

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

27 janvier 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Dépendance

L'accès aux matières premières reste au cœur des préoccupations des Etats dans leur quête de souveraineté.

La question du Groenland, soulevée ces dernières semaines par l'administration américaine nouvellement élue, concerne en partie l'accès aux ressources importantes dont regorge ce territoire. Les échanges tendus entre le Canada et les Etats-Unis ont également comme question centrale l'accès aux ressources naturelles importantes du premier. Enfin, les sanctions récentes décidées par l'administration Biden, dont nous parlons plus loin dans ce document, visent à contraindre les producteurs mais aussi les consommateurs, souvent concurrents des Etats-Unis.

En Europe, l'approvisionnement en gaz est à nouveau au cœur des préoccupations et cristallise de nombreuses craintes. Il démontre la fragilité des ajustements réalisés au cours des derniers trimestres. L'Europe dépend encore pour partie de la Russie pour son approvisionnement. Pour certains pays cela reste même un fournisseur essentiel. L'Europe demeure également à la merci de températures plus froides. Les hivers 2023 et 2024 avaient été cléments. 2025 est plus rude, obligeant les pays à ponctionner plus drastiquement dans leurs réserves. Conséquence, les prix du gaz remontent et avec eux les prix de l'énergie.

Dans un monde conflictuel tel que nous le décrivons, la dépendance énergétique est une faiblesse majeure et détériore de façon rédhibitoire la compétitivité des pays et des entreprises. Le témoignage du Directeur Général de Michelin cette semaine à l'Assemblée nationale en est un nouvel exemple. C'est un des enjeux prioritaires auquel doit répondre l'Europe afin d'envisager tout rapatriement durable d'industries et de pouvoir « flécher » l'épargne de ses habitants vers des projets développés au sein de ses frontières. L'union des marchés de capitaux ne suffira pas à elle seule !

### Sommaire

**Analyse de l'évolution des marchés** p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

**Suivi Macroéconomique** p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Jacques-André Nadal

Directeur adjoint des gestions



Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	24/01/25	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,050	1,081	1,085	-2,9 ↓	-3,2 ↓
€ / £	0,841	0,832	0,853	1,0 ↑	-1,5 ↓
€ / Yen	163,68	165,25	160,15	-1,0 ↓	2,2 ↑
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	79	76	82	3,8 ↑	-4,8 ↓
Indice CRB*	541	538	520	0,5 ↑	3,9 ↑
Prix de l'once d'Or	2 779	2 706	2 018	2,7 ↑	37,7 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 276	9 664	8 569	-4,0 ↓	8,3 ↑
Indice Baltic Dry**	778	1 451	1 499	-46,4 ↓	-48,1 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2045	2332	2179	-12,3 ↓	-6,1 ↓

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été marquée par l'investiture de Donald Trump et la signature de ses premiers décrets, mais au global sur la semaine, l'impact sur le marché des taux aura été assez limité. Pour l'instant c'est plutôt le marché des matières premières qui est impacté avec un Brent en baisse de près de 3% sur la semaine, conséquence de la volonté de Donald Trump de favoriser la production américaine de pétrole. En Europe, après une première partie de semaine orientée à la baisse suite aux communications accommodantes de membres de la BCE, les taux progressent dans un second temps pour finir quasiment à l'équilibre sur la semaine. Le taux à 10 ans français baisse de 1 point de base (pb) à 3,30%, le taux allemand progresse de 3 pb à 2,57%, l'italien et l'espagnol progressent de 1 pb à 3,66% et 3,19% respectivement. Soulignons la réduction de l'écart de rendement entre l'OAT et le Bund à 10 ans de 4 pb à 73 pb dans un contexte de négociations budgétaires se poursuivant en France et du bon déroulement d'une nouvelle émission française de maturité 15 ans qui a reçu une forte demande : plus de 130 milliards d'€ de demande pour 10 milliards d'€ émis.

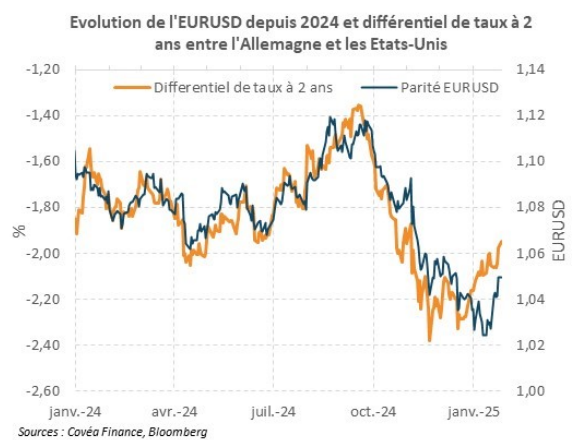
Du côté du crédit, la saison de publication des résultats commence bien pour les premières publications : les primes de crédit se resserrent légèrement de 3 pb pour l'indice de catégorie investissement et de 7 pb pour l'indice haut rendement, soit des taux de rendement de 3,57% et 5,78% respectivement.

