

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

23 mars 2026

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Défense, Sécurité, Spatial

Dans la construction de nos dernières Perspectives Économiques et Financières, nous avons remis en avant notre préférence pour les secteurs stratégiques au sein de nos investissements, encore plus dans le contexte de tensions géopolitiques exacerbées que nous traversons aujourd'hui. Au cœur de ces secteurs se trouvent notamment les segments d'activité liés à la défense, à la sécurité et au spatial. Assurer leur défense et leur sécurité permet aux États de conserver leur liberté d'action et leur autonomie en termes de prises de décision. Une brique nécessaire dans leur quête de souveraineté. Les données publiées par l'institut international de recherche sur la paix de Stockholm (SIPRI) au début du mois de mars confirment cette tendance. Le SIPRI est une organisation indépendante qui fait référence quand il s'agit de suivre l'évolution des dépenses militaires dans le monde et d'analyser les échanges entre les différentes zones et pays. Son dernier rapport souligne la transformation à l'œuvre dans les flux internationaux d'armements, une conséquence directe du déclenchement du conflit entre la Russie et l'Ukraine en 2022. L'Europe est ainsi devenue la première région importatrice au monde. La période 2021-2025 a enregistré une multiplication par 3 de ses importations par rapport aux 4 années précédentes (2016-2020). L'Ukraine et la Pologne figurent d'ailleurs parmi les premiers importateurs de la zone. Parallèlement certains pays européens s'affirment comme exportateurs majeurs, la France devient le deuxième exportateur mondial tandis que l'Allemagne et l'Italie renforcent également leur position. Paradoxalement la majorité de ces exportations reste néanmoins destinée à des régions extérieures à l'Europe, on pense par exemple à l'Inde pour la France. Malgré les efforts mis en place pour développer l'industrie de défense européenne les États-Unis fournissent encore près de la moitié des armes importées dans la zone.

Comment expliquer cet état de fait ?

Au-delà des choix politiques de certains pays, c'est surtout le temps nécessaire pour voir la base industrielle et technologique de défense européenne se mettre en ordre de marche qui en est à l'origine. Les programmes mis en place par la Commission européenne comme SAFE (Security Action For Europe) fonctionnent, ils ont été entièrement souscrits par les États membres et les premiers projets sanctionnés. Rappelons que 65% de la valeur des équipements financés par SAFE doivent être produits sur le sol européen et que ces achats doivent s'inscrire dans des actions communes entre les États afin de renforcer la coopération. Du côté allemand on observe également de fortes accélérations des commandes dans certains segments précis comme les véhicules militaires ou les munitions. Une accélération qui s'est matérialisée dès la validation du budget en fin d'année dernière. Maintenant il est nécessaire que ces commandes commencent à irriguer l'ensemble de la chaîne de production malgré certains goulets d'étranglement que nous avons déjà identifiés dans notre analyse : main d'œuvre qualifiée, matières premières, outil industriel à développer. Cela explique d'ailleurs la performance en demi-teinte du secteur en Europe depuis plusieurs mois ainsi que la volatilité observée notamment au moment des publications de résultats. Les flux sur cette thématique se sont concentrés sur le premier semestre de l'année dernière et les multiples de valorisation reflètent des attentes élevées en termes de croissance de l'activité. A l'image d'autres secteurs stratégiques que nous privilégions dans nos investissements cela ne doit pas se faire sans toute l'agilité nécessaire pour s'adapter à un marché dont les performances restent concentrées.

Julien Chevalier

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	20/03/26	19/03/26	T-12 mois	19/03/26	sur 12 mois	
Marché des changes						
€ / \$	1,157	1,159	1,085	-0,1	↓	6,6
€ / £	0,867	0,863	0,837	0,5	↑	3,6
€ / Yen	184,23	182,80	161,47	0,8	↑	14,1
Matières premières et Transport et marchandises						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	112	109	72	3,3	↑	55,8
Indice CRB*	556	534	542	4,1	↑	2,5
Prix de l'once d'Or	4 575	4 218	3 044	8,5	↑	50,3
Prix de la tonne de cuivre	11 930	12 147	9 937	-1,8	↓	20,1
Indice Baltic Dry**	2 056	2 057	1 635	0,0	↓	25,7
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1707	1403	1293	21,7	↑	32,0

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.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Retrouvez notre interview de la semaine dans notre série de podcast "On décrypte l'Hebdo".

Pour l'écouter [cliquez-ici](#)



Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'actualité des marchés obligataires reste dominée par le conflit au Moyen-Orient, en particulier par l'impact inflationniste de la poursuite de la hausse des prix de l'énergie (+9 % sur la semaine pour le prix du Brent, +18 % pour la référence TTF du gaz naturel). Les statu quo adoptés lors des nombreuses réunions de banques centrales (Fed, BCE, BoE, BoJ, SNB, BoC et Riskbank) ont souvent été accompagnés d'un durcissement des discours face à ce risque et aux potentiels effets de second tour. Les marchés anticipent désormais à travers les swaps et les futures, 0,3 hausse des taux directeurs de la Fed et 3 hausses de la part de la BCE d'ici la fin de l'année, contre respectivement une baisse et 2 hausses au début de la semaine.

Les taux souverains ont subi de nouvelles tensions dans ce contexte : le taux américain à 10 ans progresse de 10 pb à 4,38 %, le taux allemand de 6 pb à 3,04 %, celui de l'OAT de 8 pb à 3,76 % tandis que le BTP sous-performe ses voisins avec une progression de son rendement de 18 pb à 3,96 %. Parallèlement, les courbes se sont aplaties sur l'ensemble des segments (-17 pb pour l'écart de taux 2-10 ans allemand à 34 pb).

