

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

25 août 2025

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Estimations

Le vendredi 02 août dernier, le président des Etats-Unis, Donald Trump, annonçait le renvoi de la directrice du bureau des statistiques du travail américain (BLS), Erika McEntarfer, à la suite de la publication du rapport mensuel d'emploi portant sur le mois de juillet. En cause, un rapport illustrant une situation de l'emploi dégradée, avec des révisions très importantes des estimations mensuelles portant sur les mois de juin et de mai. En effet, en cumulant ces révisions, les créations d'emplois ont été inférieures de 258 000 postes, soit de seulement +19 000 en mai et +14 000 en juin, les plus faibles niveaux observés depuis l'épisode de la pandémie de Covid-19. L'occasion ici de revenir sur la nature d'une des statistiques les plus suivies par les marchés financiers.

Tous les mois, le BLS publie différents types de mesures de l'emploi issues de deux enquêtes distinctes, l'enquête des ménages (Household Survey) pour les données de statut de l'emploi et de taux de chômage, et l'enquête auprès des établissements (Establishment Survey) pour les données d'emploi par industrie (ou Non Farm Payrolls - NFP). Toutefois, les données d'emploi par secteur les plus fiables aux Etats-Unis reposent sur le programme de recensement trimestriel des emplois et des salaires (QCEW), qui collecte les données depuis le système fiscal d'assurance-chômage des Etats fédéraux couvrant plus de 12 millions d'établissements pour près de 156 millions employés. Etant donné le périmètre de ce recensement, les contraintes de collecte mensuelles rendent impossible une publication exhaustive sur cette fréquence. Aussi, le BLS produit son enquête mensuelle auprès des établissements sur la base d'un panel de 121 000 entreprises et agences gouvernementales, pour près de 631 000 sites d'emplois.

De ce fait, la donnée des emplois publiée le premier vendredi du mois suivant connaît de nombreux ajustements consécutifs : 2 mensuels (sur les publications des 2 mois suivants), qui intègrent l'amélioration des taux de collecte des échantillons et une réévaluation des facteurs saisonniers, ainsi que des ajustements annuels, qui réalignent ces estimations mensuelles sur le « Benchmark » du recensement trimestriel, corrigeant les erreurs d'estimations liées aux évolutions des créations ou des faillites des entreprises sur la période et les erreurs de saisies potentiels cumulées. Ainsi depuis 1979, il existe un écart moyen (en absolu) de près de 83 000 postes entre le dernier chiffre publié par le QCEW et la première estimation des NFP, pour des variations d'emplois (créations et destructions) en moyenne sur la même période de 258 000 postes. Des ajustements loin d'être négligeables étant donné la sensibilité de cet indicateur, expliqués davantage par l'influence des cycles économiques sur ces estimations que par la couleur politique de l'administration.

Au-delà, ces éléments nous rappellent que la plupart des statistiques macroéconomiques ne sont pas des décomptes exhaustifs réels, mais des estimations basées sur des panels visant à retranscrire le plus fidèlement possible cette réalité. Dans ce cadre, il est impératif d'étudier ces données avec recul et prudence, et d'appuyer la veille conjoncturelle par une analyse structurelle des tendances de long terme des économies. Une discipline qui est nôtre au quotidien dans le décryptage de notre environnement et l'élaboration de nos Perspectives Economiques et Financières.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

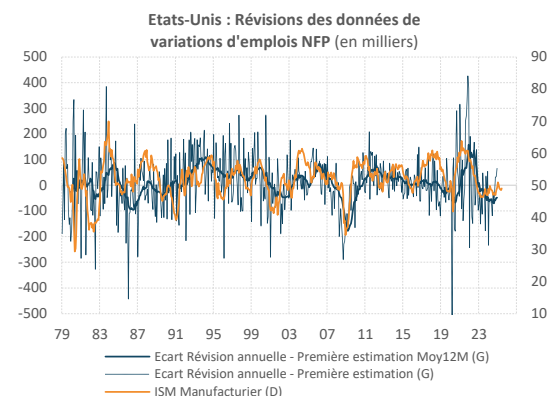
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« des ajustements importants, reflet de l'influence du cycle économique dans les estimations »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	22/08/25	26/06/25	T-12 mois	26/06/25	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,172	1,170	1,111	0,1	5,5
€ / £	0,867	0,852	0,849	1,7	2,1
€ / Yen	172,19	168,98	162,56	1,9	5,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	68	68	77	0,0	-12,3
Indice CRB*	556	566	535	-1,8	4,0
Prix de l'once d'Or	3 374	3 334	2 479	1,2	36,1
Prix de la tonne de cuivre	9 797	9 900	9 131	-1,0	7,3
Indice Baltic Dry**	1 944	1 553	1 768	25,2	10,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1415	2332	3098	-39,3	-54,3

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 rendements sont en baisse sur la semaine aux Etats-Unis et en Europe. Le discours du président de la Réserve Fédérale à Jackson Hole, la modération de l'activité dans le secteur immobilier aux Etats-Unis, l'absence d'accord suite à la rencontre entre les présidents américain et russe et le renouvellement de la notation AA+ des Etats-Unis par l'agence S&P contribuent à ce mouvement. Le taux à 10 ans des Etats-Unis baisse de 6 points de base (pb) à 4,25%. En Europe, les taux à 10 ans allemand et français diminuent de 7 pb et 5 pb, à respectivement, 2,72% et 3,42%. Les courbes s'aplatissent sur le segment 2 - 10 ans et se pentifient sur le segment 10 - 30 ans. Sur le marché primaire du crédit, la trêve estivale se poursuit. Sur le marché secondaire, la prime de risque de l'indice crédit européen en catégorie haut rendement augmente de 15 pb à 291 pb, soit un taux équivalent de 5,73%.

Le Focus de la semaine : Hausse des rendements sur le marché obligataire japonais

Le taux à 10 ans des obligations souveraines japonaises atteint désormais 1,63%, un niveau qui n'avait pas été observé depuis 2008. Le taux de rendement à 30 ans est en hausse et teste pour la troisième fois cette année son point haut à 3,22%.

