

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

12 novembre 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Message reçu 7/7

Alors que depuis des mois l'élection américaine promettait d'être hautement contestée, et son issue ne devait se jouer qu'à quelques centaines de voix dans un comté reculé d'un des 7 Etats Clés ... il n'en aura finalement rien été ! Trump a remporté haut la main les 7 États Clés, ainsi que le vote populaire et sans doute les deux chambres. Plus qu'une victoire, un triomphe.

A l'issue de cette vague républicaine, les principaux soutiens de D. Trump sont déjà en train de pousser leurs avantages et donc leurs idées. Ainsi, et alors que l'investiture n'a pas encore eu lieu et que la couleur de la chambre des Représentants n'est même pas encore « officiellement » déclarée, les « deux vice-président » de D. Trump ont chacun commencé à dessiner ce qui pourraient être les 4 prochaines années de la présidence : une reprise en main du politique au service des intérêts américains !

D'un côté, le vice-président JD Vance a envoyé un message clair à l'Europe, à savoir que le soutien américain devra être conditionné à un engagement des Européens à se soumettre aux intérêts économiques et politiques des Etats Unis. En langage direct de JD Vance à destination des européens : respectez les Etats Unis qui portent l'OTAN à bout de bras, sans entraver les intérêts économiques de ces derniers, quel qu'ils soient (dans le cas présent, la demande de JD Vance porte sur le fait de ne pas entraver la libre expression permise sur le réseau X, et donc les intérêts économiques de son propriétaire Elon Musk).

D'ailleurs quelques jours plus tôt, la présidente de la Commission européenne avait déjà perçu l'urgence de réchauffer les relations avec le président Trump, en pointant sur les efforts que l'Europe pourrait faire pour satisfaire les intérêts économiques de son puissant allié (en augmentant, par exemple, ses importations de GNL (Gaz Naturel Liquéfié) depuis les États Unis, au détriment d'importations russes encore trop importantes).

De son côté, le « second vice-président », Elon Musk (puisque c'est ainsi qu'il semble falloir le considérer) a relayé sur son réseau X l'appel du sénateur républicain Mike Lee en faveur d'une reprise en main de la FED par la puissance politique. Sous le hashtag « #endthefed », Mike Lee exprime un courant de plus en plus présent aux États-Unis, et porté par le président Trump durant sa campagne présidentielle. Pour rappel, D. Trump s'était exprimé en ces termes cet été : « le président devrait avoir son mot à dire sur la conduite de la politique monétaire ».

L'expérience d'une FED sous l'influence du pouvoir politique serait loin d'être une nouveauté dans l'histoire monétaire américaine. Les exemples des présidents Roosevelt et Johnson nous rappellent les volontés de se servir de la banque centrale pour soutenir des objectifs ambitieux de relance et de reconquête de souveraineté. Les investisseurs ont aujourd'hui perdu cette vision, convaincus des vertus d'une sacrosainte indépendance du pouvoir monétaire sur le pilotage du plein emploi et de l'inflation ... un prisme qui pourrait être amené à évoluer !

Face aux enjeux politiques et géopolitiques mondiaux, les lignes directrices qui ont dominé la pensée économique des 50 dernières années pourraient continuer de bouger.

Nouvelle présidence, nouvelle ère économique, politique, géopolitique et monétaire. Message reçu 7/7.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	08/11/24	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,072	1,081	1,067	-0,8 ↓	0,5 ↑
€ / £	0,830	0,832	0,873	-0,3 ↓	-4,9 ↓
€ / Yen	163,61	165,25	161,46	-1,0 ↓	1,3 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	74	76	80	-2,3 ↓	-7,7 ↓
Indice CRB*	536	538	534	-0,3 ↓	0,4 ↑
Prix de l'onze d'Or	2 695	2 706	1 970	-0,4 ↓	36,8 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 444	9 664	8 147	-2,3 ↓	15,9 ↑
Indice Baltic Dry**	1 495	1 451	1 598	3,0 ↑	-6,4 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2332	2332	1030	0,0 →	126,3 ↑

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

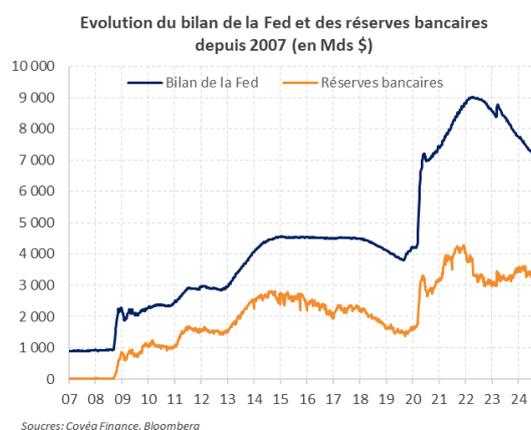
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés obligataires ont été agités par les actualités politiques et dans une moindre mesure par les annonces de banques centrales. Aux Etats-Unis, les élections ont été le centre de l'attention. La victoire de D. Trump a donné un regain d'appétit pour le risque sur les marchés. Le taux américain à 10 ans a terminé la semaine en baisse de 8 points de base (bp) à 4,30%, mais il avait touché un plus haut depuis quatre mois à 4,47% en milieu de semaine. La courbe des taux s'est d'abord pentifiée jusqu'à l'élection, puis elle s'est aplatie sur la fin de semaine, l'écart entre le taux 2 ans et le taux 10 ans était en baisse de 12 pb à 5 pb. La Fed a abaissé ses taux directeurs de 25 pb en indiquant que ses prochaines décisions dépendraient de l'évolution de la conjoncture. Le marché a revu à la baisse ses attentes pour la prochaine réunion : une baisse supplémentaire n'est plus certaine. En zone euro, il y a également eu beaucoup de volatilité, les taux souverains finissent en baisse, mais après avoir connu des phases de pression en milieu de semaine, influencés par les Etats-Unis mais aussi par les risques politiques en Allemagne. Sur la maturité 10 ans : le taux allemand perdait 4 pb à 2,37%, le français baissait de 4 pb à 3,12% et l'Italie diminuait de 3 pb à 3,66%. Les courbes européennes se sont légèrement pentifiées. Sur le crédit, les primes de risque ont globalement bien résisté des deux côtés de l'Atlantique. Sur les indices cash, le crédit catégorie Investissement en euro se resserrait de 4 pb à 104 pb.

Le Focus de la semaine : Aux Etats-Unis, des réserves bancaires surveillées comme le lait sur le feu

Mi-octobre, la Réserve Fédérale de New York a mis en place un baromètre mensuel pour mesurer l'ampleur des réserves dans le système bancaire américain, appelé Reserve Demand Elasticity (RDE). Celui-ci mesure la sensibilité du taux effectif des Fed Funds (EFFR)¹ aux variations du ratio des réserves bancaires sur le total de l'actif des banques. Autrement dit, la Fed estime la pente de la courbe de la demande de liquidités : plus les réserves diminuent, plus la demande pour la liquidité augmente, plus la sensibilité des Fed Funds est importante et donc le taux augmente rapidement. Lorsque les réserves sont dites « abondantes », le RDE est égal ou proche de zéro, ce qui reflète une courbe plate de la demande pour les Fed Funds : l'offre de réserves est suffisamment importante pour que l'EFFR ne réagisse pas aux variations quotidiennes de celles-ci. Quand les réserves sont dites « amples », le RDE est faible, soit une courbe avec une pente légèrement négative. Et enfin, lorsque les réserves sont dites « rares », le RDE est franchement négatif, traduisant une courbe pentue. Publiée le 17 octobre, la première donnée était quasi égale à zéro, suggérant que les réserves sont abondantes (3256 Mds\$ au 06/11), et indiquant ainsi que la Fed peut, en théorie, continuer confortablement à retirer des liquidités dans le cadre de la réduction de son bilan. Cependant, plusieurs critiques ont été émises par les analystes de marché. La principale est l'utilisation des Fed Funds comme indicateur de la demande de liquidité, alors que c'est un marché de petite taille (102 Milliards de dollars au 06/11) et avec un nombre limité de participants. En comparaison, le marché du SOFR² est plus gros (2128 Milliards de dollars au 06/11) et il semble mieux évaluer la liquidité globale car il reflète les besoins d'un plus large éventail d'acteurs du marché, qu'ils soient bancaires ou non-bancaires. D'ailleurs, les récentes pressions à la hausse sur le SOFR témoignent d'une demande de liquidité croissante et d'une moins bonne capacité des réserves à circuler dans le système. Pour le moment, la Fed n'a pas donné d'indication sur la fin de la réduction de son bilan. Le RDE semble être un outil parmi d'autres pour la guider dans sa décision. D'après les intervenants de marché, la banque centrale pourrait arrêter sa normalisation lorsque les réserves seront au-dessus d'un seuil minimum. Cela afin d'éviter que des chocs ne les fassent basculer dans un état de pénurie dont les conséquences pourraient être graves pour la stabilité financière. Rappelons qu'en septembre 2019, le SOFR avait augmenté de +282 points de base en un jour. Ce déraillement provenait principalement d'une pénurie de réserves causée par la réduction du bilan de la Fed à cette époque. La banque centrale avait dû intervenir en urgence pour fournir des liquidités supplémentaires au marché. Cette fois-ci, la Fed semble être plus précautionneuse dans son approche.