### Le Focus de la semaine : « Make the dollar great again »

Après un début d'année assez stable pour la parité EURUSD, le dernier trimestre aura vu le dollar s'apprécier significativement pour atteindre 6% de performance sur l'année. La tendance s'est poursuivie sur les premiers jours de 2025 avec un point bas de la parité atteint mi-janvier à 1,0178, niveau que nous n'avions pas vu depuis 2022. Comme souvent, l'un des catalyseurs de cette évolution est à chercher du côté des banques centrales et des prévisions de baisse des taux directeurs par le marché.

La FED et la BCE ont toutes les deux entamé leur cycle d'assouplissement monétaire en 2024 en baissant leurs taux directeurs. Les attentes du marché concernant les baisses de taux de la FED ont été très optimistes. En effet, en septembre dernier, le marché « attendait » jusqu'à 6 baisses de taux à horizon début 2025. Cependant, les différentes publications macro-économiques ont renvoyé l'image d'une économie américaine toujours robuste. Les derniers chiffres d'inflation montrent de surcroît une légère progression des prix aux Etats-Unis sur le dernier trimestre. Celle-ci s'avère plus résistante comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. Au fur et à mesure, les baisses de taux de la FED anticipées par le marché à horizon janvier 2025 ont été remises en question, entraînant un rebond des taux court terme américain. Le taux à 2 ans américain est passé d'un point bas de l'année en septembre dernier à 3,53% à plus de 4,20% aujourd'hui.

La situation européenne semble plus complexe avec une économie qui montre des signes de ralentissement, et un environnement politique incertain notamment en France et en Allemagne. Dans ce contexte, la banque centrale européenne continue de baisser ses taux directeurs pour la 4ème fois en décembre 2024 et une nouvelle baisse de 25 points de base est attendue cette semaine. La dynamique semble prendre 2 directions différentes entre les Etats-Unis et l'Europe, favorisant un écartement des taux courts entre les 2 zones. Un écart de taux qui a progressé déjà de près de 100 points de base entre septembre 2024 et décembre 2024 et qui est de nature à renforcer davantage le dollar comme illustrés lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières.



Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	24/01/25	J-7	07/11/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,75	5,50	5,50	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,00	↓
BCE - Taux Repo	3,15	3,15	3,40	4,50	4,50	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,35	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,00	3,00	3,25	4,00	4,00	0,00	⇒	-0,25	↓	-1,00	↓
Banque d'Angleterre	4,75	4,75	4,75	5,25	5,25	0,00	⇒	0,00	⇒	-0,50	↓
Banque du Japon	0,25	0,25	0,25	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,35	↑
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,62	4,63	4,33	3,88	4,12	-1	↓	30	↑	74	↑
Allemagne	2,57	2,54	2,45	2,02	2,29	3	↑	12	↑	55	↑
France	3,30	3,31	3,20	2,56	2,78	-1	↓	10	↑	74	↑
Italie	3,66	3,65	3,73	3,70	3,83	1	↑	-7	↓	-4	↓
Royaume-Uni	4,63	4,66	4,50	3,54	4,01	-3	↓	13	↑	109	↑
Japon	1,23	1,20	1,01	0,61	0,75	3	↑	22	↑	62	↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	53,2	54,6	54,8	58,1	58,9	-1,4	↓	-1,6	↓	-4,9	↓
Indice Itraxx Crossover	288,9	293,3	290,8	309,9	321,1	-4,4	↓	-1,9	↓	-21,0	↓

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

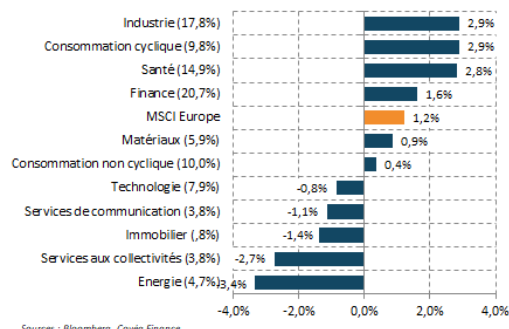
### L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) est en hausse de +1,2% pour la 5ème semaine consécutive. La période a été marquée par l'investiture de Donald Trump et les conséquences sur les marchés de ses premières annonces autour des droits de douane ou de ses déclarations, notamment au sujet des prix du pétrole (baisse du prix du baril, référence WTI de -4,65%).

Par ailleurs, les indicateurs d'enquête en Europe ont montré une amélioration en janvier, plus précisément dans le secteur manufacturier.

En termes d'évolution sectorielle, le secteur de l'industrie affiche la meilleure performance, il profite de l'amélioration des indicateurs macroéconomiques et des annonces des investissements sur l'IA aux Etats-Unis, les valeurs du secteur de la défense ont été soutenues par le discours de Donald Trump réaffirmant que les membres de l'OTAN doivent augmenter leurs dépenses de défense pour les porter à 5% du PIB. Le secteur de la consommation cyclique est tiré par les bons chiffres de Burberry, après la publication de Richemont la semaine dernière. En revanche, le secteur de l'énergie affiche la pire performance dans le sillage de la baisse des prix du pétrole.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 17/01/2025 au 24/01/2025 (GICS)