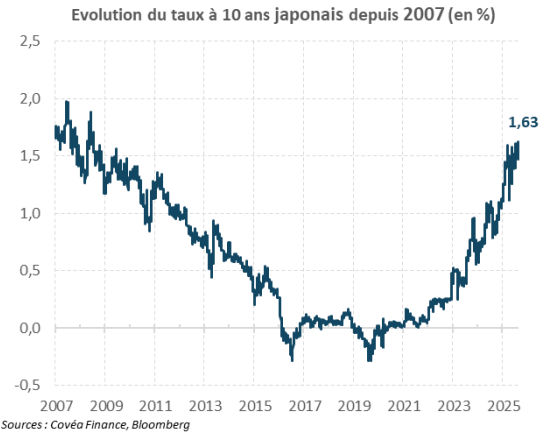
Plusieurs facteurs expliquent cette augmentation. D'un côté, l'inflation cœur, calculée en excluant les prix de l'alimentation et de l'énergie, est de nouveau orientée à la hausse depuis août 2024 et atteint en juillet dernier 3,4%, de l'autre, les craintes liées à la situation politique et budgétaire. En juillet 2025, la coalition au pouvoir composée du Parti libéral-démocrate (LDP) et du Komeito perd la majorité. La représentation des partis populistes progresse, DFPF et Sanseito. Ces derniers prônent des allègements fiscaux significatifs et des versements directs aux ménages à même d'augmenter l'endettement du pays. L'agence Standard & Poor's a renouvelé sa notation en mars cette année à A+ et Moody's maintient aussi une notation de même rang pour le moment.

La Banque du Japon (BOJ) opère un tournant historique lors de sa réunion de politique monétaire en mars 2024, en mettant fin à près de huit ans de politique de taux négatifs et de contrôle de la courbe des taux. En janvier 2025, elle augmente son taux à 0,5%, soit le niveau le plus élevé depuis 17 ans. En juin 2024, elle commence la réduction graduelle de ses achats d'obligations souveraines japonaises mensuels de 4 100 Mds yens à 2 000 Mds de yens par mois début 2027. La BOJ estime qu'à ce rythme, le montant d'obligations souveraines qu'elle détient baissera de 17% entre juin 2024 et mars 2027. Cette normalisation graduelle de la politique de la BOJ, destinée à contenir une inflation persistante, réduit l'effet d'ancrage qui maintenait jusqu'alors les taux à des niveaux artificiellement bas. Depuis janvier 2025, l'institution japonaise affirme attendre de voir une hausse des salaires significative avant d'augmenter ses taux directeurs.

Le 13 août, le Secrétaire au Trésor américain, affirme que « le Japon a un problème d'inflation, sa banque centrale est en retard et elle doit resserrer sa politique monétaire pour en reprendre le contrôle ».

Le propos du Secrétaire au Trésor américain s'appuie sur un constat simple : pour un niveau d'inflation cœur comparable entre les Etats-Unis et le Japon, à respectivement 3,1% et 3,4%, les banques centrales présentent des politiques monétaires éloignées. Actuellement, le taux de refinancement de la BOJ s'établit à 0,5% et celui de la FED à 4,50%. En prenant en compte à la fois le niveau des taux directeurs et la gestion de la taille du bilan, la BOJ semble poursuivre une politique monétaire plus accommodante. Toutefois, aux Etats-Unis comme au Japon, l'inflation est supérieure à la cible de 2% depuis plus de trois ans.

La BOJ se retrouve face un dilemme, comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. D'un côté, avec un ratio de dette sur PIB à 237%, le poids de la dette du Japon la contraint à ne pas remonter trop vite ses taux directeurs. De l'autre, la persistance de l'inflation, l'incertitude politique et budgétaire, lui imposent d'agir.



Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	22/08/25	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
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,50	4,50	5,50	0,00	0,00	0,00	-1,00		
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	3,15	4,25	0,00	0,00	-1,00	-2,10		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	3,00	3,75	0,00	0,00	-1,00	-1,75		
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	4,25	4,75	5,00	0,00	-0,25	-0,75	-1,00		
Banque du Japon	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,25		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,25	4,32	4,24	4,57	3,85	-6	1	-32	40	56	62
Allemagne	2,72	2,79	2,57	2,37	2,24	-7	15	36	48	78	59
France	3,42	3,47	3,25	3,20	2,96	-5	17	23	46	123	88
Italie	3,53	3,59	3,45	3,52	3,62	-6	7	0	-9	132	97
Royaume-Uni	4,69	4,70	4,47	4,57	3,96	0	22	13	73	76	85
Japon	1,63	1,57	1,42	1,10	0,88	5	20	52	75	75	160
Crédit											
Indice Itraxx Main	51,4	51,6	56,1	57,7	53,4	-0,2	-4,7	-6,2	-2,0		
Indice Itraxx Crossover	260,4	259,5	290,5	313,1	292,9	0,8	-30,2	-52,7	-32,6		

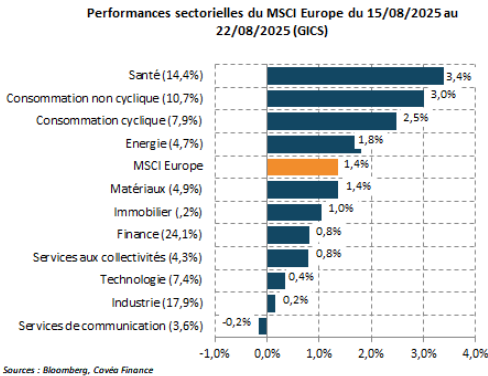
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

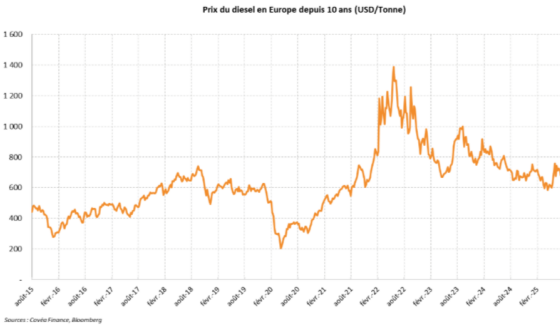
L'analyse des marchés :