L'aversion au risque se retrouve dans l'écartement des primes du crédit. Les indices synthétiques iTraxx Main (catégorie investissement) et Crossover s'écartent de respectivement 7 et 43 pb à 71 pb et 350 pb, tandis que l'activité primaire a été affectée par l'environnement volatil. Les volumes cumulés atteignent à peine 8 Mds EUR, deuxième plus faible montant hebdomadaire depuis le début de l'année, dont 1,3Md pour les financières. Parmi les émissions hors financières, citons l'industriel allemand Kion venu se financer à hauteur de 500 MEUR sur 5 ans au taux de 4,23 %.

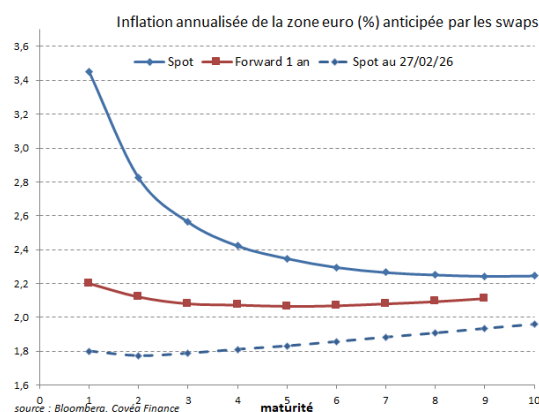
Le Focus de la semaine : Impact du conflit au Moyen Orient sur les obligations indexées à l'inflation de la zone euro

La fermeture du détroit d'Ormuz ainsi que l'escalade récente du conflit avec les dégâts majeurs occasionnés sur des infrastructures pétrolières et gazières dès en Iran et au Qatar sont à l'origine d'une flambée des prix de l'énergie susceptible d'affecter rapidement les prix à la consommation en zone euro. Le choc énergétique (+54 % pour le prix du baril de Brent depuis le début du mois à 112 USD, +83 % pour la référence TTF du gaz naturel à 59€/MWh) a sensiblement impacté les anticipations d'inflation, ce qui s'est traduit par une surperformance nette des obligations indexées par rapport aux obligations nominales de maturités comparables.

Depuis le début du mois de mars et dans un contexte de hausse des taux nominaux (+39 pb pour le rendement du Bund 10 ans à 3,03 %), l'indice ICE BofA Euro Inflation-Linked Government affiche en effet une baisse limitée de -1,30 % contre -3,20 % pour l'indice nominal FTSE Eurozone Government Bond. La performance des obligations indexées reste positive depuis le début de l'année à +1,18 % contre -1,20 % pour les obligations nominales. Les performances sont toutefois hétérogènes en fonction des émetteurs (à l'instar des obligations nominales, les obligations indexées françaises et périphériques ont sous-performé les obligations allemandes) et des maturités.

De même que les contrats futures sur le pétrole sont en « *backwardation* » (les prix à terme baissent avec la maturité, signe d'un conflit considéré comme limité dans le temps), les anticipations d'inflation mesurées par les points morts (écarts entre taux réels et taux nominaux comparables) et des swaps HICP (voir graphique) sont décroissantes. Jusqu'à la maturité 6 ans et malgré l'aplatissement des courbes nominales, la hausse des anticipations d'inflation a largement compensé la hausse des taux nominaux, ce qui a permis aux obligations indexées d'afficher des baisses de taux réels et par conséquent des performances positives.

Bien qu'elles ne protègent pas du capital en cas de hausse des taux réels, les obligations indexées conservent leur intérêt dans une allocation obligataire si, comme nous le décrivons dans nos Perspectives Économiques et Financières, les facteurs inflationnistes et leur persistance ne sont pas suffisamment intégrés par le marché.



Charles Lepic

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)					Pente* (en pb)	
	20/03/26	J-7	19/03/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	19/03/26	31/12/25	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Variations (en pb)												
Réserve Fédérale Américaine	3,75	3,75	3,75	3,75	4,50	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,75	↓	
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	2,15	2,65	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,50	↓	
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,50	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,50	↓	
Banque d'Angleterre	3,75	3,75	3,75	3,75	4,50	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,75	↓	
Banque du Japon	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,00	⇒	0,00	⇒	0,25	↑	
Taux 10 ans												
Variations (en pb)												
Etats-Unis	4,38	4,28	4,25	4,17	4,24	10	↑	13	↑	14	↑	48
Allemagne	3,04	2,98	2,96	2,86	2,78	6	↑	8	↑	19	↑	37
France	3,76	3,67	3,64	3,56	3,48	8	↑	11	↑	19	↑	92
Italie	3,96	3,79	3,78	3,55	3,90	18	↑	19	↑	41	↑	102
Royaume-Uni	4,99	4,82	4,84	4,48	4,65	17	↑	15	↑	52	↑	43
Japon	2,28	2,26	2,28	2,07	1,52	2	↑	0	⇒	21	↑	100
Crédit												
Variations (en pb)												
Indice Itraxx Main	71,4	64,6	65,2	50,7	58,7	6,7	↑	6,2	↑	20,7	↑	12,7
Indice Itraxx Crossover	350,0	306,9	310,9	244,2	308,3	43,1	↑	39,0	↑	105,7	↑	41,7

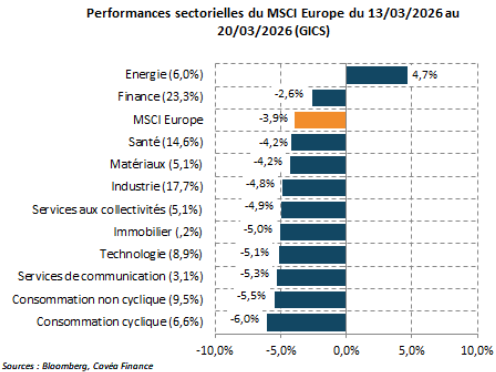
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens reculent la semaine dernière, à l'image du MSCI Europe (dividendes non réinvestis) en repli de -3,9 %. L'intensification du conflit au Moyen-Orient et ses conséquences sur la croissance économique mondiale inquiètent les investisseurs, d'autant que la hausse des prix des hydrocarbures risque de perdurer. Le directeur de l'Agence internationale de l'énergie avertit que « la fermeture du détroit d'Ormuz plonge le monde dans une crise énergétique sans précédent » et estime « qu'un rétablissement des approvisionnements en pétrole et en gaz en provenance des pays du Golfe pourrait prendre six mois ». Dans ce contexte, le secteur de l'énergie est le seul à afficher une performance positive (+4,7 %). A l'opposé, les secteurs de la consommation, cyclique et non cyclique, figurent en queue de peloton en raison de la dégradation à venir de la confiance des consommateurs et de leur pouvoir d'achat. La technologie est également sous pression (-5,1 %) dans le sillage du repli du Nasdaq. Enfin, les secteurs traditionnellement plus immunes à ce genre d'environnement comme les services aux collectivités et les télécommunications ne sont pas épargnés, perdant respectivement -4,9 % et -5,3 % à cause de la forte remontée des taux d'intérêts.