### Le Focus de la semaine : 2024 a été une nouvelle année de hausse des dividendes

En 2024, malgré le retour de l'incertitude politique en France, les entreprises du CAC 40 ont versé des dividendes records, marquant une augmentation notable par rapport à l'année précédente. Selon le rapport Vermimmen, les sociétés du CAC 40 ont redistribué un total de 98 milliards d'euros à leurs actionnaires, incluant à la fois les dividendes et les rachats d'actions. Les dividendes versés ont atteint 72,8 milliards d'euros, soit une augmentation de 8,5% par rapport à l'année précédente. En revanche, les rachats d'actions ont diminué de 15%, totalisant 25,5 milliards d'euros. Cette baisse est principalement due à l'absence de programmes exceptionnels de rachats d'actions, comme celui de BNP Paribas en 2023. Parmi les principales entreprises contributrices, TotalEnergies a redistribué 14,5 milliards d'euros sous forme de dividendes et de rachats d'actions. LVMH et Stellantis suivent avec respectivement 6,8 milliards d'euros et 6,7 milliards d'euros. D'autres entreprises comme BNP Paribas, AXA et Sanofi ont également versé des montants significatifs. Ces entreprises ont bénéficié de solides performances financières.

Le taux de distribution des dividendes en 2024 a représenté 42% des résultats de 2023, un taux historiquement bas. Ce phénomène indique que les entreprises maintiennent une certaine prudence dans la redistribution de leurs bénéfices. Le rendement moyen des dividendes versés par les entreprises du CAC 40 est estimé à 3,1%, avec des pics allant jusqu'à 7,8% pour certaines entreprises comme Orange. Le CAC 40 offre un rendement légèrement inférieur par rapport aux indices européens qui affichent 3,2% pour le MSCI EMU et le MSCI Europe. En revanche, il est supérieur au rendement du DAX (2,6%) mais inférieur à celui du FTSE 100 au Royaume-Uni (3,7%).

La hausse des dividendes est attribuée à la progression des bénéfices en 2023 et à une confiance accrue des entreprises dans leurs résultats futurs. Malgré cette redistribution, leurs investissements ont également augmenté de 22%, atteignant 116,6 milliards d'euros. Cela montre que ces entreprises ont réussi à équilibrer la redistribution des bénéfices avec des investissements nécessaires pour leur croissance future. Cependant, les dividendes et les rachats d'actions n'ont pas nécessairement fait monter les cours des actions. Parmi les dix groupes les plus actifs en matière de rachats d'actions depuis 2012, six ont affiché une performance boursière inférieure à celle de l'indice CAC 40. Cela souligne que la redistribution des bénéfices sous forme de dividendes et de rachats d'actions ne garantit pas une hausse des cours boursiers. Les investisseurs considèrent d'autres facteurs, tels que la croissance des bénéfices, les investissements réalisés et les perspectives économiques. Il est également important de considérer la capacité de l'entreprise à maintenir sa politique de distribution dans le temps. En lien avec un des thèmes que nous abordons dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous privilégions dans nos investissements les sociétés qui sont en mesure de s'adapter aux changements structurels que nous observons grâce à leur capacité à générer d'importants flux de trésorerie, leur permettant ainsi de financer à la fois leurs investissements et le retour à l'actionnaire.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	24/01/25	J-7	07/11/24	30/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	30/12/24	sur 12 mois		
MSCI EMU	172,6	170,4	162,0	162,3	154,1	1,3	↑	6,6	↑	12,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 108,3	1 090,2	1 047,2	1 052,6	963,2	1,7	↑	5,8	↑	15,1	↑
MSCI EMU Small Cap	407,4	396,4	410,2	389,7	412,0	2,8	↑	-0,7	↓	-1,1	↓
MSCI Europe	177,6	175,4	170,6	169,0	160,6	1,2	↑	4,1	↑	10,5	↑
France CAC 40	7 927,6	7 709,8	7 425,6	7 313,6	7 464,2	2,8	↑	6,8	↑	6,2	↑
Allemagne DAX 30	8 219,4	8 030,5	7 438,6	7 648,6	6 690,3	2,4	↓	10,5	↑	22,9	↑
Italie MIB	36 200,7	36 267,6	33 981,2	34 186,2	30 157,8	-0,2	↓	6,5	↑	20,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 502,4	8 505,2	8 140,7	8 121,0	7 529,7	0,0	↓	4,4	↑	12,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 114,1	10 074,6	9 785,5	9 794,3	8 816,9	0,4	↑	3,4	↑	14,7	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

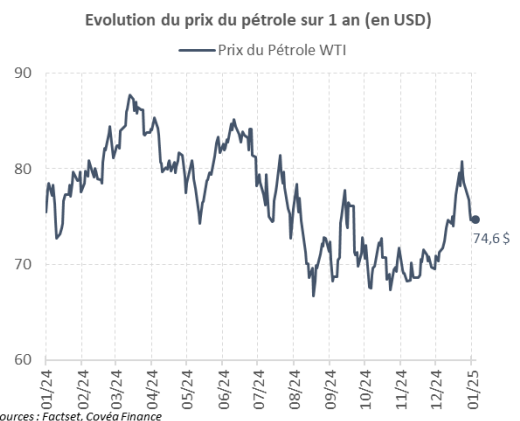
### L'analyse des marchés :