Le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse de 1,4% sur la semaine, porté par les espoirs d'un cessez le feu entre l'Ukraine et la Russie, la publication d'indicateurs macroéconomiques résilients comme l'indice des directeurs d'achat et la perspective d'une politique monétaire plus accommodante de la part de la Réserve Fédérale américaine. Dans ce contexte, une rotation sectorielle s'opère, au profit des secteurs défensifs jusqu'ici délaissés. Le secteur de la santé affiche la meilleure performance hebdomadaire (+3,4%), porté par Novo Nordisk (+11,7%). Le groupe danois bénéficie de l'approbation du régulateur américain pour l'utilisation de Wegovy dans le traitement des maladies du foie, élargissant ainsi son marché potentiel. Par ailleurs, Novo Nordisk annonce une baisse significative du prix d'Ozempic afin de mieux s'aligner sur la concurrence. La consommation non cyclique, également en retrait depuis le début de l'année, progresse de +3,1% et ce, malgré des résultats trimestriels globalement mitigés. Le secteur de l'énergie surperforme, bénéficiant de la hausse des cours du pétrole et du renforcement des marges de raffinage. À l'inverse, les secteurs ayant surperformé depuis le début de l'année — finance, industrie et services de communication — enregistrent une sous-performance cette semaine. Enfin, plusieurs indices nationaux européens ont dépassé leur niveau de début avril et se rapprochent de leurs plus hauts historiques, voire les dépassent, à l'image de l'Italie et de l'Espagne.



Le Focus de la semaine : Pourquoi les prix du diesel européens peuvent rester élevés ?

Depuis le début du conflit en Ukraine, la sécurité d'approvisionnement énergétique est devenue un enjeu majeur de souveraineté pour l'Union Européenne (UE), d'autant plus dans l'environnement que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières. La flambée des prix du gaz en 2022 – avec un pic à plus de 300 €/MWh pour la référence TTF contre une moyenne de 10 à 20 €/MWh sur la décennie précédente – reste dans les mémoires. C'est désormais le diesel qui cristallise les inquiétudes, un produit pétrolier indispensable au fonctionnement de l'économie au quotidien car utilisé pour le transport routier, maritime et dans une moindre mesure l'industrie. En effet, si les ventes de motorisation diesel sont en chute libre depuis le scandale Volkswagen, le diesel représentait à la fin 2023 encore 39,5% du parc automobile de l'UE et une part écrasante dans les segments professionnels : 90,5 % des véhicules utilitaires, 96,4 % des poids lourds et 89,2 % des bus selon les données de l'ACEA (Association des Constructeurs Automobiles Européens). La consommation annuelle de diesel dans l'UE avoisine les 200 millions de tonnes, dont plus de 20 % sont importées. Le parc de raffinerie de la zone a évolué au cours des deux dernières décennies. Le nombre de raffinerie a diminué au sein de l'UE, passant de 101 unités en 2007 à 79 en 2024 en raison de la baisse de leur rentabilité économique et pour répondre aux objectifs de décarbonation. Parallèlement à cette réduction, une large part de l'outil de production est maintenant dédiée à la production de biocarburants (diesel renouvelable, kérozène durable) au détriment des carburants fossiles traditionnels. En conséquence, l'UE est confrontée à un déficit structurel de diesel et doit en importer pour satisfaire ses besoins.



Avant l'invasion de l'Ukraine, la Russie assurait près de la moitié des importations de diesel de l'UE. Les sanctions de la Commission européenne en 2022 contre la Russie ont eu de lourdes conséquences. D'une part, l'interdiction d'importation du pétrole brut russe par voie maritime a renchéri les coûts de production. En effet, le pétrole lourd de type russe est particulièrement adapté aux raffineries de l'UE pour la production de diesel. A l'inverse, les pétroles plus légers comme ceux en provenance des États-Unis ou de l'Arabie Saoudite sont moins efficaces pour obtenir du diesel. D'autre part, l'interdiction des importations de produits raffinés russes ont obligé les États membres à diversifier leurs achats, en se tournant vers les États-Unis, le Moyen-Orient mais aussi l'Inde et la Turquie. Ces deux derniers fournissent désormais pour un quart des importations de diesel. Mais une grande partie du diesel raffiné dans ces deux pays repose encore sur du pétrole brut russe. C'est pourquoi, dans son dernier paquet de sanctions adopté le 18 juillet 2025, la Commission européenne a décidé d'interdire l'importation de tout produit raffiné à partir de brut russe, même s'il est transformé hors de Russie. Cette mesure restreint encore plus nos capacités d'approvisionnement et renchérit le prix du diesel, passant de 600\$/t début juin à plus de 700 \$/t en juillet, avec un pic observé à 800 \$/t. Ces tensions sur les prix pourraient s'inscrire dans la durée, alimenter l'inflation et peser sur la compétitivité industrielle de la zone.

Cet exemple justifie le choix de considérer l'énergie comme une clé de lecture importante pour construire nos Perspectives Economiques et Financières.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	22/08/25	J-7	26/06/25	31/12/24	T-12 mois	J-7	26/06/25	31/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	187,6	186,2	178,7	163,2	162,4	0,8	5,0	15,0	15,5	
MSCI EMU Mid Cap	1 316,2	1 302,0	1 242,1	1 056,7	1 022,5	1,1	6,0	24,6	28,7	
MSCI EMU Small Cap	529,6	522,6	504,9	390,5	423,5	1,4	4,9	35,6	25,1	
MSCI Europe	187,3	184,8	179,6	169,9	172,9	1,4	4,3	10,3	8,4	
France CAC 40	7 969,7	7 923,5	7 557,3	7 380,7	7 524,1	0,6	5,5	8,0	5,9	
Allemagne DAX 30	9 127,4	9 126,0	8 860,3	7 648,6	7 104,7	0,0	3,0	19,3	28,5	
Italie MIB	43 310,3	42 654,0	39 351,3	34 186,2	33 310,9	1,5	10,1	26,7	30,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 321,4	9 138,9	8 735,6	8 173,0	8 288,0	2,0	6,7	14,1	12,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	10 757,4	10 582,1	10 250,2	9 877,2	9 763,6	1,7	4,9	8,9	10,2	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les performances régionales ont été disparates. Dans un contexte général d'aversion au risque les marchés à forte exposition domestique, à l'instar de l'Inde, se sont inscrits en hausse. A l'inverse, les bourses de Taiwan, de Corée du Sud et du Japon ont souffert de prises de bénéfices dans le secteur des semiconducteurs, avant la prochaine publication des résultats trimestriels de Nvidia et en réaction à la rhétorique du gouvernement américain en faveur de prises de participations en échange des subventions accordées. Parallèlement, la volonté de la Chine de restreindre ses achats de processeurs Nvidia a également alimenté les inquiétudes des investisseurs.