Le Focus de la semaine : Vers un changement de paradigme dans l'allocation du capital des grandes compagnies pétrolières internationales ?

Le pic des investissements dans l'industrie pétrolière et gazière a été atteint en 2015 à 870 milliards de dollars, selon les données de l'Agence internationale de l'énergie. L'année suivante, l'effondrement des prix du pétrole a entraîné une chute d'environ 30 % des dépenses d'investissement. Depuis, les investissements se maintiennent autour de 600 milliards de dollars par an (sauf en 2020 à cause de la crise sanitaire). Ces dépenses servent essentiellement à compenser le déclin naturel des champs existants puis à maintenir un minimum d'exploration et à développer de nouveaux actifs. Dans ce contexte, les grandes compagnies pétrolières internationales à l'image de Total Energies et Shell ont limité leurs investissements, prônant la discipline financière et une grande sélectivité des projets. Cela s'est traduit par une priorité donnée au rendement pour les actionnaires, avec des dividendes en hausse régulière de 3 à 5 % par an et des programmes soutenus de rachat d'actions. Depuis 2022, ces entreprises reversent en moyenne 40 à 50 % de leur trésorerie opérationnelle à leurs actionnaires.

Le conflit en cours au Moyen-Orient plonge le monde dans une nouvelle crise énergétique. Lors de la précédente crise en 2022, les sanctions occidentales rendaient difficiles la circulation du pétrole russe mais celui-ci n'était pas éliminé du marché. La situation actuelle au Moyen-Orient est plus grave à cause de la destruction de l'offre. En effet, la fermeture du détroit d'Ormuz, lieu où transitent 15 % du pétrole brut mondial et 20 % du gaz naturel liquéfié (GNL), crée un choc d'approvisionnement, une situation aggravée par les attaques visant les infrastructures énergétiques des pays du Golfe, notamment celles du Qatar, deuxième producteur mondial de GNL. Fournisseur jusque là jugé fiable, le Qatar se retrouve au centre d'un risque géopolitique accru, poussant les acheteurs asiatiques et européens à s'interroger sur la sécurité de leur approvisionnement. Le sujet est d'autant plus prégnant que la consommation mondiale d'hydrocarbures continue de progresser sous l'effet combiné de la croissance démographique, du développement économique et d'usages technologiques de plus en plus énergivores. Pour garantir la sécurité énergétique de ses clients, les sociétés pétrolières pourraient privilégier à nouveau la croissance de leur production en allouant une part plus importante de leur trésorerie aux investissements au détriment du rachat d'actions. Cette évolution constituerait un changement de paradigme important. Nous commençons d'ailleurs à en voir les premiers signes. Si lors des présentations des résultats 2025, les sociétés ont maintenu le cap de la discipline financière en matière d'investissement, certaines d'entre elles ont commencé à réduire le montant de leur programme d'actions à l'image de Total Energies.

Dans un monde de plus en plus conflictuel, l'accès à l'énergie est un enjeu majeur de souveraineté pour chaque Etat. Garantir la sécurité d'approvisionnement énergétique permet de maintenir des prix de l'énergie abordables, un facteur clé pour préserver sa compétitivité industrielle. Elle passe aussi par un renforcement de l'indépendance énergétique ce qui implique de poursuivre les politiques de décarbonation afin de réduire la dépendance aux énergies fossiles. L'ensemble de ces enjeux fait l'objet d'un suivi attentif dans nos Perspectives Économiques et Financières.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	20/03/26	J-7	19/03/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	19/03/26	31/12/25	sur 12 mois	
MSCI EMU	188,9	196,1	192,6	197,0	181,6	-3,6	-1,9	-4,1	4,1	
MSCI EMU Mid Cap	1 329,0	1 369,3	1 349,5	1 346,0	1 193,1	-2,9	-1,5	-1,3	11,4	
MSCI EMU Small Cap	505,3	517,5	512,0	537,5	456,8	-2,3	-1,3	-6,0	10,6	
MSCI Europe	191,4	199,2	194,9	197,6	185,3	-3,9	-1,8	-3,2	3,3	
France CAC 40	7 665,6	7 911,5	7 807,9	8 149,5	8 094,2	-3,1	-1,8	-5,9	-5,3	
Allemagne DAX 30	8 358,9	8 757,4	8 530,5	7 648,6	8 810,0	-4,6	-2,0	9,3	-5,1	
Italie MIB	42 840,9	44 316,9	43 701,4	34 186,2	39 188,2	-3,3	-2,0	25,3	9,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 918,3	10 261,2	10 063,5	9 931,4	8 702,0	-3,3	-1,4	-0,1	14,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 434,8	11 887,3	11 663,9	11 392,9	10 397,3	-3,8	-2,0	0,4	10,0	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés terminent la semaine en ordre dispersé, dans un contexte marqué par le conflit au Moyen-Orient. La Chine, l'Inde et le Japon figurent parmi les économies les plus affectées, en raison de leur forte dépendance énergétique à la région. L'Australie enregistre également une performance négative, pénalisée par des données macroéconomiques décevantes. À l'inverse, la Corée du Sud affiche la meilleure performance, soutenue par les valeurs exposées à la mémoire, en lien avec les commentaires optimistes des dirigeants du secteur sur la semaine. Parmi les éléments transverses, dans la thématique de la réorganisation du complexe énergétique mondial, une coentreprise entre GE Vernova et Hitachi, prévoit de construire de petits réacteurs nucléaires modulaires dans le sud du Tennessee et de l'Alabama, pour un projet dont la valeur pourrait atteindre 40 Mds\$. Dans le secteur technologique, Samsung Electronics a annoncé un plan d'investissement de plus de 73 Mds\$ cette année dans la recherche et développement et l'expansion de ses capacités de production de puces pour accélérer son positionnement dans les puces dédiées à l'Intelligence Artificielle (IA).