En **Asie**, la semaine a été haussière, portée par la relative détente dans les propos tenus par M. Trump au sujet des tarifs douaniers ainsi que par le regain d'enthousiasme autour des dépenses à venir dans les infrastructures liées à l'intelligence artificielle. Ainsi, les pays les plus exposés à la thématique de l'intelligence artificielle, que sont le Japon et Taiwan affichent logiquement les meilleures performances sur la semaine. Hong Kong termine également la semaine en hausse notable, à la suite d'une conférence de presse organisée par cinq entités gouvernementales chinoises afin de présenter des mesures de soutien aux marchés financiers. A l'inverse, l'Inde affiche la moins bonne performance, en léger retrait, comme souvent lorsque l'appétit pour le risque augmente dans la région. Parmi les éléments transverses sur la semaine, dans la thématique PEF de la relocalisation des capacités de production, notons que les demandes de sociétés chinoises de déploiement de capacités en Thaïlande ont augmenté de 18% année sur année, au cours des neuf premiers mois de 2024, selon le Conseil de l'investissement thaïlandais, illustrant la volonté des sociétés chinoises d'anticiper le risque lié à la montée des tarifs douaniers. Dans la même veine, BYD, le premier constructeur chinois de véhicules électriques, souhaite mettre en production son usine en cours de construction en Indonésie, dont l'investissement est d'un milliard de dollars, à la fin de 2025, avec pour objectif de se servir de cette usine comme base d'exportation. Enfin, Samsung et LG Electronics envisageraient de transférer une partie de la production d'appareils électroménagers de leurs usines mexicaines vers leurs usines américaines.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en hausse porté par une approche plus tempérée de Donald Trump sur les tarifs douaniers, quelques bons résultats d'entreprises et l'optimisme sur les investissements dans l'intelligence artificielle. Tous les secteurs terminaient en territoire positif à l'exception de l'énergie. Le segment était pénalisé par les annonces du nouveau président Trump d'un état d'urgence énergétique visant notamment à augmenter la production d'hydrocarbure américain et de son souhait, lors du forum de Davos, de voir les pays membres de l'Opep baisser le prix du pétrole. Dans la consommation cyclique, les constructeurs de voitures électriques comme Tesla reculaient après que le nouveau président ait demandé à son administration d'envisager la suppression des subventions et politiques favorisant le véhicule électrique. A l'inverse, le secteur des services de communication affichait la meilleure performance grâce aux bons résultats de Netflix soutenus par la dynamique de souscriptions et des perspectives de hausses de prix de ses abonnements. La technologique bénéficiait en début de semaine de l'annonce d'un plan d'investissement dans l'IA de 500 milliards de dollars par trois acteurs privés (Softbank, OpenAi et Oracle) regroupés au sein d'une « joint-venture » baptisée Stargate. A cela s'ajoutent les annonces de dépenses d'investissement jusqu'à 65 milliards \$ principalement dédiées à l'IA de Meta pour l'année 2025. Cependant, les mises en garde de l'entreprise coréenne SK Hynix et américaine Texas Instruments sur la demande de puces lors de leurs publications de résultats provoquaient quelques prises de bénéfices dans le secteur en fin de semaine.

### Le Focus de la semaine : Incertitudes politiques et prix du pétrole

En quelques semaines, les prix du pétrole se sont appréciés de plus de 10%, en raison de différentes décisions et/ou potentielles décisions de l'administration américaine qui réduirait l'offre de pétrole en 2025. Pour rappel, le vendredi 10 janvier, l'administration Biden avait annoncé des sanctions sévères visant le secteur énergétique russe (sanctions sur des sociétés impliquées dans le commerce de pétrole russe, des assureurs couvrant les navires transportant du pétrole russe...), sanctions que l'administration Trump semble vouloir maintenir, voire renforcer. Ce dernier a sommé le président russe de mettre fin au conflit sous peine de sanctions additionnelles. Au sein du parti Républicain, des figures clés comme les sénateurs Lindsey Graham ou Ted Cruz, ainsi que le secrétaire d'État, Marco Rubio, sont partisans d'une position dure envers la Russie. Le second élément qui explique la hausse des prix de l'or noir est la menace de l'application stricte des sanctions contre l'Iran. Depuis des décennies, l'Iran fait l'objet de sanctions américaines, avec des niveaux d'application variables selon l'administration en place. La présidence Biden avait adopté une approche plus souple, permettant une augmentation des exportations iraniennes. La nouvelle administration Trump semble encline à revenir à une politique de sanctions maximales. L'imposition de sanctions plus strictes, y compris des sanctions secondaires avec l'application de la loi « Stop Harboring Iranian Petroleum » (SHIP) (cette loi vise les ports étrangers facilitant l'accueil de pétrole iranien, limitant potentiellement les flux de pétrole iranien vers des marchés clés comme la Chine et l'Inde) pourrait entraîner une réduction des exportations de pétrole iranien de 1 à 1,5 mb/j. Si les exportations iraniennes sont réduites, le défi sera de sécuriser des approvisionnements supplémentaires, d'autant que l'administration Trump souhaite soutenir le consommateur américain grâce à une baisse des prix du pétrole. L'OPEP+, qui dispose de capacités de production disponibles, pourrait augmenter les barils vendus sur le marché afin de compenser la perte iranienne. Toutefois, à très court terme, l'organisation pourrait être réticente à augmenter sa production, tirant les leçons de 2018, lorsque la hausse de l'offre avait pesé sur les prix. Cette hausse des prix à court terme démontre, une nouvelle fois, l'impact des décisions politiques sur les prix de l'or noir et pourrait exercer des pressions à la hausse sur l'inflation. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié depuis plusieurs années le retour du politique comme un élément structurant dont les effets sur les marchés internationaux sont majeurs.