Sources: Covéa Finance, Bloomberg

¹ EFFR (Effective Fed Funds Rate) : mesure le coût des emprunts interbancaires en dollars non garantis au jour le jour.

² SOFR (Secured Overnight Financing Rate) : mesure le coût des emprunts de liquidités garanties par des titres du Trésor au jour le jour.

Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux				Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)		
	08/11/24	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
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,75	5,00	4,75	5,50	5,50	-0,25	0,00	-0,75	-0,75		
BCE - Taux Repo	3,40	3,40	3,40	4,50	4,50	0,00	0,00	-1,10	-1,10		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,25	3,25	3,25	4,00	4,00	0,00	0,00	-0,75	-0,75		
Banque d'Angleterre	4,75	5,00	4,75	5,25	5,25	-0,25	0,00	-0,50	-0,50		
Banque du Japon	0,25	0,25	0,25	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,35	0,35		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,30	4,38	4,33	3,88	4,62	-8	-2	43	-32	5	17
Allemagne	2,37	2,41	2,45	2,02	2,65	-4	-8	34	-28	19	24
France	3,12	3,16	3,20	2,56	3,23	-4	-8	56	-11	72	50
Italie	3,66	3,68	3,73	3,70	4,51	-3	-7	-4	-86	95	58
Royaume-Uni	4,44	4,45	4,50	3,54	4,24	-1	-6	90	19	1	46
Japon	1,01	0,95	1,01	0,61	0,84	6	0	40	17	50	124
Crédit											
Indice Itraxx Main	54,8	58,3	54,8	58,1	76,0	-3,5	0,0	-3,3	-21,1		
Indice Itraxx Crossover	293,2	312,2	290,8	309,9	410,4	-19,0	2,3	-16,7	-117,3		

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

Analyse de l'évolution des marchés

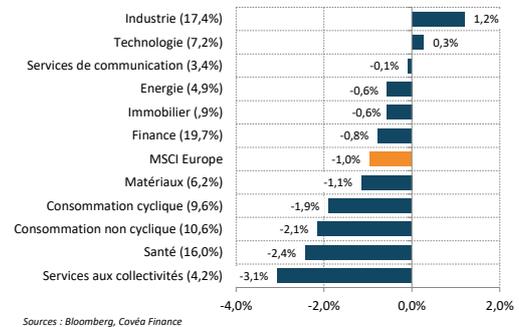
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) a clôturé en baisse de 1% avec comme principal point d'attention, le résultat des élections américaines. Au niveau sectoriel, ce sont les services aux collectivités qui affichent la plus forte baisse à -3,1%, reflétant notamment les craintes concernant une fragilisation de la composante énergies renouvelables, face aux mesures envisagées par la future administration Trump. Le secteur de la santé corrige de 2%, pénalisé par la baisse d'AstraZeneca qui fait l'objet d'une enquête pour fraude en Chine (-10,1%) et de Novo Nordisk (-3%). A l'inverse, seuls deux secteurs progressent réellement sur la semaine : l'industrie (+1,2%), soutenue par les valeurs liées à la défense comme Rheinmetall (+14,2%) qui a revu ses perspectives de marge à la hausse ou BAE Systems (+8,5%), ainsi que la technologie (+0,3%). Nous noterons enfin la surperformance de l'indice MSCI EMU Small Cap qui progresse de +0,3% sur la semaine.

Depuis le début de l'année, le MSCI Europe progresse de +5,5% avec toujours en tête le secteur de la finance (+16%), suivi par l'industrie (+13,8%) et les services de communication (+13%). A l'opposé, les secteurs de l'énergie (-7,3%) et de la consommation non cyclique (-4,9%) restent en retard.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 01/11/2024 au 08/11/2024 (GICS)

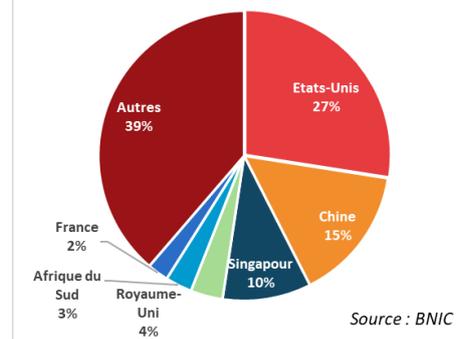


Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : La filière du cognac, dommage collatéral du renforcement des mesures protectionnistes au niveau mondial

Le durcissement des relations commerciales entre Pékin et l'Union Européenne (UE) s'est une nouvelle fois illustré ces dernières semaines. En effet, après l'adoption définitive par l'Union Européenne d'une surtaxe sur l'importation de véhicules électriques fabriqués en Chine (soutenue entre autres par la France), la Chine a rapidement répondu en instaurant de nouveaux droits de douane. Ainsi, les importateurs d'eaux-de-vie de vin produites en UE, dont le cognac fait partie, devront désormais s'acquitter d'une caution auprès des douanes chinoises, avoisinant 35% en moyenne. Cette dernière pourrait être rétroactivement débitée si Pékin venait à formellement appliquer ces surtaxes douanières. Pour mémoire, le ministère chinois du commerce avait lancé, en début d'année, une enquête anticoncurrentielle sur ces eaux-de-vie de vin, après une plainte de l'Association chinoise des boissons alcoolisées accusant les producteurs européens de pratiques anticoncurrentielles. Les conséquences pour la filière du cognac pourraient être significatives dans la mesure où la Chine, second marché à l'export, représente un quart des exportations de cognac français. Environ 97% de la production de cognac sont consommés à l'étranger, d'après le Bureau National Interprofessionnel du Cognac (BNIC). Cette actualité rappelle la mise en place en 2020, par l'administration Trump, d'une taxe de 25% sur les produits vinicoles européens importés aux Etats-Unis (1er marché à l'export pour le cognac) à la suite d'un différend commercial avec l'UE autour des aides accordées aux géants de l'aéronautique. Après plusieurs menaces de l'administration américaine, le cognac avait finalement échappé à cette mesure, elle-même suspendue début 2021 lors de la trêve commerciale entre les Etats-Unis et l'Union Européenne. Cependant, la menace d'une telle taxe plane toujours, notamment avec le retour de D. Trump au pouvoir. Ces menaces de taxes douanières surviennent dans un contexte déjà compliqué pour le cognac sur ses deux principaux marchés, avec des volumes qui baissent depuis 2022 sur fond de déstockage aux Etats-Unis et de reprise post-Covid plus lente que prévue en Chine. Cette situation pourrait limiter la capacité des producteurs à augmenter leurs prix afin de compenser ces surtaxes, au risque de peser davantage sur les volumes. Cette guerre commerciale impacte donc de manière plus ou moins prononcée les principaux acteurs cotés en Europe qui vendent du cognac en Chine et parmi lesquels figurent : Remy Cointreau, qui réalise 30% de son chiffre d'affaires en Chine essentiellement sur le cognac ; Pernod Ricard, qui a une exposition plus mesurée avec 10% de son chiffre d'affaires majoritairement sur le cognac et LVMH, dont l'exposition du chiffre d'affaires reste modeste à l'échelle du groupe. La nature de ces spiritueux, produits dans une zone géographique spécifique à l'image du cognac et qui possèdent une appellation d'origine protégée (AOP), les rend particulièrement vulnérables à la mise en place de nouvelles hausses de droits de douane dans un monde qui se régionalise, point de vigilance que nous remettons en avant dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