Aux Etats-Unis, le S&P 500 a terminé la semaine en repli, affecté par l'intensification des tensions au Moyen-Orient et le retour des craintes inflationnistes liées à la hausse des prix de l'énergie. Dans ce contexte, l'énergie affichait la plus forte hausse tandis que les valeurs financières étaient portées par les propositions de la Réserve fédérale sur l'assouplissement des exigences de capital pour les grandes banques. Dans la technologie, Supermicro reculait fortement après l'inculpation aux Etats-Unis de trois personnes liées à l'entreprise, accusées d'avoir participé à l'exportation illégale de technologies IA vers la Chine. Dans le même temps, Nvidia recevait l'autorisation de Pékin de commercialiser ses puces IA H200 auprès des entreprises chinoises. Malgré de bons résultats, Micron reculait face aux inquiétudes sur l'accélération de ses investissements pour augmenter la production de ses puces mémoires. L'entreprise annonçait aussi la construction d'une deuxième usine sur son site de Taiwan afin de répondre à la forte demande en mémoire liée à l'IA. Dans le même temps, AMD renforçait sa collaboration avec Samsung afin de sécuriser son approvisionnement en mémoire pour ses futures générations de puces dédiées à l'IA. Par ailleurs, Microsoft envisagerait une action en justice contre OpenAI et Amazon, estimant que leur accord de 50 Mds\$ pourrait enfreindre certains accords d'exclusivité existants sur l'utilisation de son infrastructure cloud. Dans la consommation cyclique, Tesla reculait après un durcissement d'une enquête réglementaire sur son système d'assistance à la conduite autonome. Enfin, dans les services de communication, Meta envisagerait une réduction d'au moins 20% de ses effectifs afin de financer ses investissements dans l'intelligence artificielle, tout en annonçant un accord de 27 Mds\$ avec Nebius Group pour renforcer ses capacités de calcul à horizon 2027.

Le Focus de la semaine : Pas de relâchement dans la dérèglementation des banques américaines

Les trois grandes agences de tutelle (OCC, FDIC et Réserve fédérale) viennent de publier plusieurs propositions de réforme visant à assouplir le cadre réglementaire des banques domestiques.

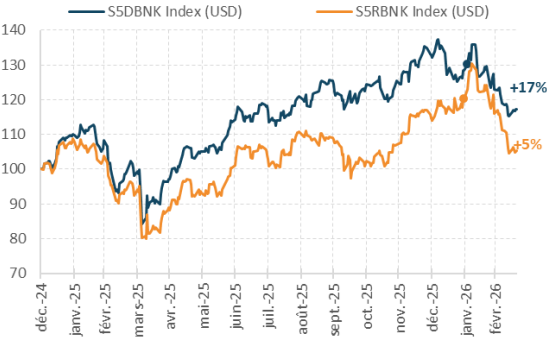
Tout d'abord, en ce qui concerne les établissements bancaires d'importance systémique globale (GSIB), le calcul de la surtaxe réglementaire a été modifié (prise en compte des évolutions récentes du système et des impacts de la croissance et de l'inflation) et les pas d'incrémentation ont été réduits à 10pbs (au lieu de 50pbs). Parallèlement, le calcul des ratios de fonds propres reposera désormais sur une estimation de l'ensemble des risques embarqués (crédit, portefeuille titres, opérations de marché et opérations).

Ensuite, pour les établissements plus petits (moins de 700 Mds\$ d'actifs), le calcul des ratios de fonds propres sera effectué à partir d'une évaluation différenciée des risques de crédit (par exemple en fonction du montant prêté et de la valeur de la maison pour les prêts hypothécaires) plutôt qu'à partir d'une approche standardisée (par type de prêt). En outre, les banques aux actifs compris entre 100 et 700 Mds\$ (catégories 3 et 4) devront intégrer les écarts de valeur de leurs portefeuilles titres dans le calcul des fonds propres réglementaires.

L'impact sur les exigences de fonds propres devrait être modeste (réduction estimée d'environ 5 % pour les grands établissements et de 8 % pour les banques de moins de 100 Mds\$ d'actifs), avec des niveaux de capital qui resteront sensiblement supérieurs à ceux précédant la crise financière.

Comme déjà observé dans nos Perspectives Économiques et Financières, ces changements réglementaires ont surtout pour objectif d'augmenter l'activité de prêts du secteur bancaire et reflètent la volonté de l'administration Trump de stimuler la croissance domestique.