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale				en €			
	24/01/25	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/2024	31/12/24	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 101	5 997	5 973	5 882	4 891	1,7	2,1	3,7	24,7	-0,4	5,1	2,3	29,0
Etats-Unis - Dow Jones	44 424	43 488	43 729	42 544	38 109	2,2	1,6	4,4	16,6	0,0	4,6	3,0	20,5
Etats-Unis - Nasdaq	19 954	19 630	19 269	19 311	15 455	1,7	3,6	3,3	29,1	-0,5	6,6	1,9	33,5
Japon Nikkei 300	592	576	590	604	530	2,7	0,3	-2,1	11,7	0,7	1,3	-2,7	9,7
Corée du Sud KOSPI	2 537	2 524	2 565	2 405	2 479	0,5	-1,1	5,5	2,3	0,3	-1,5	7,6	-1,1
Chine - Shanghai	3 253	3 242	3 471	3 352	2 910	0,3	-6,3	-3,0	11,8	-0,6	-4,9	-3,5	14,5
Hong Kong Hang Seng	20 066	21 134	20 953	20 060	15 952	-5,1	-4,2	0,0	25,8	-7,1	-1,6	-1,5	30,6
Marchés Emergents - MSCI	1 090	1 070	1 141	1 075	985	1,9	-4,4	1,4	10,7	-0,3	-1,6	0,0	14,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Donald Trump imprime sa marque dès le 1er jour de son mandat »

Donald Trump avait promis d'agir vite et fort. Dès le soir de son investiture, le 47<sup>ème</sup> Président a signé des dizaines de décrets présidentiels et mémorandums définissant ses priorités : contrôle de l'immigration, développement des énergies fossiles, amélioration de l'efficacité gouvernementale et redéfinition des relations commerciales.

Sur le plan commercial, Donald Trump n'a finalement pas augmenté les droits de douanes au premier jour de sa présidence et semble envisager une première phase d'évaluation de la situation. Le Président a demandé à plusieurs départements de lancer des enquêtes sur l'ampleur des déficits commerciaux, notamment avec la Chine, ainsi que d'évaluer l'accord commercial Etats-Unis, Mexique Canada (USMCA). Il a directement menacé ses voisins continentaux d'imposer des droits de douanes de 25% le 1<sup>er</sup> février en raison de leur gestion de la crise du fentanyl. En fin de semaine, c'est l'Europe qui a été visée par le Président, tandis que le ton vis-à-vis de la Chine a semblé étonnamment plus conciliant, même si des droits de douanes de 10% au 1er février ont été évoqués en lien également avec le trafic de fentanyl. Au cours du weekend, en réponse au refus de la Colombie d'accueillir des vols d'expulsion de migrants

depuis les Etats-Unis, la Maison Blanche avait annoncé des tarifs douaniers de 25%. Les autorités colombiennes ont finalement accepté ces vols, amenant donc les Etats Unis à revenir sur leurs décisions tarifaires. **Un épisode qui illustre une utilisation tous azimuts des tarifs douaniers comme instrument de négociation.**

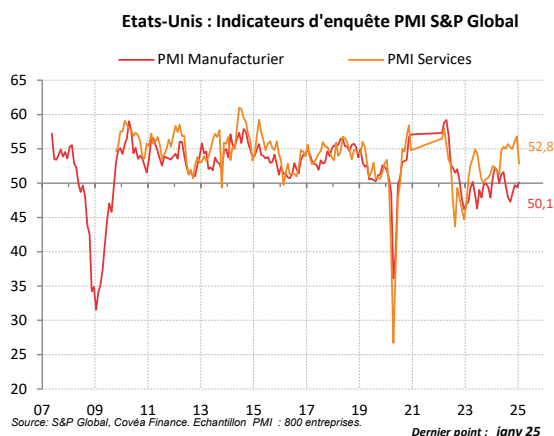
Sur l'énergie, M. Trump a par ailleurs pris plusieurs mesures (déclaration de l'état d'urgence énergétique, déréglementation sur l'obtention de permis de forage...) en vue de dynamiser la production d'hydrocarbures. Des hydrocarbures que les Européens ont été expressément invités à acheter en plus grande quantité pour éviter une montée des droits de douanes sur les produits européens. L'augmentation de la production d'hydrocarbures permettra selon le Président de réduire l'inflation américaine. Il a ainsi exigé que les taux d'intérêt continuent de baisser, mettant directement la pression sur le Président de la Réserve fédérale Jerome Powell pour que les banquiers centraux poursuivent l'assouplissement monétaire, alors que ces derniers ont récemment manifesté une plus grande prudence, en raison de la persistance de l'inflation. Ces propos soulignent que le principe d'indépendance de la Réserve fédérale vis à vis du pouvoir politique risque d'être testé durant ce second mandat de Donald Trump.