Répartition des expéditions de cognac 2023 (en millions de bouteilles)



Source : BNIC

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	08/11/24	J-7	07/11/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/24	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	161	163	162	153	143	-1,1	↓	-0,7	↓	12,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 046	1 040	1 047	966	900	0,6	↑	-0,1	↓	16,3	↑
MSCI EMU Small Cap	406	410	410	426	382	-0,8	↓	-1,0	↓	6,2	↑
MSCI Europe	170	171	171	161	150	-1,0	↓	-0,7	↓	12,7	↑
France CAC 40	7 339	7 409	7 426	7 543	7 114	-1,0	↓	-1,2	↓	3,2	↑
Allemagne DAX 30	7 382	7 397	7 439	6 629	6 075	-0,2	↓	-0,8	↓	21,5	↑
Italie MIB	33 817	34 676	33 981	30 352	28 644	-2,5	↓	-0,5	↓	18,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 072	8 177	8 141	7 733	7 456	-1,3	↓	-0,8	↓	8,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 730	9 751	9 785	8 920	8 543	-0,2	↓	-0,6	↓	13,9	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés ont largement progressé sur la semaine, portés par la très forte progression des indices américains suite à l'élection de Donald Trump comme Président. Ainsi, logiquement, nous observons une belle surperformance des pays considérés comme les plus proches alliés des Etats-Unis dans la région (Japon, Taiwan) ainsi que Singapour, économie largement exposée à la croissance économique mondiale. A l'inverse, les pays les plus exposés à la Chine (Indonésie, Thaïlande) ainsi que l'Inde, considérée comme une économie plus domestique, ont affiché les moins bonnes performances sur la semaine.

Parmi les nouvelles transverses, et plus spécifiquement dans la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, Toyota n'a pas caché son ambition de poursuivre ses déploiements de capacité sur le sol américain, malgré les annonces déjà actées d'investissements massifs, notamment en Caroline du Nord. Toujours dans l'automobile, le champion mondial des batteries CATL, acteur chinois, a dévoilé sa nouvelle batterie à destination des voitures hybrides rechargeables, avec une autonomie similaire aux modèles 100 % électriques. Enfin, TSMC aurait informé plusieurs clients chinois qu'il suspendrait la production de leurs puces alors que le fabricant taiwanais redouble d'efforts pour se conformer aux contrôles américains à l'exportation.

Aux Etats-Unis, le marché affichait sa plus forte hausse hebdomadaire depuis le début de l'année, porté par la victoire de Donald Trump et la seconde baisse de taux d'intérêt de la Réserve Fédérale. Les indices cotaient ainsi à des niveaux historiques, portés par les espoirs de baisses d'impôts, d'une déréglementation financière ou encore d'une politique économique plus protectionniste. Dans ce contexte, les secteurs les plus cycliques affichaient les plus fortes hausses. Le secteur de la consommation discrétionnaire arrivait en tête du classement tiré par Tesla qui profitait de la proximité de son PDG Elon Musk avec le nouveau président. A l'inverse, les secteurs les plus défensifs faisaient l'objet de prises de profits.

Au cours de la semaine, Nvidia prenait la place d'Intel au sein du Dow Jones et Boeing mettait fin à sa grève historique en signant un accord incluant une hausse de salaires de 38% sur 4 ans. Alors que les géants de la technologie cherchent à sécuriser leur approvisionnement électrique à destination de leurs centres de données, les régulateurs ont rejeté un accord entre Amazon et un fournisseur d'énergie nucléaire, impactant tout le secteur.

Le Focus de la semaine : Les équilibres offres et demandes de pétrole et de gaz pour 2025

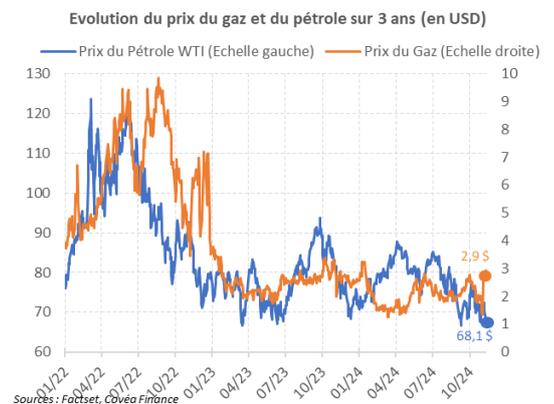
Au cours des derniers jours, nous avons rencontré un grand nombre de sociétés sur les marchés gaziers et pétroliers, nous permettant d'alimenter les réflexions sur nos Perspectives Economiques et Financières.

Sur les marchés pétroliers, 2025 devrait rester une année très incertaine. D'un côté, la nouvelle administration républicaine pourrait intensifier l'application des sanctions (en particulier contre l'Iran), alors que les mesures de relance budgétaire en Chine et la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire sous l'égide des États-Unis seraient des éléments plutôt porteurs pour les prix du baril. D'un autre côté, l'offre de pétrole non-OPEP devrait continuer de croître de manière dynamique, alors que dans le même temps, l'OPEP pourrait remettre des barils progressivement sur le marché, éléments qui représentent des pressions baissières sur les prix de l'Or noir.

S'agissant de la perspective d'un allègement de la réglementation sur les forages pétroliers américains, susceptible de permettre une augmentation de la production américaine de pétrole/liquides, nous sommes sceptiques quant à l'efficacité de cette mesure, le schiste américain s'avérant finalement plus sensible aux forces du marché, c'est-à-dire aux prix (la production américaine étant dans les mains de sociétés privées qui allouent leurs investissements en fonction de la rentabilité des projets).

L'équilibre offre-demande sur le marché du gaz en 2025-2026 devrait rester relativement tendu, l'offre supplémentaire de Gaz Naturel Liquéfié (permise par les projets de Plaquemines, Golden Pass, LNG Canada de Shell) qui devait arriver connaît des retards au moment où l'Europe cherche à remplacer les volumes de transit ukrainiens perdus et à mettre à l'arrêt des centrales au charbon.

À plus long terme, l'étroitesse du marché mondial devrait s'atténuer, grâce à une augmentation substantielle de 60% de la capacité mondiale d'exportation de GNL (de 565 milliards de m3 en 2023 à 900 milliards de m3 d'ici 2030 - estimations du Oxford Institute for Energy Studies), principalement concentrée sur les méga-trains des États-Unis et du Qatar. La majorité de la croissance de la demande mondiale de GNL pour le reste de la décennie devrait venir de l'Asie du Sud-Est (Vietnam, la Thaïlande, les Philippines...). Ces sujets sont au cœur de nos Perspectives Economiques et Financières et ont des répercussions sur les grands équilibres politiques, économiques et géopolitiques mondiaux et sur nos investissements à long terme.