Performances du SSDBNK Index (banques diversifiées du S&P 500) et SSRBNK Index (banques régionales du S&P 500) en base 100



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	20/03/26	J-7	19/03/2026	31/12/25	T-12 mois	J-7	en devise locale			en €											
							19/03/2026	31/12/25	T-12 mois	J-7	19/03/2026	31/12/25	T-12 mois								
Etats-Unis - S&P500	6 506	6 632	6 606	6 846	5 663	-1,9	↓	-1,5	↓	-5,0	↓	14,9	↑	-3,2	↓	-1,4	↓	-3,5	↓	7,7	↑
Etats-Unis - Dow Jones	45 577	46 558	46 021	48 063	41 953	-2,1	↓	-1,0	↓	-5,2	↓	8,6	↑	-3,4	↓	-0,8	↓	-3,7	↓	1,9	↑
Etats-Unis - Nasdaq	21 648	22 105	22 091	23 242	17 692	-2,1	↓	-2,0	↓	-6,9	↓	22,4	↑	-3,4	↓	-1,9	↓	-5,5	↓	14,7	↑
Japon Nikkei 300	765	770	765	726	588	-0,7	↓	0,0	→	5,3	↑	30,1	↑	-1,7	↓	-0,8	↓	5,2	↑	14,0	↑
Corée du Sud KOSPI	5 781	5 487	5 763	4 214	2 637	5,4	↑	0,3	↑	37,2	↑	119,2	↑	3,9	↑	-0,5	↓	33,8	↑	100,9	↑
Chine - Shanghai	3 957	4 095	4 007	3 969	3 409	-3,4	↓	-1,2	↓	-0,3	↓	16,1	↑	-4,3	↓	-1,1	↓	2,6	↑	14,5	↑
Hong Kong Hang Seng	25 277	25 466	25 501	25 631	24 220	-0,7	↓	-0,9	↓	-1,4	↓	4,4	↑	-2,1	↓	-0,7	↓	-0,5	↓	-2,9	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 463	1 469	1 476	1 404	1 141	-0,4	↓	-0,9	↓	4,2	↑	28,3	↑	-1,8	↓	-0,7	↓	5,8	↑	20,3	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

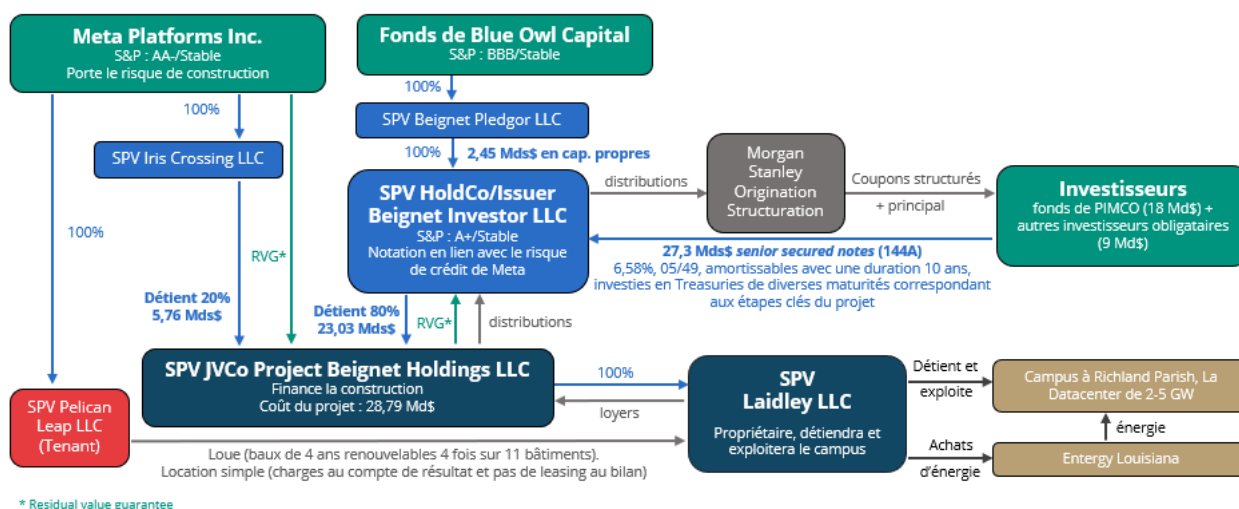
Le regard de l'analyste

Des montages parfois audacieux : le cas de Meta et Blue Owl avec le projet de centre de données Hyperion en Louisiane

Face à l'importance des besoins en investissement dans les centres de données, les hyperscalers (principaux acteurs spécialisés dans la fourniture de grande capacité de calcul, de gestion et de stockage de données) utilisent de plus en plus des structures financières complexes impliquant des Special Purpose Vehicles (SPV). On estime à 120 Md\$ les fonds levés via des SPV en 2025 pour financer des centres de données.

Un SPV est une structure juridique destinée uniquement à remplir une mission spécifique. Elle permet d'isoler un actif au sein de cette structure et de financer des projets conséquents avec un capital minimal. Meta et Blue Owl (une société de gestion d'actifs alternatifs américaine) ont ainsi structuré en octobre 2025 le montage financier d'un centre de données en Louisiane. Meta détient 20% du projet et en est l'unique bénéficiaire, 80% du projet étant détenus par une SPV créée par Blue Owl, qui a levé 27 Md\$ auprès d'investisseurs obligataires.

Le montage repose sur une série de SPV successifs comme le montre le schéma ci-dessous.



Dans le cadre de ce projet, Blue Owl Capital a créé une société holding sans employé, la SPV Beignet Investor LLC, destinée à financer la construction et à lever 27 Md\$ de dette. Cela permet à Meta de ne pas intégrer la dette et les actifs du centre de données à son bilan et de le préserver. En effet, des SPV isolées permettent de lever la dette liée à ce projet et de louer à Meta le centre de données. Grâce au fait que les baux soient structurés en 4 ans renouvelables 4 fois, Meta comptabilise ensuite les charges de location de ce centre de données à son compte de résultat en location simple (« *operating lease* ») et pas en contrat de location à long terme (« *finance lease* ») qui aurait conduit à une inscription au passif de son bilan.

Ce montage de déconsolidation, qui évite la mise au bilan de Meta des contrats de location et la dette, apparaît agressif. En effet, il existe un mécanisme de garantie (RVG pour Residual Value Guarantee) qui entraîne, dans le cas où Meta met fin aux baux, le remboursement par Meta de la dette de Beignet (27 Md\$). Cette garantie est fortement contraignante pour Meta, ce qui devrait décourager la société de mettre fin à ses contrats de location (en ce sens, dans son dernier rapport annuel, Meta a déclaré que l'exercice de cette garantie n'était pas probable). Meta devrait donc être incité à inscrire à son bilan les contrats de location de long terme (sur 20 ans), ce qui a pourtant été soigneusement évité (seules 4 années de baux ont été inscrites en éléments hors bilan des états financiers de Meta). Ainsi, les futurs frais de location sur 20 ans ne figurent tout simplement pas dans les états financiers de Meta, ce qui préserve ses ratios de solvabilité et sa capacité d'emprunt.