Sur le plan international, Donald Trump a menacé la Russie de sanctions et de tarifs douaniers si son dirigeant, Vladimir Poutine, ne conclut pas un accord prochainement pour mettre fin à la guerre en Ukraine. En l'absence d'accord, M. Trump envisage « de mettre en place des niveaux élevés de taxes, de droits de douane et de sanctions sur tout ce

qui est vendu par la Russie aux États-Unis et à d'autres pays participants ». Les exportations de la Russie vers les Etats-Unis ont d'ores et déjà été divisées par 10 depuis 2021 et s'établissent à 2,9 Mds\$ en 2024. L'une des voies de sanctions que M. Trump peut emprunter consisterait à cibler davantage le pétrole russe, y compris certains de ses plus grands producteurs de pétrole, Rosneft et Lukoil, qui ont jusqu'à présent été épargnés.

Du côté des données économiques, l'indicateur d'enquête PMI manufacturier a légèrement progressé en janvier et s'établit pour la première fois depuis juin dernier au-dessus du seuil de 50 séparant contraction et croissance de l'activité (50,1, après 49,4 en décembre). Les sous-composantes de l'enquête décrivent une amélioration des perspectives de production et de l'emploi. Dans les services, l'indice décrit une croissance plus modérée de l'activité (52,8, après 56,8 en décembre). En revanche, la composante emploi enregistre une nette progression. Les entreprises interrogées font part de pressions croissantes sur les prix : des hausses induites par les fournisseurs ainsi qu'une augmentation des salaires dans un contexte de faible disponibilité du personnel. **Ces éléments rappellent que le maintien de pressions inflationnistes et les risques liés à la boucle prix-salaires ne sont pas encore écartés.**

Dans l'immobilier, les ventes de logements anciens ont enregistré un 3<sup>ème</sup> mois consécutif de progression en décembre (+2,2% en glissement mensuel). Malgré ce rebond au quatrième trimestre, le niveau des ventes en 2024 est resté très faible et l'augmentation des taux d'intérêt au cours des dernières semaines incite à la prudence. Le taux d'emprunt à 30 ans est ainsi repassé au-dessus de 7% à la mi-janvier, au plus haut depuis mai dernier.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	4240	4150	4101	4064

\* Du 20/01/2025 au 26/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

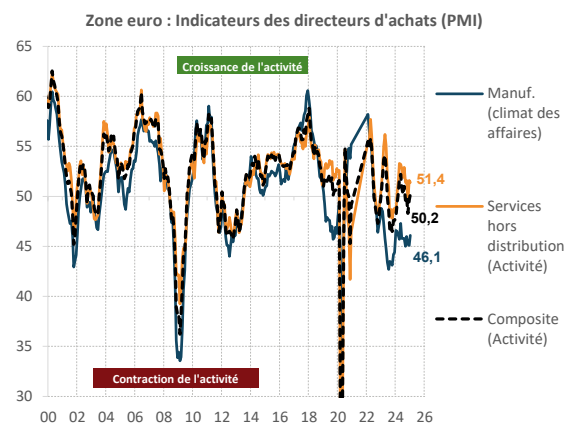


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« L'Union européenne se prépare à réagir sur la compétitivité »

**Le PMI composite d'activité de la zone euro s'est redressé en janvier**, pour passer au-dessus du seuil de 50. Sa hausse de 0,6 point, à 50,2, indique une stabilisation de l'activité économique. Elle intervient en dépit d'une légère baisse de l'indicateur des activités de services (-0,2 point à 51,4) que compense largement le redressement des résultats dans l'industrie. Le PMI manufacturier progresse ainsi d'un point, mais il reste encore significativement sous le seuil de 50, à 46,1. La demande est toujours en berne, en particulier dans l'industrie, avec notamment un recul amplifié des commandes étrangères. Les tensions inflationnistes perdurent, avec une accélération des prix payés et une augmentation plus soutenue des prix facturés par les entreprises à leurs clients.



**Les banquiers centraux européens se déclarent tous confiants dans la réalisation de leur objectif d'inflation ces prochains mois. Ils divergent toutefois sur les conséquences à en tirer en matière de pilotage de la politique monétaire**, en termes de rythme et d'ampleur, mais aussi de communication.

Alors que Donald Trump a réitéré ses menaces d'augmenter drastiquement les droits de douane sur les produits importés d'Union européenne, qui est « très très mauvaise pour nous », **E. Macron et O. Scholz ont affiché leur proximité et la nécessité pour l'Union européenne de rester unie face à la nouvelle administration américaine.** Ils n'ont toutefois pas évoqué la moindre piste de mesures envisagées pour contrer l'agressivité commerciale du nouveau président américain.

Sur la thématique de l'énergie, **l'arrêt des livraisons de gaz russe via l'Ukraine, dans un contexte de baisse des températures, se traduirait par une déplétion accélérée des stocks européens de gaz.** D'après Gas Infrastructure Europe, les unités de stockage des membres de l'Union européenne ne seraient plus remplies qu'à 59%, contre 75% l'année dernière au même moment.

**En France, le Sénat a voté le projet de loi de finances de l'Etat**, en apportant des modifications par rapport au projet aménagé par le gouvernement Bayrou. Seuls les groupes de droite et du centre, très majoritaires à la Chambre haute, ont approuvé ce projet. Une commission mixte paritaire, composée de 7 élus de chacune des deux chambres du Parlement, doit maintenant trouver un accord avant que le texte soit soumis au vote des députés. Elle se réunira jeudi.