Sources : Factset, Covéa Finance

Sophie Pons Dublanc

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	08/11/24	J-7	28/06/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 996	5 729	5 460	4 770	4 347	4,7	9,8	25,7	37,9	5,8	9,7	29,5	37,3
Etats-Unis - Dow Jones	43 989	42 052	39 119	37 690	33 892	4,6	12,4	16,7	29,8	5,7	12,4	20,2	29,2
Etats-Unis - Nasdaq	19 287	18 240	17 733	15 011	13 521	5,7	8,8	28,5	42,6	6,9	8,7	32,3	42,0
Japon Nikkei 300	590	569	600	500	496	3,7	-1,8	17,9	18,8	5,0	3,5	12,2	17,3
Corée du Sud KOSPI	2 561	2 542	2 798	2 614	2 427	0,7	-8,5	-2,0	5,5	0,6	-9,9	-6,5	-1,2
Chine - Shanghai	3 336	3 272	2 967	2 975	3 053	2,0	12,4	12,2	9,3	2,4	13,8	14,4	10,7
Hong Kong Hang Seng	20 728	21 134	17 719	17 047	17 511	-1,9	17,0	21,6	18,4	-0,8	17,4	25,8	18,3
Marchés Emergents - MSCI	1 136	1 122	1 086	1 024	956	1,2	4,5	10,9	18,8	2,3	4,5	14,3	18,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Décisions de justice et impacts boursiers : l'exemple du lait infantile

Depuis le mois de mars 2024, l'américain Abbott Laboratories et l'anglais Reckitt Benckiser font face à des décisions de justice en lien avec des accusations de défaut de mise en garde des consommateurs sur le lait infantile pour les nourrissons prématurés. Les plaintes portent sur le fait que les nourrissons auraient consommé des préparations spécialisées de lait des deux fabricants avant de développer une maladie grave, la NEC. Également appelée entérocolite nécrosante, la NEC est une maladie gastro-intestinale provoquant la mort des tissus intestinaux et qui présente un taux de mortalité de 15% à 40%. Les bactéries de l'intestin peuvent s'infiltrer dans l'abdomen ou dans le sang, engendrant des maladies graves ou des infections sanguines mortelles.

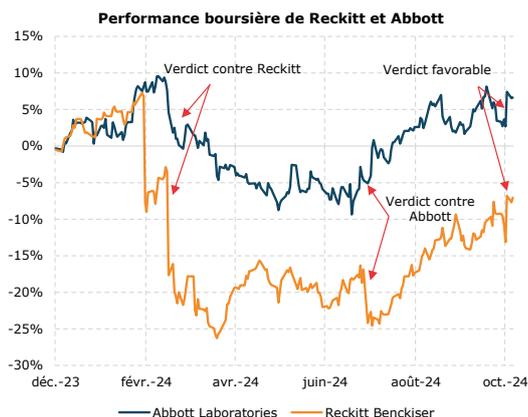
Alors que les produits mis en cause ne représentent qu'une part marginale des activités des deux sociétés, l'enjeu est double : aussi bien réputationnel que financier en cas de condamnation, impactant le cours de bourse. Le 15 mars 2024, **Reckitt perdait 15% suite à l'annonce d'une amende de 60 millions de dollars** imposée par un tribunal de l'Illinois. Le montant est à régler à une mère ayant perdu son enfant né prématuré après avoir consommé le lait infantile Enfamil de Mead Johnson, filiale de Reckitt. **Abbott perdait 5% ce même jour, sur fond de craintes d'une sanction similaire.** Deux jours plus tard, Abbott perdait 3% suite à l'annonce d'un procès en juillet en lien avec un cas de NEC chez une enfant prématurée qui aurait consommé le lait infantile Similac de la société alors qu'elle se trouvait en soins intensifs néonataux. L'enfant a survécu, mais a subi des dommages neurologiques irréversibles en raison de sa maladie et nécessitera des soins à long-terme. Le 26 juillet, **un jury de la cour de Saint Louis dans le Missouri a condamné Abbott à une lourde amende de 495 millions de dollars** de dommages et intérêts pour la mère de l'enfant, bien au-dessus des prévisions des analystes qui allaient de 60 à 100 millions de dollars. **Abbott avait alors perdu jusqu'à 7% ce jour-là, tandis que Reckitt abandonnait 9%.** Bien que la décision du jury ne fût pas unanime, elle a été soutenue par 9 des 12 jurés, soit le minimum selon la loi du Missouri pour rendre un verdict dans une affaire civile.

Les deux sociétés ont toujours nié les allégations et assuré que leurs produits étaient sûrs. Elles ont annoncé vouloir faire appel de leurs verdicts respectifs en avançant **plusieurs éléments de défense, soutenus par la communauté scientifique** : les laits infantiles sont considérés par les médecins comme faisant partie de la norme de soins et sont, avec le lait maternel, les seules options existantes pour alimenter les nourrissons. Pour les enfants prématurés, le lait infantile est d'autant plus essentiel que la mère n'est souvent pas en mesure d'allaiter. Enfin, en comparaison avec des nourrissons nés à terme, les prématurés sont par nature davantage exposés aux risques de maladies graves telles que la NEC. Les deux sociétés accusées ont par ailleurs souligné que les prescriptions de lait pour prématurés ont été faites par des médecins, chargés d'informer les patients des risques liés à la consommation. La Food and Drug Administration a quant à elle refusé tout arrêt de production par les deux sociétés, afin de ne pas accroître le risque de pénurie. En effet, Abbott et Reckitt étant les deux seuls acteurs sur le segment du lait infantile pour les prématurés, le non-approvisionnement de ce marché impacterait tous les autres nourrissons prématurés.

Le 31 octobre 2024, un tout autre verdict a été rendu dans le cadre du premier procès conjointement Abbott et Reckitt. A l'issue d'un procès de cinq semaines, **le jury de Saint Louis dans le Missouri, soit le même qui avait condamné Abbott en juillet, s'est prononcé en faveur des deux fabricants**, faute de preuves suffisantes d'un lien de causalité entre la consommation de lait et la NEC chez un enfant prématuré. La plaignante réclamait 6,2 milliards de dollars de dommages et intérêts, son fils né à moins de 28 semaines ayant développé la maladie après avoir consommé le lait infantile des sociétés potentiellement incriminées. Selon les médecins, l'enfant souffrira à vie de problèmes de santé liés à son opération chirurgicale lors de laquelle une partie de son intestin a été retirée. L'hôpital de Saint Louis était également accusé dans le procès et a été **jugé non coupable** par le jury.

Cette décision de justice, première victoire pour les deux entreprises, a rassuré les investisseurs quant au passif du règlement final qui pourrait désormais être plus faible : **les actions de Reckitt et Abbott prenaient respectivement 6,6% et 4,7% au lendemain du verdict.** Au total, près de 1000 actions en justice liées à des cas de NEC ont été déposées auprès de tribunaux étatiques ou fédéraux, dont environ la moitié dans le cadre de litiges fédéraux multidistricts. Ces procès à venir devraient continuer à ajouter de la volatilité sur les cours de bourse des deux sociétés.

Les controverses peuvent éroder, temporairement ou définitivement la réputation d'une entreprise mais aussi amener une volatilité boursière significative, reflet d'une surréaction des investisseurs. L'exemple du lait infantile et la disparité des jugements rendus dans cette affaire soulignent la nécessité d'un **travail d'analyse approfondie des controverses** et ce, dès leur survenance.



Priscille Guénier

Analyste financier et extra financier

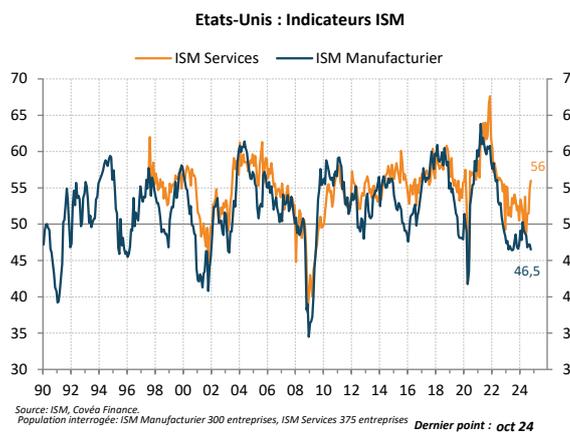


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Donald Trump emporte haut la main l'élection présidentielle et devrait disposer d'un Congrès républicain »

