



ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE

L'économie mondiale présente une image contrastée en février. La croissance américaine reste résiliente, mais des signes de faiblesse apparaissent. En Europe les perspectives se détériorent à nouveau. Alors qu'en Chine les attentes sont élevées, bien que peu d'améliorations soient observées pour l'instant. Les économies japonaise et indienne tirent leur épingle du jeu. L'inflation reste source d'incertitude dans un contexte géopolitique tendu aggravé par plusieurs annonces de hausse des tarifs douaniers américains. La rotation des marchés d'actions en faveur de l'Europe et de la Chine se poursuit. Les taux d'intérêt ont fortement baissé en particulier aux Etats-Unis et le crédit continue de performer. Le dollar est en légère baisse, le pétrole baisse et l'or atteint de nouveaux sommets.



La croissance en Europe reste sous pression, l'Allemagne peinant à sortir de la récession et le secteur des services en France montrant des signes de détérioration. Cependant, les élections allemandes, l'adoption d'un budget en France et les pourparlers de paix en Ukraine sont des développements positifs. Les données indiquent une croissance du PIB faible au premier trimestre, similaire au ralentissement du quatrième trimestre 2024. L'indice PMI composite de la zone euro est resté stable à 50,2 en février, la faiblesse des services étant compensée par une légère amélioration manufacturière. En Allemagne, l'enquête ZEW montre une amélioration modeste des attentes, mais l'évaluation des "conditions actuelles" demeure faible, alors que l'indice IFO inchangé signale une persistance des contraintes. La contraction du secteur industriel européen se poursuit, et la production devrait rester faible au début de 2025 en raison de problèmes structurels. La production industrielle de la zone euro a baissé de -1,1% par rapport à décembre et reste environ 7% inférieure à son niveau d'avant l'invasion de l'Ukraine.

Il n'y a pas eu de conseil de politique monétaire pour la Banque centrale européenne (BCE) en février, mais les commentaires des responsables montrent des points de vue contrastés parmi ses membres. Cependant, les investisseurs anticipent désormais un assouplissement substantiel de la politique monétaire tout au long de cette année, avec des projections indiquant que le taux de dépôt pourrait être abaissé à moins de 2% d'ici la fin de 2025.

L'inflation au Royaume-Uni a augmenté, atteignant 3% en janvier, contre 2,5% l'année précédente, en raison de la hausse des prix alimentaires. L'inflation des services a également grimpé à 5% contre 4,4%, en raison d'un rebond des tarifs aériens. Bien que l'inflation de base soit stable, la forte augmentation des coûts du travail et les hausses anticipées des prix réglementés en avril pourraient la relancer en 2025. En réponse à cet environnement stagflationniste, la Banque d'Angleterre (BoE) a réduit ses taux d'intérêt de 25 points de base. Cette décision fait suite à des révisions à la baisse des prévisions de croissance, la BoE abaissant ses projections pour 2025 de 1,50% à 0,75%. Les marchés anticipent trois baisses supplémentaires des taux d'ici fin 2025, projetant des taux à 3,75% d'ici la fin de l'année.



Etats-Unis

L'économie américaine demeure résiliente, mais des signaux de croissance mitigés, une inflation persistante, et une approche prudente de la Réserve fédérale (Fed) assombrissent les perspectives.

Les indicateurs de croissance économique étaient contrastés en février. L'indice ISM manufacturier a enregistré une légère amélioration, atteignant 50,9, tandis que l'indice ISM des services a reculé à 52,8. Les PMI composites de février ont chuté à 50,4, leur niveau le plus bas depuis septembre 2023. Le marché du travail reste solide, avec une augmentation des emplois non agricoles, bien que celle-ci soit inférieure aux attentes, et le taux de chômage a diminué à 4%. Cependant, le sentiment des consommateurs a été affecté, atteignant un creux de sept mois, tandis que les anticipations d'inflation ont considérablement augmenté, indiquant que les consommateurs s'attendent à des hausses de prix dans un avenir proche. Les ventes au détail ont enregistré une baisse significative, la plus importante en deux ans, mais cela ne traduit pas nécessairement un changement fondamental dans le comportement des consommateurs, car cette correction fait suite à une période d'augmentations substantielles. Par ailleurs, le secteur de la construction montre des signes de faiblesse, avec une chute marquée des mises en chantier (-8,4% en glissement mensuel), en raison des conditions météorologiques et de taux hypothécaires élevés.

L'inflation aux Etats Unis a dépassé les attentes, avec une hausse de +0,5% en janvier et de +3% en glissement annuel, tandis que l'inflation cœur a également accéléré (+0,4% mensuel ; +3,3% annuel). La combinaison d'une forte croissance des salaires et d'une augmentation des anticipations d'inflation est surveillée de près par la Fed. Le FOMC a adopté une posture d'attente, maintenant ses taux d'intérêt inchangés alors que l'inflation diminue à un rythme plus lent que prévu et que l'impact des décisions de la nouvelle administration Trump reste incertain. Le président Powell a souligné que la Fed n'est pas pressée de réduire les taux. La politique monétaire actuelle est considérée comme restrictive et le marché anticipe des baisses de taux dans la seconde moitié de 2025.

