane américains sur le secteur industriel européen. La production industrielle est en baisse de 1,3% en juin (en GM effaçant en totalité la hausse de 1,1% du mois de mai. Sur l'ensemble du deuxième trimestre, la production est en recul (-0,3% en GT) après un premier trimestre dynamique (2,2%). Une partie de cet affaiblissement peut refléter la constitution de stocks de biens européens de la part des entreprises américaines en amont du durcissement de la politique commerciale. On constate en effet que l'Irlande (deuxième exportateur européen vers les Etats-Unis après l'Allemagne) enregistre une forte baisse de sa production sur le mois de juin, notamment dans le secteur pharmaceutique, qui fait écho à la baisse récente de ses exportations vers le continent américain.

**Au Royaume-Uni, la croissance du PIB s'est établie à 0,3% en GT au deuxième trimestre** en ralentissement par rapport à la dynamique enregistrée au premier trimestre (0,7%). Malgré une apparente solidité de la croissance au premier semestre, plusieurs éléments plaident pour une modération plus marquée de l'activité. En effet, la croissance au deuxième trimestre a été portée par les dépenses du gouvernement (+1,2% en GT), notamment sous l'effet de la hausse des dépenses de santé. La consommation des ménages ralentie (+0,1% en GT après 0,3%) tandis que l'investissement chute de 1,1% par

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

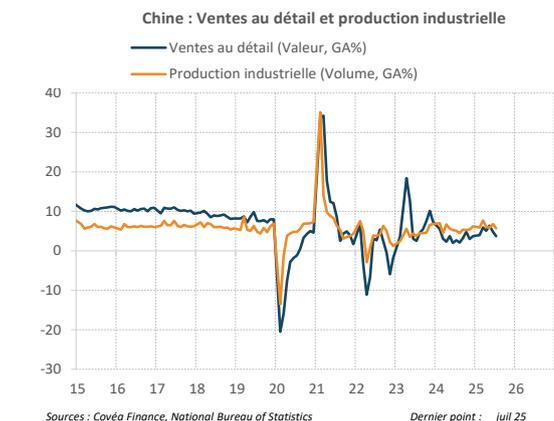
« En Chine, la dynamique des investissements est à son plus bas depuis la crise sanitaire »

**Les données d'activité chinoises, publiées par le Bureau national des statistiques, rapportent une nette modération économique en juillet.** La croissance de la production industrielle a ralenti à 5,7% en glissement annuel (GA), contre 6,8% en juin, dans un mouvement qui s'est largement généralisé aux différents secteurs de production. La croissance des ventes au détail s'est également modérée à 3,7% en GA, après 4,8% en juin, notamment tirée à la baisse par les ventes automobiles (-1,5% en GA après +4,6% en juin). **La mauvaise orientation de l'économie est surtout visible au niveau des investissements, qui affichent un fort déclin de 5,2% en GA, après +0,5% en juin, soit la première baisse depuis 2021.** Dans le secteur manufacturier, les investissements déclinent de 0,3% en GA (après une hausse de 5,3% en juin). Ce déclin est peut-être une conséquence de la récente orientation politique des autorités visant à

réguler la concurrence jugée excessive entre entreprises. Les investissements ont également baissé dans les infrastructures, à -2% en GA (contre +5,3% en juin), et ce en dépit du maintien d'émissions solides d'obligations souveraines sur le mois. La contraction des investissements demeure particulièrement marquée dans l'immobilier (à -17,1% après -12,9% en juin). Le secteur poursuit sa forte détérioration sur le mois, comme l'illustrent également les fortes baisses des ventes, des mises en chantier et des prix.

**Concernant la politique commerciale, les Etats-Unis et la Chine se sont entendus pour étendre la période de trêve sur les droits de douane de 90 jours supplémentaires (jusqu'au 10 novembre).** Ce report vise à permettre la poursuite des négociations commerciales entre les deux pays, dans le but de conclure un accord durable. Si la période de trêve, arrivant initialement à son terme le 12 août, n'avait pas été étendue alors les droits de douane supplémentaires appliqués par les Etats-Unis aux importations chinoises seraient repassés à 145%, contre 30% dans le cadre de la trêve.

**Au Japon, le PIB accélère à 0,3% en GT au T2, après 0,1% au T1.** Les effets de la hausse des droits de douane américains semblent ainsi, pour l'instant, limités. L'activité a principalement été soutenue par l'amélioration du solde commercial qui a bénéficié d'une forte reprise des exportations (+2,0% en GT après -0,3% au T1) et d'une modération des importations (+0,6% en GT après +2,9% au T1). Alors que la dynamique de la consommation s'est maintenue à 0,2% en GT, la demande domestique privée a été soutenue par la dynamique solide des investissements des entreprises, à +1,3% après +1,0% au T1. Les variations de stocks ont en revanche contribué négativement à la



Sources : Covéa Finance, National Bureau of Statistics  
Dernier point : juil 25

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
JP	PIB	Vol, CVS, GA%	T2 25	1,3	1,8	1,3	0,1
CH	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	juil.-25	5,7	6,8	4,6	5,6
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	juil.-25	3,7	4,8	7,8	3,3

\*Du 11/08/2025 au 17/08/2025 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

croissance trimestrielle. Le déflateur du PIB, un indice des prix de la valeur ajoutée domestique, reste élevé, à 3,0% en GA (en légère modération après 3,3% au T1), signalant le maintien de pressions inflationnistes importantes au Japon.

**En Australie, la Banque centrale (RBA) a annoncé une nouvelle baisse de taux, votée à l'unanimité par le conseil.** Cette troisième baisse de 25 points de base depuis l'amorce du cycle en début d'année porte le taux directeur à 3,60%. Cet assouplissement était largement attendu en ligne avec la modération de l'inflation qui, à 2,1% au T2 2025, est désormais proche de la borne basse de la fourchette cible de la RBA (entre 2% et 3%). Outre la modération des prix, la RBA signale une dégradation des perspectives économiques, qu'elle attribue notamment à une dégradation de la productivité.

Louis Martin  
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.