L'élection présidentielle 2024, annoncée très serrée, a été largement remportée par Donald Trump. Vainqueur dans les sept Etats pivots, le candidat républicain a obtenu 312 grands électeurs, contre 226 pour Kamala Harris. Au Congrès, les Républicains ont repris le contrôle du Sénat (53 sièges contre 47 pour les démocrates), une majorité relativement confortable qui devrait donner à l'administration Trump une certaine flexibilité en cas de vote dissident, notamment concernant les nominations qui doivent être validées par la Chambre Haute. Le décompte des votes pour la Chambre des Représentants n'est pas encore achevé, mais les Républicains semblent en bonne voie d'atteindre la majorité des 218 sièges (214 contre 205 pour les démocrates) alors que 16 sièges restent à attribuer. **En cas de défaite des démocrates à la Chambre, le Congrès sera entièrement à la main des Républicains, ce qui pourrait laisser toute latitude à l'administration Trump pour appliquer son programme.** Il restera à observer si l'ensemble des élus républicains soutiendront le programme de campagne, ou si des résistances se manifesteront comme lors du premier mandat de Donald Trump. Mais le parti républicain a beaucoup évolué depuis 2016 sous l'influence de l'ancien Président et les oppositions internes risquent d'être plus mesurées.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Services	Index oct.-24	56,0	54,9	56,1	52,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA% sept.-24	-1,6	0,3	12,5	0,9
Conf. des consommateurs - Michigan	Index nov.-24	73,0	70,5	59,0	65,4
Importations	Val, NCVS, GA% sept.-24	9,6	4,5	14,5	-4,9
Exportations	Val, NCVS, GA% sept.-24	0,2	4,6	17,6	-2,3

*Du 04/11/2024 au 10/11/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Baisse de la fiscalité, montée des droits de douanes et contrôle renforcé de l'immigration sont les priorités affichées par Donald Trump. Sur ces deux derniers thèmes, le Président dispose d'une certaine latitude pour agir sans l'aval du Congrès, en utilisant notamment les décrets présidentiels. **Concernant la fiscalité, Donald Trump aura besoin de l'appui du Congrès, ce que la perspective d'une victoire républicaine à la Chambre rend envisageable.** Le programme de campagne prévoit la prolongation des baisses d'impôts promulguées en 2017 (dont certaines expirent fin 2025), ainsi que la mise en œuvre de baisses d'impôts supplémentaires pour les entreprises (recul du taux d'imposition sur les sociétés à 15% pour les entreprises qui produisent aux Etats-Unis) et pour les ménages (exonérations sur les retraites, sur les heures supplémentaires...). Sur le plan commercial, la hausse annoncée des tarifs douaniers entrainera une montée des tensions commerciales, en particulier avec la Chine, mais aussi avec les pays partenaires tels que l'Union Européenne. Le Mexique pourrait aussi pâtir de ce cette nouvelle donne commerciale : l'USMCA (accord commercial signé en 2020 sous la première présidence Trump liant le Mexique, les Etats-Unis et le Canada) comprend une clause de réévaluation en juillet 2026, et pourrait être largement révisé. Plus globalement, la croissance du reste du monde pourrait être affectée par une réduction des flux commerciaux induite par la montée des barrières commerciales. Les mesures de représailles potentielles des partenaires des Etats-Unis rendent l'effet de ces droits de douanes incertains sur la croissance américaine. Concernant l'immigration, le candidat Donald Trump a promis une politique beaucoup plus restrictive, avec le renvoi massif des migrants illégaux à l'étranger, et la poursuite de la construction du mur à la frontière avec le Mexique. Par ailleurs, Donald Trump entend mettre en œuvre un nouvel effort de déréglementation et de réduction des coûts de fonctionnement de l'Etat fédéral. Les impacts de ce programme sur la croissance sont incertains : si les baisses d'impôt et la déréglementation sont de nature à stimuler

l'activité, la hausse des droits de douanes et la restriction de la main d'œuvre induite par le durcissement de la politique migratoire pourraient également affecter la croissance. Concernant les prix, **les effets conjugués des baisses d'impôts, de la montée des droits de douanes et de la politique migratoire plus restrictive pourraient raviver les pressions inflationnistes**, ce qui conforte notre vision vigilante quant à la décreue de l'inflation.

Sur le plan international, la perspective de nouvelles barrières tarifaires pourrait raviver les tensions avec la Chine. En Europe, la poursuite de l'aide à l'Ukraine pourrait être remise en question (le futur Vice-Président J.D. Vance s'y est toujours opposé), et l'OTAN pourrait être affaiblie par la deuxième présidence Trump. Au Moyen Orient, la position américaine devrait se durcir vis-à-vis de l'Iran et le soutien à Israël se renforcer.

Lors de sa réunion de novembre, le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale a poursuivi le mouvement d'assouplissement monétaire à un rythme moins soutenu. Après une baisse de 50 points de base (bp) en septembre, les banquiers centraux ont voté à l'unanimité une baisse de 25 bp, portant la fourchette cible de son taux directeur à [4,50% ; 4,75%]. Le ton de Jerome Powell lors de la conférence de presse était plutôt accommodant. Il s'est montré confiant dans la trajectoire de l'inflation et a déclaré qu'un affaiblissement supplémentaire du marché du travail ne serait pas le bienvenu. Interrogé sur les conséquences des élections sur la trajectoire de taux, il a affirmé que la Réserve fédérale n'intégrerait tout changement de politique budgétaire dans ses projections qu'après son adoption, et qu'elle déciderait de la manière de réagir à une date encore plus tardive. Ainsi, d'éventuels ajustements de la trajectoire ne devraient pas intervenir à court terme. Ces éléments rendent envisageable une baisse supplémentaire de 25 bp en décembre, conformément aux projections de septembre des membres du comité de politique monétaire (FOMC). M. Powell a également déclaré qu'il comptait finir son mandat, qui s'achève en mai 2026, même si le Président élu Donald Trump lui demande de partir.

L'indicateur d'enquête ISM services s'est affirmé en octobre et décrit une croissance robuste de l'activité. L'indice s'établit à 56 après 54,9 points en septembre. Les sous-composantes sont contrastées : les nouvelles commandes et le niveau d'activité reculent légèrement à 57,4 et 57,2, des niveaux toujours confortables, tandis que l'emploi progresse à 53, après 48,1 en septembre. Les participants à l'enquête ont indiqué que leurs entreprises avaient été affectées par les ouragans et les grèves portuaires.

Après deux mois de grèves, les salariés de Boeing ont voté l'accord proposé par la direction qui prévoit une augmentation de salaire de 38% sur 4 ans ainsi qu'une prime de 12 000\$. Cet accord est proche de la première demande des syndicats (40% sur 4 ans), tandis que la direction avait proposé initialement une hausse de 25%. Cette augmentation très significative, après celle accordée en septembre aux dockers de la côte est (+62% sur 6 ans), illustre le maintien de pressions salariales importantes, malgré un marché du travail qui donne des signes de ralentissement. **Ces éléments nous rappellent que le risque lié à la boucle prix-salaire ne peut être considéré comme écarté.**

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

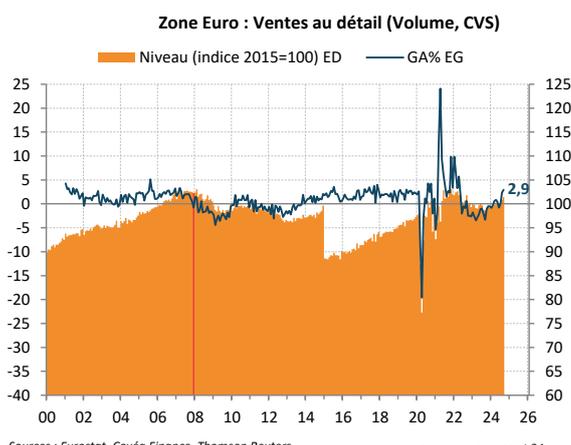


Suivi Macroéconomique

Europe

« Reprise de la consommation en zone euro ? »

Dans la zone euro, les ventes au détail en volume ont enregistré en septembre une troisième hausse mensuelle consécutive (+0,5% par rapport à août). Alors qu'Eurostat n'a encore donné aucun détail sur les sources de la croissance au troisième trimestre, cette estimation des ventes au détail indique que la consommation des ménages a été l'un des moteurs de l'accélération de l'activité durant les mois d'été, avec une progression des ventes au détail de 0,9% par rapport au trimestre précédent, la plus forte depuis fin 2021. Le rythme de croissance sur un an est aussi orienté à la hausse et atteint 2,9% en septembre, après +2,2% le mois précédent.