L'Asie et les Pays émergents

Au Japon, l'économie continue d'envoyer des signaux encourageants avec une tendance positive de la consommation et un dynamisme des exportations, et une stabilisation de l'inflation. La croissance du 4^{ème} trimestre est ressortie à +2,8% largement au-dessus des attentes (consensus Reuters 1%). L'indice des prix à la consommation pour la région de Tokyo est ressorti à 2,9% en variation annuelle soit une première baisse depuis 11 mois (3,4% en janvier). L'inflation cœur est redescendu à 2,2%. Ces chiffres sont supérieurs à l'objectif de la Banque du Japon qui devrait poursuivre la normalisation graduelle de sa politique monétaire.

En Chine, les perspectives économiques continuent de se détériorer. Les données récentes de l'indice des directeurs d'achat (PMI) de janvier en baisse par rapport à décembre indiquent un nouvel affaiblissement de l'économie à la fois sur le secteur manufacturier et dans les services. En réponse à ces défis, des mesures de relance budgétaire sont attendues en mars afin d'atténuer la tendance structurelle à la baisse et potentiellement stabiliser l'économie. De plus, la Banque populaire de Chine (PBoC) pourrait baisser ses taux pour faire face aux pressions déflationnistes persistantes. Le potentiel d'un ralentissement au deuxième trimestre, avec une consommation en berne et l'impact négatif de tarifs douaniers américains contribuent à inciter la PBoC à agir.

En Inde, le gouvernement a présenté un budget plus conservateur avec un déficit de -4,4% vs -4,9% pour l'année fiscale en cours. La structure de l'impôt sur le revenu a été révisée afin d'augmenter le revenu disponible de la classe moyenne. Les subventions alimentaires devraient augmenter. Des programmes ruraux renforcés devraient améliorer les conditions économiques dans les zones rurales. La RBI a réduit son taux d'intérêt de référence de 25 points de base, à 6,25%, afin de soutenir la croissance économique.



Marchés Actions

La rotation initiée en fin d'année en faveur de l'Europe et de la Chine se poursuit avec une consolidation « à plat » des marchés actions (MSCI ACWI -0,7% en USD sur le mois). Les actions chinoises ont largement surperformé avec une progression de plus de 12% en USD, les investisseurs considérant que l'administration Trump moins agressive que prévu laisse du temps au Chinois de relancer leur économie. Cette dynamique chinoise a entraîné une surperformance du MSCI Emergent. Les marchés européens ont poursuivi sur leur lancée avec une progression de plus de 3,5% alors que les actions américaines au sens large ont baissé (MSCI US -1,9% en USD).

Le S&P500 a perdu -1,4% en février et termine sous les 6000 points mais les Magnifique 7 décrochent malgré de bonnes publications trimestrielles. Ce sont les valeurs moyennes et les secteurs technologiques qui ont le plus souffert aux Etats Unis avec une baisse de -5,5% du Russell2000 et -4% pour le Nasdaq Composite. En Europe, les actions allemandes étaient bien orientées avec une hausse de presque 4% pour le DAX devant le CAC40 qui termine à +2%, mais loin derrière l'Espagne dont l'IBEX progresse de +8%. Cette surperformance de l'Europe par rapport aux Etats-Unis s'explique par la divergence anticipée des politiques monétaires de la BCE et de la Fed, ainsi qu'une forte sous-pondération des investisseurs internationaux alors que les valorisations ne sont pas excessives, mais également le vote du budget français et le résultat des élections allemandes, et enfin la perspective d'un cessez le feu en Ukraine. D'un point de vue sectoriel global, les financières, la santé et les télécoms ont surperformé la consommation discrétionnaire et la technologie.

Ce changement de leadership des marchés dans un contexte géopolitique instable entraîne une hausse de la volatilité implicite et le VIX s'est approché des 20% fin février.



Marchés Obligataires

Le mois de février a été marqué par une baisse généralisée des niveaux de taux.

Le rendement du US Treasury 10 ans a baissé de -33bp terminant à 4,2%, et le rendement américain à 2 ans qui est revenu à 4% perdant 21bp. Le marché anticipe désormais une baisse de la croissance alors que la Fed serait contrainte de limiter ses baisses de taux face au risque de reprise de l'inflation.

En zone euro, les variations ont été moins importantes mais la tendance identique. Le Bund 10 ans a perdu 5bp mais c'est la partie courte qui a le plus performé avec un retour du 2 ans allemand vers les 2%. La pentification de la courbe européenne s'est donc renforcée alors que le marché anticipe une poursuite des baisses de taux de la BCE. Les spreads eurozone périphériques se sont globalement écartés mais le spread OAT-Bund est resté inchangé à 74bp.

Le Japon fait exception à cette tendance baissière des rendements obligataires, avec un taux d'intérêt à 10 ans qui a progressé de 15bp sur la période, assez logiquement étant donné l'évolution des fondamentaux de l'économie nipponne.