Du point de vue de l'investisseur, ces structures en SPV compliquent la lecture des risques financiers. Suite à l'affaire Enron dans laquelle des SPV avaient été utilisés à des fins de dissimulation, le régulateur comptable américain avait créé un statut de VIE (Variable Interest Entity). Ce statut impose la consolidation par le « Bénéficiaire Principal », même si celui-ci ne détient qu'une part minoritaire dans l'entité à consolider. Pour être considéré « Bénéficiaire Principal », il faut avoir un pouvoir décisionnaire dans la SPV et supporter ses pertes ou bénéfices. En évitant la consolidation, Meta a réussi à éviter la qualification de « Bénéficiaire Principal » de Beignet, ce qui interroge. Le projet est pourtant uniquement destiné à Meta, qui possède l'expertise technique pour concevoir ce centre de données selon ses propres besoins, et qui en sera l'unique locataire.

La déconsolidation obtenue dans ce montage apparaît donc discutable. Si les agences de notation n'ont pas modifié leur appréciation de la solvabilité de Meta, l'auditeur EY a toutefois exprimé, dans un paragraphe sur les questions d'audit critique (Critical Audit Matters), une appréciation à ce sujet en déclarant que « cette qualification de « Bénéficiaire Principal » était délicate à établir ».

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier

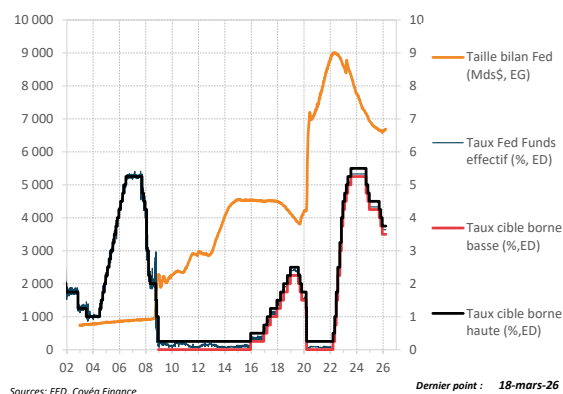


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve fédérale maintient le statu quo et adopte un biais plus restrictif »

Etats-Unis : Bilan et taux directeurs de la Réserve Fédérale



minimiser la portée des prévisions publiées en insistant fortement sur le **haut degré d'incertitude quant aux conséquences de la guerre en Iran** (cf. *focus page 9*), répétant à quatre reprises que le FOMC devrait « attendre de voir ». Par ailleurs, concernant les prévisions de long terme, la médiane de la croissance du PIB a été revue en hausse à 2%, contre 1,8%, niveau qui prévalait depuis 2020. Jerome Powell a expliqué que cela traduit un optimisme croissant concernant la productivité. L'estimation médiane du taux directeur à long terme (neutre) a été révisée à la hausse, pour s'établir à 3,125%, contre 3% précédemment. Ceci suggère que le caractère restrictif de la politique monétaire est de moins en moins vue comme étant prononcé. **Tous ces éléments repoussent la probabilité d'une baisse de taux à court terme.** Concernant sa situation personnelle, M. Powell a fait savoir que si la nomination de Kevin Warsh pour lui succéder le 15 mai n'est pas confirmée d'ici la réunion de juin, il restera président par intérim. De plus, il conservera son poste de gouverneur (dont le mandat expire en 2028) tant que l'enquête le visant sera en cours. Il n'a pas précisé ce qu'il ferait une fois cette enquête terminée, mais il prendra sa décision dans l'intérêt supérieur de l'institution. Cela laisse largement ouverte la possibilité qu'il reste au directoire en tant que simple gouverneur, ce qui limiterait la capacité de Donald Trump à reprendre la main sur la Réserve fédérale par le biais des nominations.

Sébastien Berthelot

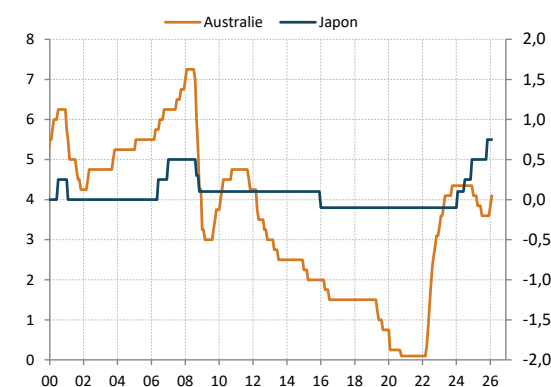
Responsable de la Recherche Economique



Asie

« Les banques centrales asiatiques réagissent en ordre dispersé »

Taux directeurs des banques centrales



Sources : BoJ, RBA, Datastream, Covéa Finance

même. Les inquiétudes vis-à-vis de l'inflation, déjà présentes lors de la réunion précédente du comité de politique monétaire, sont renforcées par le déclenchement de la guerre au Moyen-Orient et ses conséquences sur les cours du pétrole.

Enfin, **la Banque Populaire de Chine a maintenu sa politique monétaire inchangée.** Face à l'incertitude générée par le conflit au Moyen-Orient, la banque centrale chinoise semble surtout **soucieuse d'éviter toute décision susceptible d'augmenter la volatilité des marchés.** Dans sa communication, elle réitère sa volonté d'une politique monétaire raisonnablement accommodante, via le maintien de liquidités abondantes au moyen de la manipulation des ratios de réserves obligatoires, des interventions sur le marché obligataire ou encore des injections par sa facilité de prêts à moyen terme ou des opérations de prises en pension.