Sources : Eurostat, Covéo Finance, Thomson Reuters

Après un rebond un peu moins fort qu'initialement annoncé en août, **la production industrielle allemande a rechuté de 2,5% en septembre**. L'activité dans le secteur a reculé de 1,9% en séquentiel au troisième trimestre et son recul sur un an s'est amplifié, à 4,6% contre 3,0% le mois précédent. La production du secteur automobile, qui avait bondi de 15,4% en août, a rechuté de 7,8% en septembre. L'activité s'est aussi nettement contractée dans le secteur de la chimie, expliquant en grande partie la baisse de 3,3% de la production des branches les plus énergivores. La production manufacturière a reculé de 2,7% avec des baisses de ses trois grandes composantes : biens d'équipement, biens intermédiaires et biens de consommation.

En France, la production industrielle, dont le rebond du mois d'août a été revu à la baisse, a reculé plus qu'attendu en septembre (-0,9%). La contraction (-0,8% sur le mois) de l'activité manufacturière a été modérée par la fabrication d'équipements de transport, malgré la baisse de 2,0% du secteur automobile. Parmi les biens d'équipement, on notera le rebond de 2,0% de la fabrication d'équipements électriques, mais qui ne compense pas sa chute du mois précédent.

L'Eurogroupe, en configuration élargie (c'est-à-dire qui inclut les ministres des pays de l'Union européenne hors zone euro) a publié un communiqué sur la compétitivité de l'économie européenne. Celui-ci reprend les grands thèmes développés dans les rapports Letta et Draghi, dont certains sont au cœur des programmes actuels comme NGEU, sur la productivité, avec un passage sur la nécessaire adaptation des systèmes de formation aux exigences nouvelles ; accès à l'énergie, avec le développement de renouvelables, mais aussi des investissements dans les réseaux pour les rendre compatibles entre eux et les interconnecter. Il est également réaffirmé la volonté d'assurer la sécurité économique en luttant contre le dumping des partenaires, si possible via les voies « légales » de l'OMC, et en passant des accords pour sécuriser les approvisionnements. On retrouve aussi dans cette déclaration l'importance du marché unique et de l'amélioration de son fonctionnement.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	sept.-24	2,8	2,2	1,3	-1,9
AL Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-24	-4,5	-2,7	-0,3	-1,9
FR Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-24	-0,6	0,1	0,1	0,7
IT Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	sept.-24	2,1	-0,4	0,2	-2,9
IT Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-24	-3,9	-3,3	0,4	-2,1
ES Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-24	0,6	-0,1	2,0	-1,4

*Du 04/11/2024 au 10/11/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Pour remplir ces objectifs, les financements publics, notamment via NGEU, ne suffisent pas. Il est donc nécessaire d'approfondir et d'achever le marché unique des capitaux afin de trouver et d'inciter les financements privés de ces projets.

Lors d'un séminaire organisé par l'Université de Londres, **Luis de Guindos a réaffirmé que l'inflation est à ses yeux en voie de rejoindre l'objectif de la BCE**, même si les effets de base sur les prix de l'énergie impliquent qu'elle va continuer à remonter un peu à court terme. En conclusion de son intervention, le vice-président de la BCE a toutefois répété que les prochaines décisions du Conseil des gouverneurs continueront à se fonder sur le jugement que porte les banquiers centraux sur les perspectives d'inflation à la lumière des indicateurs économiques et financiers sur la dynamique de l'inflation sous-jacente et sur la force de la transmission de la politique monétaire : « **Nous continuerons à suivre une démarche de dépendance aux données, réunion après réunion, pour déterminer le niveau et la durée appropriés de restriction, sans suivre un chemin préétabli** ». Gabriel Makhoulf, gouverneur de la Banque centrale d'Irlande a tenu des propos proches, vendredi. Il considère que, bien que l'objectif d'inflation est en vue, il convient de maintenir une approche prudente de la politique monétaire.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) baisse son taux directeur de 25 points de base à 4,75% et réitère son message d'approche « graduelle ». Après une première baisse de taux en août, le comité de politique monétaire de la banque centrale britannique a décidé à une large majorité (huit membres sur neuf) qu'il était approprié de baisser de nouveau le taux directeur. Dans son communiqué, la BoE a mis en avant les progrès sur l'inflation, qui s'est maintenue proche de la cible des 2% sur les derniers mois. Le gouverneur Andrew Bailey a néanmoins souligné que l'inflation pourrait remonter lors des prochains mois, à mesure que la dynamique de baisse des prix de l'énergie s'estompe. Les prévisions d'inflation ont par ailleurs été révisées en hausse : elle pourrait atteindre 2,7% fin 2025 et 2,2% fin 2026 (contre respectivement 2,2% et 1,6% dans les prévisions d'août). Une partie de cette révision haussière est liée aux potentiels impacts inflationnistes du budget présenté fin octobre par le gouvernement. Outre les incertitudes liées au budget, Andrew Bailey a signalé que le manque de données fiables sur l'état du marché du travail et le risque de montée des tensions commerciales dans le monde augmentaient les incertitudes concernant l'évolution de l'inflation. Dans ce contexte, le gouverneur a indiqué, durant la conférence de presse, que la Banque d'Angleterre continuerait d'adopter une approche graduelle dans l'assouplissement de la politique monétaire.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : le risque politique en Europe, au tour de l'Allemagne

En Allemagne, la fragilité de la coalition au pouvoir depuis 2021 -composée du SPD, des Verts et du FDP- n'a fait que s'amplifier ces dernières semaines, jusqu'à ce que les dissensions s'exacerbent sur le budget 2025. Le point de rupture a été atteint la semaine dernière avec l'échec de réunions au sommet entre le Chancelier social-démocrate, Olaf Scholz et ses ministres de l'économie (l'écologiste Robert Habeck) et des finances (le libéral Christian Lindner). La réunion de mercredi s'est terminée par le limogeage de ce dernier et, par conséquent, l'éclatement de la coalition.

Dans la foulée, **Olaf Scholz a annoncé son intention de poser la question de confiance au Bundestag le 15 janvier, pour des élections législatives anticipées en février soit plus six mois avant la date initialement prévue.** Son intention est de diriger un gouvernement minoritaire jusque-là. Il souhaite négocier avec les responsables de l'opposition conservatrice pour parvenir à faire voter un budget avant la fin de l'année. Mais le Chancelier sortant ambitionne également de défendre plusieurs textes d'ici la fin de l'année -notamment sur les retraites, les allocations familiales ou encore sur des allègements de charges pour soutenir l'industrie. Cela, évidemment dans une volonté d'embellir son bilan avant de retourner devant les électeurs.

La Loi fondamentale allemande indique que le vote sur la motion doit intervenir 48h après que celle-ci a été déposée par le Chancelier.

En cas de rejet de cette motion de confiance, très probable dans le cas présent, le Président de la République fédérale peut, sur proposition du Chancelier, dissoudre le Bundestag (chambre basse du Parlement allemand) dans les 21 jours. Néanmoins, la Loi fondamentale ouvre la possibilité pour l'assemblée existante de désigner un nouveau Chancelier dans ce délai. Une telle issue, théoriquement possible au regard de la composition du Bundestag, semble toutefois improbable en raison de la proximité de la fin de la législature et de l'état des récents sondages.

Une fois la dissolution prononcée par le Président, de nouvelles élections doivent être organisées dans les 60 jours.

Depuis mercredi soir, Olaf Scholz a été soumis à une forte pression, tant de la part de l'alliance CDU-CSU que du patronat, mais aussi de l'opinion publique et même de ses partenaires de la coalition, pour modifier ce calendrier et raccourcir ces délais.

En position de force à en croire les sondages d'opinion, Friedrich Merz, président de la CDU et candidat déclaré de l'alliance CDU-CSU à la chancellerie, a demandé au Chancelier sortant de déposer sa motion de confiance le plus rapidement possible. Les représentants patronaux mettent en avant la nécessité de réduire le plus possible la période d'incertitude qu'a ouvert le limogeage de Christian Lindner et la fin de la coalition, dans un contexte où la conjoncture économique allemande est déjà dégradée et où les conséquences économiques potentielles des résultats des élections américaines inquiètent les chefs d'entreprises allemands.