Du côté des alliances régionales, le Département de la Défense Américain a indiqué qu'il n'était pas satisfait de l'effort budgétaire du Japon dans le domaine militaire, jugeant l'objectif de 2% de dépenses militaires en % du PIB d'ici 2027 insuffisant et recommandant 3%.

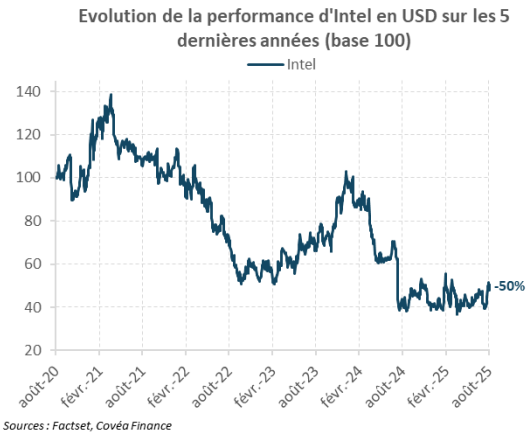
Parallèlement, les relations entre l'Inde et la Chine semblent s'améliorer, le ministre chinois des affaires étrangères ayant promis la reprise des exportations de matières premières (engrais, terres rares) et d'équipements critiques, tandis que de grandes entreprises indiennes (Adani et Reliance par exemple) s'emploient à nouer des partenariats technologiques avec des contreparties chinoises (dans les énergies renouvelables en particulier).

Aux Etats-Unis, les grands indices ont enregistré un début de semaine difficile, essentiellement marqué par de fortes prises de bénéfices dans les grandes valeurs technologiques exposées à la thématique IA, suite à l'évocation d'une possible bulle boursière par Sam Altman (PDG d'OpenAI) et à une étude du MIT affirmant que 95% des entreprises ne génèrent pas de profits sur leurs investissements en IA générative. En fin de semaine toutefois, à l'occasion du symposium de Jackson Hole, Jerome Powell a finalement laissé la porte ouverte à une baisse de 25 bp du taux des Fed Funds en septembre et propulsé le S&P500 vers un nouveau record historique (à 6466,91 pour le S&P500).

En termes sectoriels, les investisseurs ont privilégié les compartiments défensifs (immobilier, santé, énergie), ainsi que les valeurs financières au détriment de la technologie et des services de communication. La semaine a aussi été marquée par les pressions constantes de l'administration américaine dans la conduite des affaires des entreprises jugées stratégiques (cf édito ci-dessous).

Le Focus de la semaine : Les enjeux politiques toujours plus présents au sein du secteur des semiconducteurs

Les dernières nouvelles concernant le secteur des semiconducteurs témoignent de l'importance d'intégrer les risques politiques dans ce secteur si stratégique. En effet, le gouvernement américain envisage de convertir les subventions du Chips Act perçues par Intel en une prise de participation à hauteur de 10% du capital. Concrètement, les aides publiques se transformeraient ainsi en capital, entraînant une dilution conséquente pour les actionnaires historiques. Intel connaît des pertes importantes, des retards dans ses projets et ainsi, l'appui du gouvernement pourrait permettre de relancer cet ancien champion en perte de vitesse (par le biais potentiel de commandes contraintes d'autres acteurs à Intel, de commandes spéciales de l'Etat désormais actionnaire...). Sur le plan politique, cette démarche suscite des alliances inattendues. Le sénateur Bernie Sanders a en effet soutenu la proposition de M. Trump sur le principe. Les investisseurs spéculent désormais sur le fait que Samsung et TSMC, voire plus largement tous les bénéficiaires du Chips Act puissent eux aussi être la cible d'une prise de participation étatique, marquant un tournant où la technologie ne serait plus uniquement portée par des actionnaires privés. Un retour en force du politique dans la conduite de la stratégie des entreprises ne serait donc pas à exclure, avec des risques conséquents sur les sujets d'allocation de capital, d'autant pour les groupes internationaux. Nul doute que ces derniers tenteront d'écarter le risque d'une transformation des aides publiques en capitaux propres au bénéfice de l'état américain, ce qui, in fine, pourrait toutefois créer de réelles distorsions de concurrence (allocation et coût du capital, orientation de la commande publique...). Récemment aussi, la politique a impacté directement les ventes de Nvidia en Chine. En échange d'une autorisation d'exportation de ses puces d'intelligence artificielle H20, Nvidia a accepté de verser 15% de ses revenus générés sur le sol chinois à l'Etat américain, transformant des exportations jugées stratégiques en leviers de revenu public. Ainsi, comme souvent décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières, le secteur des semiconducteurs est au cœur des enjeux de souveraineté, avec un interventionnisme étatique de plus en plus prégnant pour les dirigeants et leurs modèles d'affaires.



Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	22/08/25	J-7	26/06/2025	31/12/24	T-12 mois	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	6 467	6 450	6 141	5 882	5 571	0,3	5,3	10,0	16,1	0,1	5,2	-2,8	10,1
Etats-Unis - Dow Jones	45 632	44 946	43 387	42 544	40 713	1,5	5,2	7,3	12,1	1,4	5,0	-5,2	6,3
Etats-Unis - Nasdaq	21 497	21 623	20 168	19 311	17 619	-0,6	6,6	11,3	22,0	-0,7	6,4	-1,6	15,7
Japon Nikkei 300	664	667	601	604	571	-0,3	10,5	9,9	16,3	-0,3	8,5	3,9	9,8
Corée du Sud KOSPI	2 701	3 226	3 080	2 399	2 708	-16,3	-12,3	12,6	-0,2	-16,1	-14,1	6,2	-8,2
Chine - Shanghai	3 826	3 697	3 448	3 352	2 849	3,5	10,9	14,1	34,3	3,6	10,9	2,7	26,9
Hong Kong Hang Seng	25 339	25 270	24 325	20 060	17 641	0,3	4,2	26,3	43,6	0,2	4,4	10,9	35,9
Marchés Emergents - MSCI	1 267	1 272	1 227	1 075	1 101	-0,5	3,2	17,8	15,0	-0,6	3,1	4,1	9,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le secteur des énergies renouvelables face aux nouveaux défis aux Etats-Unis

Au cours des dix dernières années, les capacités de génération d'électricité renouvelable aux États-Unis ont bénéficié d'un fort dynamisme, avec une capacité installée doublée et une pénétration des renouvelables dans le bouquet électrique passée de 14 % en 2014 à 22 % en 2023. Les principaux moteurs de cette croissance ont été les incitations fiscales (crédits d'impôt à l'investissement et à la production), ainsi que la baisse spectaculaire des coûts de génération. Par exemple, pour le photovoltaïque, le coût actualisé moyen pondéré (LCOE) a été divisé par plus de dix au cours des quinze dernières années, passant de 0,417 \$/kWh en 2010 à 0,043 \$/kWh en 2024, selon l'Agence internationale pour les énergies renouvelables (IRENA).

La grande majorité des projets d'énergies renouvelables aux États-Unis sont financés selon le modèle du « project finance ». Concrètement, cela signifie qu'on crée une société dédiée au projet, qui emprunte la majorité des fonds nécessaires à la construction et au fonctionnement du parc éolien ou solaire. Les revenus futurs du projet, sécurisés par des contrats de vente d'électricité de long terme (Power Purchase Agreements, ou PPA) servent ensuite à rembourser les emprunts. Comme les revenus sont relativement stables et prévisibles, ce modèle permet d'utiliser beaucoup de dette (souvent 70-80 % du financement total), avec seulement une faible part de fonds propres apportés par les développeurs. Aux États-Unis, ce financement est complété par un mécanisme spécifique appelé « tax equity », à savoir, des investisseurs (souvent de grandes banques) apportent du capital en échange de la possibilité d'utiliser les crédits d'impôt générés par le projet et l'amortissement fiscal accéléré. Ce mécanisme représente fréquemment un tiers à deux tiers du financement d'un projet.

Ce modèle a très bien fonctionné durant la période de faibles taux d'intérêt (2010-2021), car il permettait de maximiser l'effet de levier de la dette et d'attirer facilement les investisseurs. Cependant, avec la remontée brutale des taux en 2022, le coût du financement par la dette a fortement augmenté, fragilisant la rentabilité des projets et rendant plus difficile la levée de fonds. À cela se sont ajoutés l'inflation dans la chaîne d'approvisionnement, l'allongement des délais de raccordement au réseau, etc. Ces facteurs ont entraîné une hausse du coût des projets, nécessitant des prix de l'électricité plus élevés pour maintenir leur rentabilité.

La promulgation de l'« Inflation Reduction Act » (IRA) en 2023 a apporté de la visibilité et de la stabilité, en inscrivant dans la loi budgétaire les montants et conditions d'octroi des crédits d'impôt. Cependant, depuis le changement d'administration en janvier 2025, la donne a évolué. Le nouveau gouvernement privilégie l'extraction et l'usage des énergies fossiles au détriment des renouvelables. En janvier, la mesure phare de la campagne de Donald Trump a été promulguée : un moratoire sur la délivrance des permis pour l'éolien terrestre et offshore, en attendant une revue fédérale. Les raisons avancées concernent les impacts sur la navigation et les mammifères marins. Ce moratoire touche en particulier les projets situés sur terres fédérales ou nécessitant des autorisations fédérales. L'éolien offshore est le plus affecté, car les zones côtières sont de facto fédérales.

En avril 2025, le projet « Empire Wind » d'Equinor a reçu un ordre d'arrêt temporaire émis par le Bureau of Ocean Energy Management (BOEM), malgré l'obtention préalable de tous les permis nécessaires et un avancement de 30 % des travaux. L'ordre a été levé en mai et le chantier a repris, mais Equinor a dû comptabiliser près de 1 Md€ de provisions au T2 2025, en lien avec l'événement (abandon du projet Empire Wind 2 et baisse de valorisation du terminal portuaire South Brooklyn Marine Terminal). D'autres développeurs (Ørsted, EDF, Engie) ont également enregistré des dépréciations sur leurs projets offshore américains.

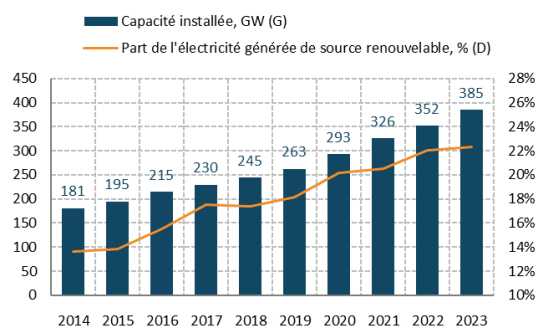
Cet arrêt a profondément ébranlé la confiance des investisseurs sur le risque lié à l'éolien offshore aux États-Unis. Lors de ses résultats semestriels 2025, Ørsted a annoncé une augmentation de capital de 60 Mds DKK (soit 45 % de sa capitalisation boursière d'avant publication). La raison principale : l'impossibilité de céder partiellement la ferme éolienne Sunrise Wind, empêchant le financement de son plan d'investissement par un « farm-down » (40 Mds DKK, soit les deux tiers de l'augmentation). L'annonce a provoqué une chute de 30 % du titre en une seule séance. Fin de semaine dernière, un autre coup dur pour Ørsted : son projet d'éolien en mer Revolution Wind (taux d'achèvement à 80%) a été suspendu par BOEM pour une durée indéterminée. L'annonce a provoqué une nouvelle chute du cours de bourse de près de 16% ce lundi à l'ouverture.