Jean-Louis Mourier

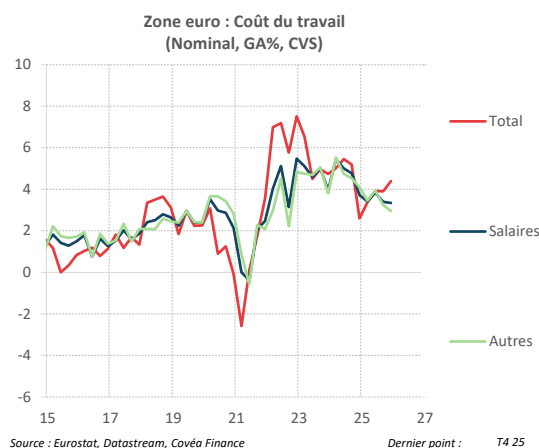
Economiste



Suivi Macroéconomique

Europe

« Zone euro : la détente du marché du travail remise en question ? »



Dans la zone euro, le taux de vacance des emplois, sur une pente descendante depuis mi-2022 et revenu sous son niveau de 2019, **a légèrement rebondi en fin d'année dernière**. Ce n'est certes pas forcément un signe de regain important de tensions sur le marché du travail, mais **ce mouvement indique que toute accélération de l'activité pourrait être rapidement bridée par un manque de main d'œuvre disponible**. D'ailleurs, les données diffusées par Eurostat indiquent un rebond plus marqué en Allemagne, où l'activité n'a recommencé à croître qu'au deuxième semestre de l'année dernière, et une progression en France, malgré d'autres indicateurs du marché du travail moins bien orientés. Le retour de difficultés de recrutement plus importantes pourrait inciter les entreprises à pratiquer à nouveau un peu plus la rétention de main d'œuvre, alors que l'indicateur de cette pratique -calculé par la Commission européenne- s'était aussi replié depuis le printemps 2022. En tout cas, **le ralentissement du coût du travail reste très progressif dans la zone euro**. Au quatrième trimestre, sa hausse sur un an était encore de 3,3% (après 3,4% au T3). Le taux de croissance des salaires a un peu plus diminué (de 3,4% à 3,2%), mais les autres composantes des coûts salariaux totaux étaient en progression de 4,4% au T4 2025, soit 0,5 point de pourcentage de plus qu'à l'été.

Face à un regain d'incertitude, qui l'a poussée à publier de manière inhabituelle des scénarios alternatifs à ses prévisions centrales, **la Banque centrale européenne a laissé ses taux directeurs inchangés**. Son discours insiste sur l'incertitude générée par le conflit au Moyen-Orient, qui rend l'exercice de prévision particulièrement délicat (cf. focus page 9). Les données de la semaine sur le marché du travail indiquent toutefois que le ralentissement attendu des salaires reste très progressif et que la moindre accélération de l'activité pourrait se traduire par un retour des tensions.

La Banque d'Angleterre (BoE) a aussi maintenu son taux directeur inchangé, à 3,75%, une décision cette fois-ci prise à l'unanimité compte tenu du choc énergétique provoqué par l'escalade du conflit au Moyen-Orient. Alors que la tendance désinflationniste se poursuivait jusqu'en février, la brusque envolée des prix de l'énergie entraîne une hausse des prévisions d'inflation de la part de la banque centrale. En effet, le comité de politique monétaire estime que le choc énergétique entraînera un rebond temporaire de l'inflation, qui pourrait atteindre 3,5% au troisième trimestre, retardant le retour vers la cible. La BoE a par ailleurs indiqué dans son communiqué qu'un choc prolongé au Moyen-Orient pourrait entraîner des effets de second tour importants ce qui nécessiterait une politique restrictive.

L'escalade des tensions se poursuit au Moyen-Orient et fait craindre une résurgence de l'inflation. Les bombardements sur les infrastructures énergétiques se sont intensifiés, entraînant une nouvelle hausse du prix du baril du pétrole et du gaz. Dans le même temps, le détroit d'Ormuz reste bloqué, et les alliés des Etats-Unis semblent réticents à envoyer une flotte pour escorter les navires immobilisés. Dans ce contexte de hausse des prix de l'énergie et d'incertitudes accrues, les banques centrales sont restées prudentes (cf. focus page 9). Du côté budgétaire, certains Etats commencent à mettre en place des mesures de protection, à l'image de l'Italie. Le gouvernement Meloni a abaissé de 25 centimes d'euro les taxes sur les carburants pour une durée de 20 jours, une décision prise à la veille d'un référendum important dans le pays.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : la guerre au Moyen-Orient rebat les cartes pour les banques centrales

Les banques centrales des grandes économies développées se sont réunies la semaine dernière pour examiner leur politique monétaire au regard de l'évolution de la situation économique. Cela a été l'occasion pour elles de faire un premier point sur les conséquences prévisibles de la guerre commencée le 28 février dernier au Moyen-Orient.

Le premier élément mis en avant par l'ensemble des banquiers centraux est qu'il est beaucoup trop tôt pour tirer des conclusions définitives des événements. En effet, les conséquences, tant sur l'activité économique que sur l'inflation dépendront d'abord de la durée du conflit. Celle-ci est déterminante pour les évolutions des cours du pétrole, mais aussi d'autres matières premières très présentes dans les pays du Golfe arabo-persique (phosphates, divers dérivés du gaz ou du pétrole, etc.).