**Alors que la Commission européenne doit publier le 29 janvier ses propositions pour améliorer la compétitivité européenne, plusieurs agences de presse ont pu se procurer une ébauche de ce projet.** Le document, baptisé « *Competitive Compass* »,

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
ZE	PMI Services	Indice	janv.-25	51,4	51,6	51,2	51,5
	PMI Manuf.	Indice	janv.-25	46,1	45,1	45,0	45,9
AL	PMI Services	Indice	janv.-25	52,5	51,2	51,6	51,1
	PMI Manuf.	Indice	janv.-25	44,1	42,5	42,6	43,0
FR	ZEW	Indice	janv.-25	10,3	15,7	2,2	25,4
	PMI Services	Indice	janv.-25	48,9	49,3	48,8	49,4
RU	PMI Manuf.	Indice	janv.-25	45,3	41,9	45,5	44,6
	PMI Services	Indice	janv.-25	51,2	51,1	52,0	52,8
	PMI Manuf.	Indice	janv.-25	48,2	47,0	46,4	49,8

\* Du 20/01/2025 au 26/01/2025 Sources : Refinitiv, Covéo Finance

(« boussole pour la compétitivité ») décrit les mesures que les décideurs politiques européens entendent prendre au cours des prochaines années. Selon le média *Euractiv*, le plan comprend notamment une législation « *Buy European* », qui introduirait une préférence européenne dans les appels d'offres pour les marchés publics dans les secteurs stratégiques. La Commission souhaite également alléger la réglementation qui pèse sur les entreprises, notamment les PME, et introduire un statut juridique unique pour les sociétés innovantes (« start-up »), afin de favoriser les investissements. Bien que les détails ne seront pas dévoilés avant le 29 janvier, les premières informations disponibles montrent la **volonté de la Commission européenne de combler son retard vis-à-vis des Etats-Unis.** En effet, comme nous le mettons en avant dans nos *Perspectives économiques et financières*, la divergence de croissance entre les deux zones depuis la pandémie s'explique notamment par une politique industrielle américaine volontariste et par une réglementation plus contraignante en Europe.

**Au Royaume-Uni, l'activité enregistre un modeste rebond en janvier, mais les destructions d'emplois accélèrent dans un contexte de hausse du coût du travail**, selon l'enquête PMI. Le PMI composite enregistre un léger rebond et s'établit à 50,9, signalant une très légère accélération de la croissance de l'activité en janvier. Alors que le secteur des services progresse (PMI services à 51,2), l'activité dans le secteur manufacturier demeure en zone de contraction (PMI manufacturier à 48,2). La nouvelle baisse de la confiance des entreprises, conjuguée à un deuxième mois consécutif de baisse des nouvelles commandes, ont conduit les entreprises à réduire leurs effectifs en janvier, pour le quatrième mois consécutif. Les entreprises interrogées signalent par ailleurs une nouvelle hausse du coût des intrants (tant dans les biens que dans les services), en raison de la hausse des prix imposés par les fournisseurs. Selon l'enquête, **la dynamique des prix peut être imputée à la hausse des salaires ainsi qu'à l'anticipation par les entreprises d'une hausse du coût du travail en avril.** En effet, la hausse des cotisations patronales au système de sécurité sociale (*National Insurance*), annoncée par le Parti Travilliste lors de la présentation de son budget en octobre, sera effective au printemps. Les entreprises ont également cité des coûts énergétiques et des prix à l'importation plus élevés (résultant notamment de l'affaiblissement de la livre sterling en début d'année) pour expliquer la hausse du coût des intrants.

**Les statistiques économiques confirment également la progression des salaires britanniques**, décrite dans l'enquête PMI. La croissance des salaires a en effet accéléré à 5,6% en glissement annuel en moyenne entre octobre et décembre, un chiffre au-dessus des attentes. Ainsi, ces données illustrent que le risque de boucle prix-salaire, que nous mettons en avant dans nos *Perspectives économiques et financières*, demeure bien présent au Royaume-Uni. Cela pourrait conduire la Banque d'Angleterre à faire preuve de davantage de prudence dans l'assouplissement de sa politique monétaire.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

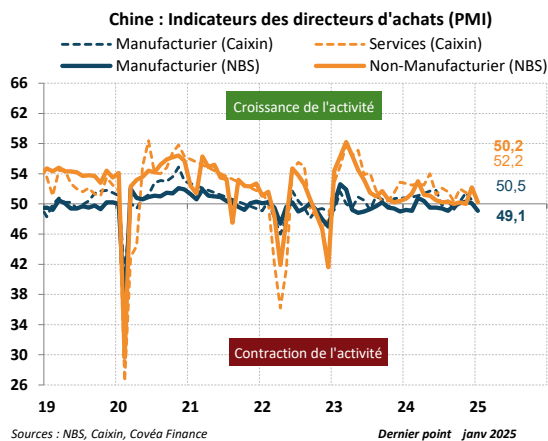


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La Banque du Japon annonce une nouvelle hausse de taux »