Par ailleurs, l'éolien offshore n'est pas le seul visé. La loi budgétaire « One Big Beautiful Bill » (OB BB), signée le 4 juillet 2025, prévoit la suppression des crédits d'impôt pour les projets éoliens et solaires mis en service après le 31 décembre 2027. Ce délai est néanmoins prolongé pour des projets bénéficiant des règles de Safe Harbour et dont la construction a commencé avant juillet 2026.

La semaine dernière, le président Trump a déclaré que les États-Unis n'accepteraient plus de nouveaux projets photovoltaïques et éoliens. Cette annonce suit une décision du Département de l'Intérieur (DOI), en juillet 2025, imposant que toutes les actions et décisions fédérales relatives à ces projets soient soumises à sa revue préalable. Même si le champ du DOI concerne principalement les projets sur terres fédérales (une minorité du parc américain), le climat politique défavorable risque de peser lourdement sur l'attractivité des investissements dans les renouvelables.

Dans ce contexte, les acteurs les plus diversifiés en termes de couverture géographique et d'activités (réseaux, renouvelables, distribution) apparaissent plus résilients, avec la possibilité de réallouer leurs investissements vers des actifs et zones moins risqués. Les thématiques liées au complexe énergétique et aux infrastructures électriques restent au cœur de notre suivi dans les Perspectives Économiques et Financières.

Electricité renouvelable dans le bouquet énergétique aux Etats-Unis



Sources: Covéa Finance, IEA, IRENA

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier

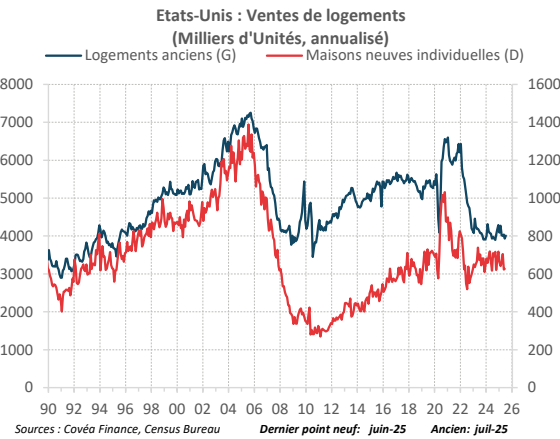


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'équilibre des risques entre inflation et marché du travail évolue selon J. Powell »

Le Président de la Réserve Fédérale (Fed) a ouvert la porte à une baisse de taux dès le mois de septembre lors de son discours au symposium de Jackson Hole. Dans son discours, concernant le marché du travail, Jerome Powell estime que les risques baissiers augmentent, comme en témoigne la forte révision baissière des chiffres d'emplois de mai et de juin. Certains indicateurs restent relativement stables (comme le taux de chômage ou la croissance des salaires), mais cela peut refléter une baisse de l'offre de travail en lien avec la forte réduction de l'immigration. Du côté des prix, J. Powell constate que la hausse des droits de douane commence à entraîner une hausse des prix à la consommation. Il juge que ces effets s'accumuleront au cours des prochains mois, bien que des incertitudes demeurent quant à la vitesse et à l'ampleur de ce mouvement. Selon lui, le scénario central est que la hausse des droits de douane aura un effet relativement passager sur la croissance des prix. Dans un autre scénario, la hausse des droits de douane pourrait entraîner une boucle prix-salaires, en raison des revendications salariales liées à la perte de pouvoir d'achat. Néanmoins, au regard de l'état du marché du travail, ce scénario lui semble moins probable. J. Powell a ainsi indiqué que les deux objectifs de la Fed étaient sous pression (stabilité des prix et plein emploi) et que **l'évolution de l'équilibre des risques entre inflation et marché du travail pourrait justifier un ajustement de la politique monétaire.**



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juil.-25	-5,7	-4,7	-10,0	-2,8
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juil.-25	12,9	2,3	-8,4	-3,5
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	juil.-25	4010	3930	4103	4067

* Du 18/08/2025 au 24/08/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Par ailleurs, **les pressions de l'administration américaine sur les membres de la Réserve Fédérale s'accroissent.** Le Ministère de la Justice a en effet demandé à la banque centrale américaine à ce que la gouverneure Lisa Cook soit limogée. Cela fait suite à des déclarations de Bill Pulte, directeur de l'Agence fédérale du financement de logement (*Federal Housing Finance Agency*), qui accuse Mme Cook d'avoir falsifié des documents afin d'obtenir des prêts immobiliers plus avantageux. Bill Pulte a été nommé à la tête de cette agence par D. Trump en janvier 2025.

Sur le plan commercial, l'administration Trump a annoncé étendre les droits de douane de 50% sur l'acier et l'aluminium à 407 nouvelles catégories de produits contenant ces matériaux. Cette mesure concerne des biens du quotidien tels que des pièces automobiles, des plastiques, des produits chimiques, des extincteurs, des machines ou encore des matériaux de construction. Cette décision alimente à nouveau les incertitudes autour de la politique commerciale américaine, alors que le représentant au commerce, J. Greer, avait affirmé il y a deux semaines que ces tarifs étaient pratiquement fixés.

Par ailleurs, **le Canada a annoncé retirer une majeure partie de ses droits de douane sur les biens américains.** A l'issue d'un entretien téléphonique avec Donald Trump, le Premier ministre Mark Carney a déclaré que les droits de douane canadiens seront supprimés sur les biens américains respectant les conditions prévues par l'USMCA, à partir du 1^{er} septembre. Cette décision d'Ottawa fait suite au maintien par Washington de l'exemption de droits de douane pour les biens canadiens entrant aux Etats-Unis conformes à cet accord nord-atlantique.