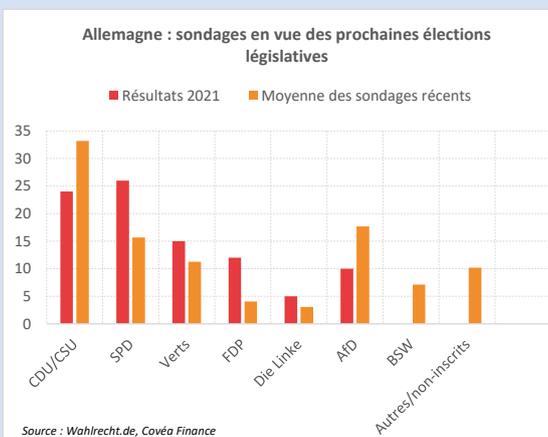
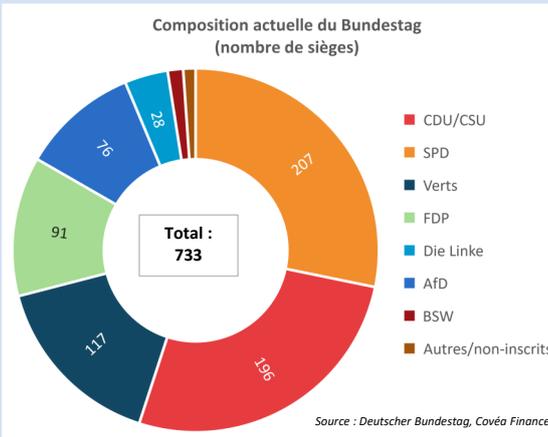
In fine, **un accord a été trouvé entre la CDU et le SPD pour avancer par rapport au calendrier proposé par Olaf Scholz : le vote sur la motion de confiance interviendra le 16 décembre, pour des élections générales le 23 février.**

Pour la suite, **les sondages disponibles montrent une situation politique éclatée.** Les grands gagnants seraient l'alliance CDU/CSU et l'AfD, la moyenne des récents sondages accordant aux premiers un tiers des suffrages exprimés contre 24% recueillis en septembre 2021, alors que les seconds approcheraient 18% des voix contre 10% il y a un peu plus de trois ans. Au contraire, les membres de la coalition perdraient entre 4 points de pourcentages (pour les Verts) et 10 points (pour le SPD). Avec 4% des intentions de vote, le parti libéral ne serait plus représenté à l'Assemblée.

Bien sûr, la politique migratoire devrait être centrale dans les thèmes de la campagne électorale, mais, **ce qui est notamment en jeu dans cette élection, c'est la stratégie économique et budgétaire de l'Allemagne pour ces prochaines années.** Outre les investissements identifiés pour les transitions énergétique et numérique, voire pour adapter le pays aux conséquences du changement climatique, l'Allemagne a besoin d'augmenter ses investissements en infrastructures, en raison de la forte compression des dépenses publiques en la matière intervenue depuis de nombreuses années. Ainsi, s'il apparaît nécessaire de trouver des incitations à investir pour le secteur privé, les finances publiques doivent aussi contribuer. Cela appelle des choix budgétaires drastiques, mais aussi, de l'aveu même des responsables politiques qui ont contribué à sa mise en place, une réforme du mécanisme constitutionnel de frein à l'endettement de l'Etat fédéral.

Parmi les partis susceptibles de mener une nouvelle coalition, personne ne propose de supprimer purement et simplement ce mécanisme. Mais la nécessité de le réformer semble faire l'objet d'un large consensus. Parmi les propositions les plus abouties qui ont été mises sur la place publique, le « Conseil des sages », un groupe d'économistes chargés de conseiller le gouvernement, a proposé un système dépendant du niveau de la dette rapportée au PIB, avec une autorisation de déficit structurel du budget fédéral de 1% du PIB quand ce ratio de dette est inférieur à 60%, de 0,5% quand il s'établit entre 60% et 90%, et toujours de 0,35% au-delà. D'après leurs calculs, cela libérerait une capacité d'investissements publics d'environ 50Mds€ d'ici 2027.

Mais le processus de réforme de cette mesure institutionnelle sera long. Il faudra déjà trouver une entente au Bundestag pour former une coalition, et qu'une telle mesure fasse partie du contrat de coalition. Cela peut prendre plus de deux mois. Il faudra ensuite trouver des aménagements suffisamment consensuels pour qu'ils soient acceptés par les deux tiers au Bundestag comme au Bundesrat.



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

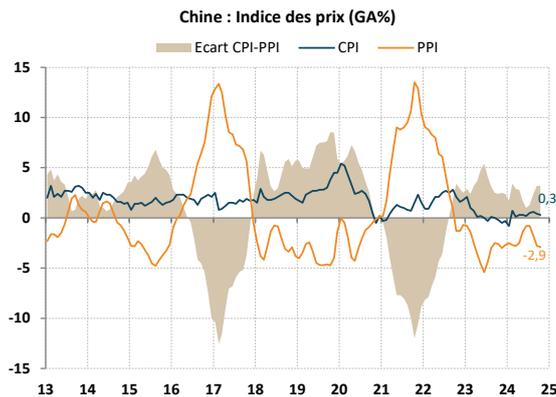
Asie

« Les exportations chinoises rebondissent mais la demande domestique reste faible »

Les exportations chinoises se reprennent vigoureusement en octobre, soutenues par des facteurs temporaires. Les exportations progressent de 12,7% en glissement annuel (GA) en octobre, soit un plus haut sur les deux dernières années, après avoir affiché une dynamique particulièrement faible en septembre (2,4%). Cette volatilité semble refléter, en partie, les conséquences des aléas climatiques de septembre qui ont amené à un report de certaines commandes à octobre. Ces données ont surpris à la hausse dans la mesure où l'enquête PMI d'octobre faisait état d'une faible demande extérieure. Cette dynamique s'est généralisée aux principaux partenaires commerciaux de la Chine mais a été particulièrement prononcée à destination des pays de l'ASEAN. Par produits, les exportations ont été vigoureuses dans l'électronique et, en particulier, les semi-conducteurs, alors que les exportations de véhicules se sont modérées. En revanche, les importations ont reculé de 2,3%, après une légère hausse de 0,3% en septembre, témoignant de la faiblesse toujours importante

de la demande domestique chinoise. Les importations de pétrole ont reculé de 8,7% en volume, après -0,5% en septembre, mais les importations de charbon ont fortement accéléré de 28,5%, après 12,9%. Ainsi, la balance commerciale chinoise affiche une nette amélioration avec un excédent 95 Mds\$ sur le mois, contre 82 Mds\$ en septembre. Néanmoins, l'élection de D. Trump aux Etats-Unis, qui a indiqué, durant la campagne, souhaiter une hausse des droits de douane de 60% sur les produits chinois, devrait fortement affecter les exportations dès 2025.

Outre le recul des importations, l'atonie des prix et le ralentissement du crédit illustrent la faiblesse de la demande domestique. L'inflation a baissé à 0,3% en glissement annuel en octobre contre 0,4% en septembre, principalement en lien avec les prix de l'alimentation et de l'énergie alors que l'inflation sous-jacente a légèrement progressé à 0,2% (+0,1 point). L'indice des prix à la production conserve une évolution largement négative, à -2,9% en glissement annuel, en baisse par rapport à -2,8% en septembre. Du côté du crédit, les données restent mal orientées. La croissance des financements agrégés à l'économie se modère à 7,8% en GA contre 8% septembre.



Source : Covéa Finance, NBS

Au Japon, le Premier ministre Ishiba a été confirmé à son poste par le Parlement malgré la perte de majorité absolue de sa coalition. La majorité relative de la coalition de centre droit, Parti libéral démocrate - Komeito, a été suffisante pour voter le maintien de S. Ishiba à son poste lors de votes aux chambres haute et basse du parlement le 12 novembre. La division des partis d'opposition n'a, en effet, pas permis à un autre candidat de s'imposer. Lors du deuxième tour du vote à la chambre basse, S. Ishiba a obtenu 221 voix sur 465, contre 160 pour son principal rival du Parti démocratique constitutionnel (centre gauche), Yoshihiko Noda, et 84 votes ont été déclarés nuls. Le Premier ministre dirigera désormais le premier gouvernement minoritaire du pays des 30 dernières années.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
JP	Salaires	CVS, GA%	sept.-24	2,8	2,7	1,8	1,2
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-24	0,3	0,4	2,0	0,2
CH	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-24	0,2	0,1	0,9	0,7
	Exportations	Val, NCVS, GA%	oct.-24	12,7	2,5	5,6	-4,7
	Importations	Val, NCVS, GA%	oct.-24	-2,3	0,3	0,7	-5,5

* Du 04/11/2024 au 10/11/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Un des enjeux majeurs des prochaines semaines sera le vote du budget 2025 qui nécessitera le soutien d'au moins un des partis d'opposition. Au cours des semaines précédentes, le gouvernement semble s'être particulièrement rapproché du Parti démocrate du peuple (PDP, centre droit, 28 sièges à la chambre basse) qui pourrait soutenir le gouvernement en échange de concessions politiques. Une telle alliance irait dans le sens de politiques économiques plus expansionnistes dans la mesure où le PDP s'est largement prononcé en faveur de baisses d'impôts, notamment sur le revenu et l'essence.