**La Banque du Japon (BoJ) monte le taux et maintient le cap de la normalisation de sa politique monétaire.** Les banquiers centraux ont décidé de relever le taux directeur de 25 points de base à 0,5% lors de la réunion de politique monétaire du 24 janvier, un plus haut en 17 ans. Ce mouvement était largement attendu à la suite de déclarations allant dans ce sens une semaine auparavant du vice-gouverneur Hirino et du gouverneur Ueda. Dans son rapport sur les perspectives, la BoJ a indiqué que la croissance économique et la hausse des prix étaient conformes à ses projections et a rapporté des révisions légèrement haussières dans les projections sur l'évolution des prix. La BoJ estime que l'inflation (hors alimentaire frais) et l'inflation sous-jacente (hors alimentaire frais et énergie) resteront égales ou supérieures à la cible de 2% sur l'ensemble de son horizon de prévision, qui s'achève en 2026. Soulignant que le taux d'intérêt réel devrait ainsi rester significativement négatif, la banque centrale a maintenu sa position selon laquelle de nouvelles hausses de taux pourraient être justifiées si l'économie et l'inflation continuent d'évoluer en ligne avec ses projections, laissant entrevoir la possibilité d'autres hausses de taux dans les mois à venir.



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point Janv 2025

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024	
CH	PMI Services	Indice	janv.-25	52,7	50,9	53,5	52,4
	PMI Manuf.	Indice	janv.-25	48,8	49,6	49,0	49,2
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-24	3,7	2,9	3,3	2,7
JP	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-24	1,6	1,7	2,5	1,9
	Exportations	Val, CVS, GA%	déc.-24	4,5	2,4	2,9	6,0
	Importations	Val, CVS, GA%	déc.-24	-3,0	1,7	-7,0	1,4
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	janv.-25	50,2	52,2	53,2	50,9
	PMI Manufacturier	Indice	janv.-25	49,1	50,1	49,9	49,8

\*Du 20/01/2025 au 26/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**L'inflation japonaise a, en effet, été très dynamique en décembre.** L'indice des prix à la consommation a atteint une croissance de 3,6% en glissement annuel sur le mois après 2,9% en novembre. Toutefois, cette dynamique reflète principalement la vigueur des prix dans l'alimentation et dans l'énergie, notamment en lien avec la fin du programme de soutiens gouvernementaux sur les prix de l'électricité et du gaz. Hors alimentation et énergie, l'inflation recule légèrement à 1,6% (-0,1 point de pourcentage sur un mois). Si l'inflation des services progresse très légèrement à 1,6% (+0,1pp), une transmission de la dynamique des salaires sur les prix reste difficile à identifier nettement.

**Au Japon, l'enquête PMI de janvier rapporte un creusement de la dichotomie entre dynamisme des services et dégradation de l'industrie.** Le PMI des services a bondi de 1,8 point à 52,7, confirmant la solidité de l'activité domestique, tandis que l'indice manufacturier a reculé de 0,8 point, restant en zone de contraction pour un septième mois consécutif à 48,8, notamment affecté par un recul des nouvelles commandes (domestiques et à l'exportation).

**En Chine, les PMI du Bureau national des statistiques (NBS) se dégradent nettement en janvier, après 3 mois d'amélioration.** Le PMI manufacturier retourne en zone de contraction à 49,1, après 50,1 en décembre, avec un recul généralisé aux différentes sous-composantes de l'indice. Les PMI ont affiché des déclinés encore plus marqués dans les secteurs des services (50,2 après 52,2 en décembre) et de la construction (49,3 après 53,2 en décembre). Cet indicateur alerte ainsi sur l'évolution de l'activité chinoise, mais il est à considérer avec précaution en lien avec les volatilités induites par les célébrations du nouvel an lunaire qui, en 2025, se traduit par une période de congés plus tôt que d'habitude, du 28 janvier au 4 février.

**Les autorités chinoises annoncent de nouveaux soutiens aux marchés financiers, dans la continuité des annonces de septembre dernier.** L'autorité chinoise de régulation des marchés financiers a annoncé de nouvelles mesures visant à accroître la participation

des compagnies d'assurance sur le marché actions. À partir de 2025, les principales compagnies d'assurance publiques chinoises devront investir 30% de leurs nouvelles recettes de primes d'assurance dans des actions cotées, ce qui, selon les hauts responsables chinois, devrait injecter « des centaines de milliards de yuans de nouveaux fonds à long terme » sur le marché. En outre, les autorités ont annoncé qu'un programme pilote, amorcé fin 2023, permettant aux assurances de créer des fonds d'investissement en actions, sera progressivement étendu en 2025.

**En Corée du Sud, l'économie reste peu dynamique au T4.** La croissance du PIB s'est établie à 0,1% en glissement trimestriel, un rythme inchangé par rapport au trimestre précédent. L'économie a été affectée par un affaiblissement de la consommation et des investissements mais a bénéficié d'une amélioration de la balance commerciale. L'instabilité politique qui a frappé le pays en décembre, consécutivement à la tentative avortée de déclarer la loi martiale, a probablement érodé la confiance des agents économiques, freinant ainsi la consommation et l'investissement. En outre, l'économie a été affectée par une modération du tourisme sur le trimestre. Malgré ce ralentissement au deuxième semestre, l'économie sud-coréenne a enregistré une croissance de 2% sur l'ensemble de l'année 2024, après 1,4% l'année précédente.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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