Néanmoins, les grandes banques centrales mettent toutes en avant une inflation plus élevée cette année et des risques qu'il en soit de même en 2027, voire 2028. L'ampleur de l'accélération attendue des prix à la consommation varie toutefois d'une banque centrale à l'autre. Dans son scénario central (exceptionnellement, elle a aussi publié des scénarios alternatifs), la Banque centrale européenne (BCE) a porté sa prévision d'inflation pour 2026 de 1,9% en décembre dernier à 2,6%. Elle a aussi nettement relevé ses attentes de progression des prix pour 2027 à respectivement 2,1%, contre 1,8% précédemment. La Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) a aussi relevé sa prévision d'inflation pour l'année en cours (de 2,4% à 2,7%) et plus modestement pour 2027. En revanche, la Banque nationale suisse (BNS), si elle a légèrement réhaussé sa projection de croissance des prix à la consommation en 2026 a revu à la baisse celle de l'année prochaine. Les écarts s'expliquent en partie par les hypothèses choisies sur l'ampleur de la hausse des cours du pétrole et la durée pendant laquelle ils resteraient élevés (la BCE a élaboré deux scénarios alternatifs à ses projections centrales). Ils tiennent aussi compte des différences de sensibilité de l'inflation aux variations des cours du pétrole (l'indice des prix de la zone euro est plus sensible que celui des Etats-Unis). De plus, Etats-Unis et Suisse « profitent », de ce point de vue, du statut de valeur refuge de leur devise : plus encore en Suisse qu'aux Etats-Unis, l'appréciation de la monnaie nationale amortit l'impact inflationniste de la hausse des cours du pétrole et réduit, plus généralement, les tensions inflationnistes importées. Enfin, la BCE a bousculé son processus d'élaboration des prévisions trimestrielles pour que les équipes en charge de leur élaboration puissent intégrer les informations disponibles jusqu'au 11 mars. D'autres banques centrales ont aussi tenté d'intégrer les conséquences du conflit, à l'image de la Fed dans les prévisions individuelles des membres du comité de politique monétaire.

Prévisions d'inflation des banques centrales

	2026		2027	
	déc-25	mars-26	déc-25	mars-26
Fed	2,4	2,7	2,1	2,2
BCE	1,9	2,6	1,8	2,0
BNS	0,3	0,5	0,6	0,5
Riksbank (Suède)	0,9	1,5	1,7	1,3

Sources : Fed, BCE, BNS, Riksbank
Fed : inflation PCE ; BCE : inflation totale ; BNS : inflation totale ; Riksbank : inflation hors taux d'intérêt hypothécaires

Malgré des effets inflationnistes attendus différents dans leur ampleur comme dans leur durée les discours des banquiers centraux sont proches.

Malgré des effets inflationnistes attendus différents dans leur ampleur comme dans leur durée les discours des banquiers centraux sont proches.

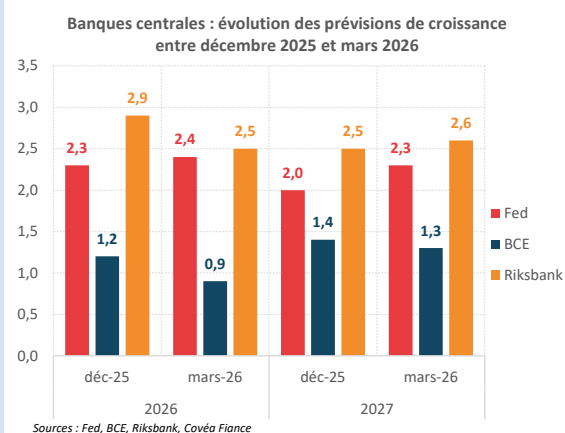
Ils sont d'abord centrés sur le regain d'incertitude. Celle-ci augmente à nouveau, essentiellement en raison de l'impossibilité de deviner la durée ainsi que l'évolution du conflit et, par conséquent, son impact sur les cours du pétrole. C'est pour illustrer ces risques que les équipes de la BCE ont élaboré deux scénarios alternatifs supposant des renchérissements plus importants du pétrole et du gaz sur des périodes plus longues. Mais aucune probabilité n'est attribuée à ces possibilités différentes. Ils ne sont là que pour baliser l'ampleur des risques, tant sur l'inflation que sur l'activité.

Cette nouvelle vague d'incertitude s'accompagne d'une certitude pour les banquiers centraux : au moins à court terme l'inflation sera plus élevée qu'ils le prévoyaient jusque-là. Là où l'inflation est encore au-dessus de l'objectif, essentiellement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, la première conséquence est que le retour sur l'objectif devrait être retardé. C'est clairement le sens du discours de la Banque d'Angleterre (BoE), qui ne devrait pas publier de nouveau paquet de prévisions formelles avant le mois de mai : alors qu'elle attendait une chute du taux d'inflation au deuxième trimestre de cette année, en raison d'effets de base, elle table désormais sur une progression de 3,0% sur un an des prix à la consommation au printemps et elle envisage une accélération supplémentaire au T3, à 3,5%. Aux Etats-Unis, les projections d'inflation pour 2026 et 2027 ont été relevées.

Surtout, **une partie des banquiers centraux craignent d'éventuels effets de second tour**, c'est-à-dire la diffusion de l'augmentation des prix de l'énergie des coûts de production des entreprises vers leurs prix de ventes et les prix à la consommation. Ils craignent aussi, alors que les prix des biens et services énergétiques (carburants, chauffage des logements) font partie des éléments auxquels les ménages se montrent particulièrement sensibles dans leur évaluation de l'inflation, que leur augmentation engendre un rebond des revendications salariales.

Il reste que **l'intensité de ces effets de second tour dépendra en partie de la capacité des entreprises à répercuter les hausses de coûts qu'elles subissent et à répondre aux demandes d'augmentation des salaires.** De ce point de vue, l'impact d'une nouvelle crise énergétique sur l'activité économique aura une grande importance. Or, aux yeux des banques centrales, et encore une fois au regard de leur communication de la semaine dernière, l'incertitude domine. Un impact négatif sur l'activité est attendu, mais son intensité dépendra, là aussi, de l'ampleur de la hausse des prix des hydrocarbures et de la durée pendant laquelle des prix élevés seront maintenus.

Au total, les partisans de politiques monétaires prudentes au regard d'objectifs d'inflation pas encore toujours atteints ont gagné en audience ces derniers jours. Surtout, l'attachement au strict suivi des données et informations disponibles lors de chacune de leurs réunions destinées à réexaminer leur politique devrait rester le mantra des grandes banques centrales.



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.