Le secteur immobilier américain reste peu dynamique, dans un contexte de taux hypothécaires et de stocks toujours élevés. Malgré une progression mensuelle de 2,0% en juillet à 4,01 millions, les ventes de logements existants restent faibles, à peine supérieures à leur niveau d'il y a un an, et les indicateurs avancés, telles que les promesses de ventes et les demandes de crédits, signalent une atonie persistante. Les prix médians des transactions ont été pratiquement stables sur un an, après un ralentissement progressif de la croissance depuis un pic de 6% fin 2024. Côté construction, bien que les niveaux demeurent relativement faibles, les mises en chantier ont enregistré une progression solide de 5,2% sur un mois en juillet, accompagnée de révisions à la hausse pour les deux mois précédents. Toutefois, les permis de construire ont reculé de 2,8% en juillet, un signal défavorable pour le secteur de la construction.

L'agence S&P a maintenu la note des Etats-Unis à AA+, avec perspectives stables. L'agence s'attend à ce que les recettes issues des droits de douane compensent l'impact budgétaire de la loi « One Big Beautiful Bill » mais a mis en garde contre une possible dégradation de sa note si le déficit budgétaire poursuit sa hausse.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Louis Martin
Economiste



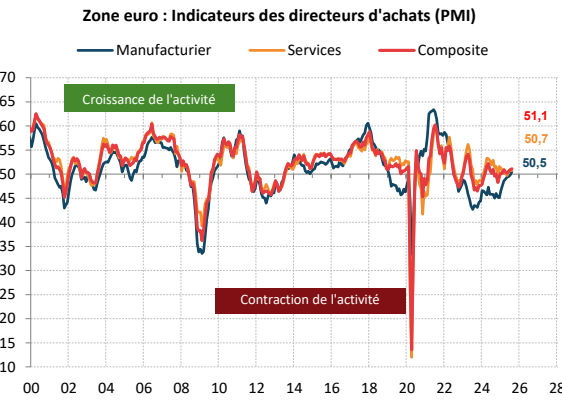
Suivi Macroéconomique

Europe

« Les engagements européens à acheter et investir aux Etats-Unis sont confirmés »

Les Etats-Unis et l'Union européenne ont publié un document conjoint détaillant l'accord commercial annoncé fin juillet. Le document confirme que les droits de douane américains sont réduits à 15% pour la majorité des produits européens à l'exception notable de l'acier et de l'aluminium, qui continueront d'être soumis à des droits de douane de 50%. En parallèle, l'Union européenne s'est engagée à supprimer ses droits de douane sur les biens manufacturés américains (ce qui représente actuellement des recettes de 5Mds€) et à accorder un accès préférentiel aux produits agricoles américains. Dès que la procédure législative pour supprimer ces droits de douane sera endenchée, les véhicules européens entrant aux Etats-Unis seront taxés à 15% (contre 27,5% aujourd'hui). Enfin, l'accord confirme que le taux de 15% s'applique également au secteur pharmaceutique et aux semi-conducteurs, indépendamment des

droits de douane futurs résultant des résultats des enquêtes au titre de l'article 232 en cours. **Les engagements européens en termes d'achats et d'investissements sont réaffirmés.** Ainsi, l'Union européenne a l'intention d'acheter 750Mds\$ de biens énergétiques américains d'ici 2028, une cible qui semble difficilement atteignable au regard des niveaux actuels échangés (cf. *suivi hebdomadaire du 11 août*). Par ailleurs, un nouvel engagement s'est ajouté par rapport à l'accord annoncé fin juillet : celui d'acheter 40Mds\$ de puces IA américaine, sans calendrier précis. Cet objectif est là encore ambitieux puisque les Etats-Unis ont exporté 50Mds\$ de circuits intégrés électroniques en 2024, dont 2,8Mds\$ seulement vers l'Union européenne. Enfin, les entreprises européennes devront investir 600Mds\$ supplémentaires dans des secteurs stratégiques sur le sol américain d'ici 2028 (soit 200Mds\$ par an supplémentaires contre 100Mds\$ aujourd'hui). La Commission européenne a indiqué que cet objectif est fondé sur des discussions avec des entreprises et des associations professionnelles. Enfin, le document stipule que l'Union européenne prévoit d'augmenter « considérablement » ses achats d'équipements militaires auprès des Etats-Unis.



Sources : S&P Global, Covéa Finance
Dernier point : août 2025

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2023	Moy. 2024
ZE	PMI Services	Indice	août-25	50,7	51,0	51,2
	PMI Manuf.	Indice	août-25	50,5	49,8	45,0
AL	PMI Services	Indice	août-25	50,1	50,6	51,6
	PMI Manuf.	Indice	août-25	49,9	49,1	42,6
FR	PMI Services	Indice	août-25	49,7	48,5	48,8
	PMI Manuf.	Indice	août-25	49,9	48,2	45,5
RU	PMI Services	Indice	août-25	53,6	51,8	52,0
	PMI Manuf.	Indice	août-25	47,3	48,0	46,4
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juil.-25	3,8	3,6	7,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juil.-25	3,8	3,7	6,2

* Du 18/08/2025 au 24/08/2025
Sources : Refinitiv, Covéa Finance

certaines mesures salariales signées précédemment. Cette hausse était attendue par la BCE, mais montre qu'il est nécessaire de maintenir une certaine prudence concernant l'évolution des salaires. Christine Lagarde avait néanmoins mis en avant lors de la réunion de juillet que les indicateurs prospectifs sur les salaires pointaient plutôt vers une poursuite de la modération sur les prochains trimestres.