Les salaires japonais confirment leur vigueur en septembre. Ils affichent une croissance à 2,8%, comme en août. Les salaires contractuels, une composante durable des salaires, continue d'accélérer pour un 8ème mois consécutif pour atteindre 2,6%. Les salaires évoluent ainsi pratiquement au même rythme que l'inflation, puisque le salaire réel était presque stable à -0,1% en septembre après -0,6% en août. Lors de la dernière réunion de la Banque du Japon (Boj), le gouverneur Ueda avait estimé que la croissance actuelle des salaires, autour de 3%, était compatible avec l'objectif d'inflation de 2% et que, si cette tendance de hausse se poursuivait, la probabilité que la Boj atteigne son objectif augmentera. Il a notamment indiqué que la Boj suivra de près la publication des données de salaire du mois prochain qui devrait intégrer la hausse du salaire minimum de 5% annoncée par le gouvernement.

En Australie, la banque centrale a, à nouveau, maintenu son taux directeur inchangé à 4,35%, en ligne avec les attentes. Cela fait maintenant 1 an qu'elle maintient le statu quo. Elle conserve ainsi un biais plus restrictif que les autres grandes banques centrales qui, pour la plupart, ont amorcé leur cycle de baisse de taux. Pourtant, l'inflation a poursuivi sa modération au T3, à 2,8% en glissement annuel, soit 1 point de pourcentage de moins qu'au T2, retrouvant ainsi la fourchette cible de la RBA, qui se situe entre 2 et 3%. Dans sa communication, la RBA a toutefois mis l'accent sur l'inflation sous-jacente qui reste plus élevée à 3,5%. La RBA a réitéré dans son communiqué qu'« il faudra encore du temps avant que l'inflation ne se situe durablement dans la fourchette cible » et laissé entendre qu'il faudrait non seulement retrouver la fourchette cible, mais s'approcher du milieu de celle-ci. La RBA reste, en effet, préoccupée par le dynamisme du marché du travail qui pourrait continuer d'alimenter des pressions inflationnistes.

En Corée du Sud, l'inflation montre des signes de faiblesse. Elle a atteint 1,3% en octobre après 1,6% en septembre, en lien avec une modération des prix généralisée, mais surtout visible dans les biens industriels. L'inflation sous-jacente s'est également modérée à 1,8% après 2% en septembre. Couplée à la croissance décevante du PIB, cette donnée devrait renforcer la banque centrale dans la poursuite de l'assouplissement de sa politique monétaire amorcée en octobre.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

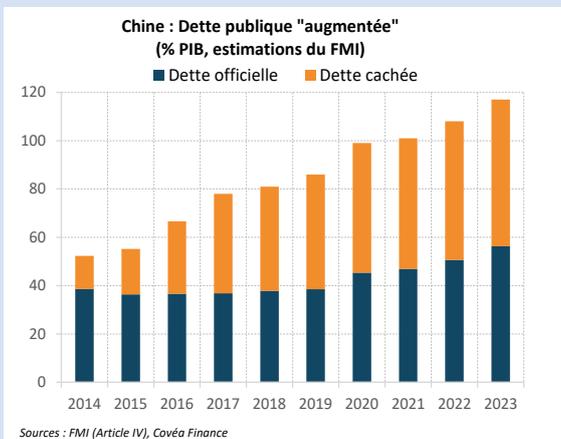
Focus : Les autorités chinoises annoncent un plan de soutien aux gouvernements locaux surendettés qui ne constitue toutefois pas une politique expansionniste

A l'issue de sa réunion du 4 au 8 novembre, le Comité permanent de l'Assemblée nationale populaire a annoncé un plan de 10 000 Mds RMB (1 400 Mds\$) sur 5 ans visant à remplacer une partie de la « dette cachée »* des gouvernements locaux par de la dette publique officielle. Les taux sur la dette officielle étant plus faibles que ceux sur la dette cachée, ce plan devrait permettre de réduire le fardeau de la dette des autorités locales. Néanmoins, cet échange de dette à grande échelle ne constitue pas, en soit, une impulsion budgétaire. Les caractéristiques de ce plan, détaillées ci-dessous, interrogent sur son effet sur l'investissement des autorités locales. S'il devrait leur permettre de disposer de marges de manœuvre supplémentaires, il fait également peser sur elles une grande partie de l'effort de restructuration. Par ailleurs, le gouvernement a renouvelé son engagement de septembre en faveur de mesures de recapitalisation des banques et de soutien à la consommation, mais sans apporter d'indications supplémentaires.

Parmi ces 10 000 Mds RMB d'obligations spéciales des gouvernements locaux approuvés pour des échanges de dette, 6 000 Mds RMB seront utilisés sur une période de 3 ans (2024-26) et 4 000 Mds RMB étalés sur une période de 5 ans (2024-28). Ces échanges de dette porteront donc sur 2 800 Mds RMB par an sur la période 2024-26, puis 800 Mds RMB par an sur la période 2027-28. Néanmoins, le plafond de la dette des gouvernements locaux associé à ces obligations spéciales n'augmentera que de 6 000 Mds RMB (porté à 35 500 Mds RMB fin 2024 contre 29 500 Mds RMB auparavant), ce qui implique que les 4 000 Mds RMB d'échange de dettes supplémentaires seront prélevés sur le quota annuel d'obligations spéciales des gouvernements locaux sur cette période. **Concrètement, 60% de l'effort de réduction de la « dette cachée » de ce plan passeront par une augmentation du plafond de « dette officielle » et 40% de cet effort passeront par l'utilisation de financements déjà prévus, mais qui auraient pu être utilisés pour d'autres dépenses.**

Selon le ministre des Finances Lan Fo'an, ce programme d'échange de dettes permettra aux gouvernements locaux d'économiser un total de 600 Mds RMB en paiement d'intérêts sur 5 ans. Outre ce programme, le ministre des Finances a indiqué que les gouvernements locaux devront rembourser les 2 000 Mds RMB de « dette cachée », liée à la rénovation des bidonvilles, due à partir de 2029. Cet effort de restructuration reposera également sur les finances des autorités locales, affectant ainsi leur capacité à soutenir l'économie. Lan Fo'an a déclaré que l'ensemble de ces efforts devraient permettre, d'ici 2028, une réduction de la « dette cachée » des autorités locales à 2 300 Mds RMB contre 14 300 Mds RMB aujourd'hui (un chiffre bien inférieur à l'estimation du FMI à 66 Mds RMB en 2024). **Ainsi, le gouvernement cible une réduction de 12 000 Mds RMB de la dette cachée avec une hausse de seulement 6 000 Mds RMB de la dette officielle. Il s'agit donc davantage d'un plan d'austérité que d'une politique expansionniste... sauf à ce que les autorités locales continuent d'émettre de la dette cachée au cours des prochaines années.**

* La « dette cachée » des gouvernements locaux concerne les financements qu'ils obtiennent en contournant les restrictions sur leur endettement direct, tel que le plafond sur la dette associée aux obligations spéciales. Ces fonds sont levés par l'intermédiaire des « véhicules de financement des gouvernements locaux », des entités publiques créées spécifiquement pour remplir ce rôle. Le FMI propose une vision « augmentée » de la dette publique chinoise pour intégrer cette « dette cachée » qui est visible sur le graphique.



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.