Cette bonne performance des obligations souveraines s'est répercutée sur les obligations d'entreprises, mais les spreads de crédit sont restés stables en Europe et aux Etats-Unis à l'exception du High Yield USD qui s'est écarté de 13bp.



Change & Or

Le dollar a finalement bien tenu malgré une pression vendeuse dans un contexte de sous performance des actions américaines et le DXY perd seulement -0,7% en février. Mais le différentiel de taux d'intérêt avec les autres zones économiques et le contexte géopolitique instable continuent de favoriser le billet vert. L'euro-dollar est resté stable à 1.04 alors que le Sterling est revenu à 1.26 contre USD marquant une performance de presque 2% suite au discours hawkish de la BoE. Le Yen s'est renforcé de 3% suite à la perspective de nouvelle hausse des taux japonais et le USD-JPY clôture le mois à 150. Le CNY progresse légèrement face au dollar de 0,5% alors que Donald Trump semble éviter une guerre commerciale frontale avec la Chine.

Le contexte géopolitique et la demande finale continuent de porter l'or qui bat de nouveaux records et termine le mois en hausse de 2% à \$2858/onçe. Le Bitcoin en revanche poursuit sa consolidation entraînée par les valeurs technologique et perd -18%.

Matières premières et énergie

La perspective d'une augmentation de la production mondiale de brut portée par le 'Drill baby Drill' américain et l'anticipation d'un retour du brut russe sur le marché, ont fait chuter le Brent de 3,5% à \$73 et le WTI de -4,6% qui passe sous les \$70. En revanche le cuivre a progressé de plus de 7% en USD alors que le marché commence à prévoir le retour de la demande chinoise au deuxième semestre.



REVUE MENSUELLE

Mars 2025

VARIATIONS MENSUELLES

Marchés d'actions	2/28/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
S&P 500	5955	-1.0%	-1.4%	1.2%
Eurostoxx 50	5464	-0.2%	3.3%	11.6%
CAC 40	8112	-0.5%	2.0%	9.9%
Dax 30	22551	1.2%	3.8%	13.3%
Nikkei 225	37156	-4.2%	-6.1%	-6.9%
MSCI Marchés Emergents	1124	-2.0%	2.8%	4.4%
Marché des changes	2/28/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
EUR/USD	1.038	-0.8%	0.1%	0.2%
USD/JPY	151	0.9%	-2.9%	-4.2%
EUR/GBP	0.82	-0.4%	-1.3%	-0.3%
EUR/CHF	0.94	-0.3%	-0.7%	-0.3%
Matières premières - Volatilité	2/28/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
Pétrole (Brent, \$/baril)	73	-1.7%	-4.7%	-2.0%
Or (\$/once)	2858	-2.7%	2.1%	8.9%
VIX	20	1.42	3.2	+2.3
Marchés du crédit	2/28/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
Itraxx Main	+54 bp	+2 bp	+1 bp	-4 bp
Itraxx Crossover	+289 bp	+5 bp	+1 bp	-24 bp
Itraxx Financials Senior	+57 bp	+1 bp	-2 bp	-6 bp
Marchés des taux	2/28/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
€STR	2.66	-1 bp	-25 bp	-25 bp
Euribor 3M	2.46	-6 bp	-13 bp	-25 bp
Libor USD 3M	4.85	-	-	-
Taux 2 ans (Allemagne)	2.03	-8 bp	-9 bp	-6 bp
Taux 10 ans (Allemagne)	2.41	-6 bp	-5 bp	+4 bp
Taux 2 ans (Etats-Unis)	3.99	-21 bp	-21 bp	-25 bp
Taux 10 ans (Etats-Unis)	4.21	-22 bp	-33 bp	-36 bp
Ecart de taux 10 ans vs Allemagne	2/28/2025	Sur 1 semaine	Sur 1 mois	Dep. 31/01/2025
France	+74 bp	-1 bp	-1 bp	-9 bp
Autriche	+42 bp	+1 bp	+7 bp	+1 bp
Pays-Bas	+20 bp	--	-	-3 bp
Finlande	+37 bp	--	-2 bp	-8 bp
Belgique	+59 bp	-1 bp	-2 bp	-2 bp
Irlande	+28 bp	-2 bp	+1 bp	-
Portugal	+53 bp	+9 bp	+12 bp	+5 bp
Espagne	+64 bp	+1 bp	+3 bp	-5 bp
Italie	+113 bp	+5 bp	+4 bp	-2 bp

Source: Bloomberg, Amundi Strategy

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Société Générale Gestion n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Société Générale Gestion ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable de Société Générale Gestion, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays. Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Copyright Groupe Amundi.

SOCIETE GENERALE GESTION

91-93, BLD PASTEUR 75015 PARIS

SA au capital de 567 034 094 EUR 491 910 691 RCS Paris

Société de gestion de portefeuille agréé par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)

sous le numéro GP-09000020

Société Générale Gestion est courtier en assurance immatriculée à l'ORIAS sous le n° 24 006 914

www.societegeneralegestion.fr