Au Royaume-Uni, les tensions inflationnistes demeurent élevées. L'inflation a en effet accéléré en juillet pour atteindre 3,8%, le plus haut niveau depuis janvier 2024. La hausse des prix a été en partie tirée par l'énergie et l'alimentation, mais l'inflation sous-jacente demeure également très dynamique et s'est elle aussi inscrite en hausse à 3,8%. Du côté des services, l'inflation peine à se modérer et se maintient autour de 5% depuis plusieurs mois maintenant. La vigueur de ces données interroge sur la capacité de la Banque d'Angleterre à baisser davantage ses taux lors des futures réunions. **En parallèle, l'activité a été plutôt dynamique en août.** Le PMI composite progresse à 53,0, son plus haut niveau en 12 mois. Le secteur des services a porté cette dynamique tandis que le secteur manufacturier continue d'enregistrer un léger déclin. Malgré la bonne orientation du PMI composite, les détails de l'enquête signalent un nouveau recul des nouvelles commandes étrangères tandis que les suppressions d'emplois se poursuivent pour le 11^{ème} mois consécutif, des signaux défavorables pour l'orientation de la croissance au deuxième semestre.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

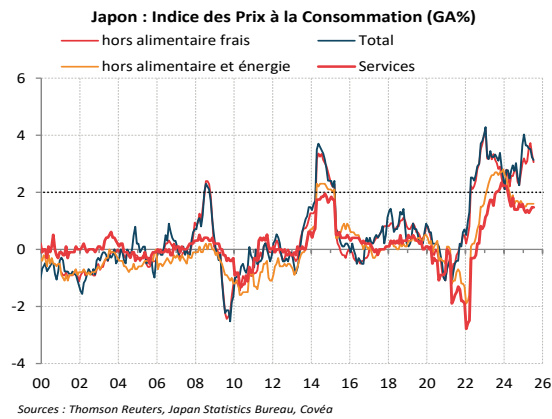


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'inflation japonaise reste bien au-dessus de la cible de 2% de la banque centrale »

L'inflation japonaise reste soutenue dans l'alimentation mais modérée dans les services. Bien qu'en légère modération à 3,1% en juillet après 3,3% en juin, l'inflation reste élevée. Ce ralentissement est surtout lié au prix de l'énergie qui repasse en territoire négatif (-0,3% après 2,9% en juin) pour la première fois depuis mars 2024, reflétant notamment des effets de base liés au retrait de subventions énergétiques à la même période l'an passé. Les prix de l'alimentation demeurent dynamiques, mais montrent des signes de stabilisation, notamment au niveau du prix du riz. Hors alimentation et énergie, l'inflation se maintient toutefois à 1,6%, pratiquement inchangée sur les 12 derniers mois. Les prix des services restent peu dynamiques, en hausse de 1,5% sur un an, interrogeant sur la transmission des hausses de salaires sur les prix et donc sur le caractère durable de l'inflation.



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

* Du 18/08/2025 au 24/08/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Selon l'enquête PMI, l'activité manufacturière japonaise se stabilise et les services poursuivent leur expansion. En août, le PMI manufacturier progresse d'un point pour atteindre 49,9, soit un niveau très proche du seuil indiquant une stabilité de l'activité (50). Bien qu'il ne soit pas en zone d'expansion, l'indice est à un niveau relativement élevé comparé aux trois dernières années, qui ont été marquées par une forte contraction manufacturière, selon l'enquête. Toutefois, les nouvelles commandes à l'exportation ont été mal orientées en août, signe d'une incertitude commerciale toujours présente. Du côté des services, l'indice recule légèrement de 0,9 point à 52,7, un niveau qui continue néanmoins de signaler une dynamique robuste. Ainsi, si le secteur manufacturier donne des signes d'amélioration relative, l'économie reste tirée avant tout par une activité de services nettement plus vigoureuse.

Sur le plan diplomatique, le Japon et l'Inde seraient sur le point d'annoncer un plan de collaboration stratégique sur dix ans axé sur la sécurité économique, selon la presse. Il viserait notamment à réduire la dépendance de leurs chaînes d'approvisionnement à la Chine. Ce partenariat ciblerait six secteurs clés : les semi-conducteurs, les minéraux critiques, les télécommunications, les énergies propres, les produits pharmaceutiques et les technologies de pointe comme l'intelligence artificielle. Ce plan devrait mobiliser en partie des fonds publics, bien qu'aucun montant n'ait encore été précisé. Le Premier ministre japonais Shigeru Ishiba et son homologue indien Narendra Modi devraient s'accorder sur les grandes lignes de cet accord lors d'un sommet prévu à Tokyo à la fin du mois. Parallèlement à ces initiatives visant à réduire sa dépendance vis-à-vis de la Chine, l'Inde a accueilli en début de semaine le ministre chinois des Affaires étrangères, marquant un réchauffement des relations entre les deux pays, en contraste avec les épisodes de tensions à la frontière de 2022. A l'occasion de cette rencontre, les autorités chinoises se sont engagées à répondre aux besoins indiens en engrais, terres rares et tunneliers. Le Premier

ministre Modi se rendra également en Chine à la fin du mois pour le sommet de l'Organisation de coopération de Shanghai. Par ailleurs, le ministre des Affaires étrangères indien s'est rendu à Moscou la semaine passée pour rencontrer son homologue russe. Les deux pays se sont entendus pour renforcer leurs liens commerciaux, en dépit des menaces tarifaires des Etats-Unis sur l'Inde. Ces développements récents sont une illustration de la stratégie de « multi-alignement » de l'Inde, soulignée dans nos Perspectives économiques et financières de mars 2024. Cette approche consiste à éviter les alliances contraignantes pour privilégier l'intérêt national et tirer profit des conflits liés à la multipolarité du monde.

Après les Etats-Unis, la Chine devrait encourager le développement des stablecoins pour promouvoir l'utilisation internationale de sa devise. Selon la presse, le Conseil d'Etat devrait approuver un nouveau plan d'internationalisation du Renminbi à la fin du mois d'août, qui devrait impliquer l'usage des stablecoins. Ce projet fait écho aux initiatives américaines dans ce sens, que nous avons étudié à l'occasion de nos perspectives économiques et financières de juin. Les détails de ce plan devraient être communiqués dans les prochaines semaines. En juin dernier, le gouverneur de la Banque populaire de Chine, Pan Gongsheng, évoquait déjà un plan pour promouvoir l'utilisation internationale du yuan numérique (e-CNY), la monnaie numérique de banque centrale (MNBC) chinoise – une forme électronique de la monnaie nationale émise directement par la banque centrale (cf. suivi hebdomadaire du 27 juin).

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.