

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

6 janvier 2025

De bonnes résolutions...

La Commission Européenne a validé au cours du mois de décembre un budget de 10,6 milliards d'euros pour financer le projet de constellation de satellites IRIS² (Infrastructure pour la Résilience, l'Interconnectivité et la Sécurité par Satellite). Le développement de ce projet est une illustration supplémentaire de la recherche de souveraineté que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières. Ce programme, le troisième plus gros en Europe sur le segment spatial après celui dédié au système de navigation par satellite (Galileo) et celui dédié à l'observation de la Terre (Copernicus), vise donc à fournir un accès à des communications sécurisées aux Etats membres de l'Union Européenne (UE) et plus largement un accès internet à haute vitesse pour les entreprises et les habitants des pays de l'UE qui n'en ont pas encore. L'UE ne s'en cache pas, elle ne souhaite plus dépendre de tiers dans ce domaine. Plus que cela, il reflète également la volonté de redonner de la visibilité à une chaîne de valeur en crise depuis plusieurs années et de favoriser l'innovation au travers de l'écosystème du « New Space ». C'est en effet toute l'industrie spatiale européenne qui a été mise à mal par le développement fulgurant de Starlink (Elon Musk) et de ses constellations de satellites situées en orbites moyennes et basses et du lanceur américain SpaceX. Chaque compartiment de cette chaîne doit se réinventer pour s'adapter à cette nouvelle concurrence. Le lanceur Arianespace a réussi cette année le premier vol de son modèle de dernière génération Ariane 6 et contribue au développement d'un lanceur réutilisable via la jeune entreprise MaïaSpace. Les constructeurs de satellites au premier rang desquels Airbus (Defense and Space) et Thales (Alenia Space) ont dû restructurer leurs divisions spatiales pour se mettre en ordre de marche face à une demande structurellement plus faible. Les acteurs les plus pénalisés étant les opérateurs de ces infrastructures satellitaires (SES, Eutelsat) à cause des surcapacités accumulées depuis plusieurs années.

La création du consortium SpaceRISE autour de ces entreprises remet en avant le modèle collaboratif européen bien connu dans ce secteur ou dans celui de l'aviation civile au travers du succès d'Airbus. Son exploitation se structure également sous la forme d'un partenariat public privé sur la base d'une concession de 12 ans, là aussi une spécialité européenne en termes de financement. La validation de ce projet par l'UE apparaît donc comme une bonne résolution pour commencer 2025 et valide l'importance du spatial dans la recherche de souveraineté. Pour autant, la prudence reste de mise à l'image des dernières initiatives de l'UE en termes de plan, quand on constate que le calendrier du projet a déjà pris beaucoup de retard, et que le nombre de satellites de la constellation (290) paraît faible pour assurer l'indépendance de l'UE en matière de communication par satellite surtout face à la flotte de plusieurs milliers de satellites de Starlink.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Julien Chevalier

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	03/01/25	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,031	1,081	1,095	-4,6 ↓	-5,8 ↓
€ / £	0,830	0,832	0,863	-0,3 ↓	-3,9 ↓
€ / Yen	162,08	165,25	158,30	-1,9 ↓	2,4 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	77	76	78	1,2 ↑	-1,4 ↓
Indice CRB*	536	538	509	-0,3 ↓	5,4 ↑
Prix de l'once d'Or	2 655	2 706	2 050	-1,9 ↓	29,5 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 877	9 664	8 467	-8,1 ↓	4,8 ↑
Indice Baltic Dry**	1 072	1 451	2 086	-26,1 ↓	-48,6 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2505	2332	1897	7,4 ↑	32,1 ↑

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

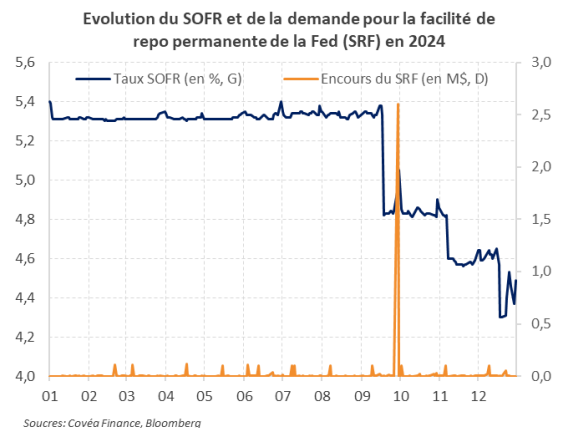
L'analyse des marchés :

Aux Etats-Unis, le taux d'intérêt à 10 ans était en baisse de 3 points de base (pbs) sur la semaine à 4,60%. Vendredi, il a tout de même subi quelques pressions à la hausse après la publication d'indicateurs d'enquête sur le secteur manufacturier meilleurs qu'attendus. En zone euro, le mouvement s'est surtout fait sur les journées de jeudi et vendredi après un début de semaine calme. Les taux clôturent en hausse avec une amplitude plus marquée pour la France où les investisseurs semblent s'être concentrés sur l'offre record à venir avec 300 Mds€ (net des rachats) à émettre par le pays. Sur la maturité 10 ans : le taux français prenait 7 pbs à 3,29%, l'Italie 4 pbs à 3,59% alors que l'Allemagne augmentait de seulement 3 pbs à 2,43%. Il en résulte un écart de rendement OAT-Bund à 10 ans qui se creuse de 5 pbs à 86 pbs, proche des niveaux connus au moment de la dissolution en juin. Sur le crédit, la liquidité du marché était faible en attendant le retour des investisseurs.

Le Focus de la semaine : Une fin d'année mitigée pour le marché monétaire américain

Après avoir été une solution temporaire, le Standing Repo Facility (SRF) est devenu un outil permanent de la Réserve Fédérale (Fed) en juillet 2021. Par son intermédiaire, la Fed propose chaque jour des opérations de mise en pension (repo) aux contreparties (banques et teneurs de marché) qui peuvent obtenir des liquidités en échange de garanties (titres du Trésor et dettes d'Agences). Le taux d'intérêt applicable est celui de la borne haute de la fourchette de taux de la Fed, faisant du SRF un plafond implicite pour les taux du financement au jour le jour, notamment pour *le taux effectif des Fed Funds*¹. En tant que filet de sécurité, le SRF pourrait être un substitut au financement de marché dans le cas où il deviendrait difficile de trouver des liquidités en quantité suffisante et à un taux raisonnable.

Jusqu'à présent, il a été très peu sollicité. Plusieurs raisons opérationnelles et techniques l'expliquent mais la principale est la peur de stigmatisation. Les contreparties craignent d'être catégorisées comme une « entité en difficulté » si elles vont se financer auprès de la banque centrale. La Fed lutte pour réduire les freins en adoptant un discours incitatif et en testant de nouvelles modalités. Le 19 décembre 2024, la Fed de New York a annoncé mener des opérations supplémentaires chaque jour ouvrable du 30 décembre au 3 janvier. En plus des opérations habituelles qui se déroulent de 13h30 à 13h45, la Fed a proposé des opérations exceptionnelles de 8h15 à 8h30 ces jours-là. Au-delà d'être un soutien à une potentielle demande de liquidités accrue en fin d'année, la Fed cherche aussi à avoir une meilleure compréhension de la manière dont les heures d'opération peuvent aider au bon fonctionnement du marché pendant les phases de tensions. Pour rappel, aux dates de clôture des comptes trimestriels et annuels, les banques réduisent leurs activités à forte intensité bilantielle à des fins réglementaires, comme les opérations de repo. Il y a donc moins de prêteurs sur le marché pour offrir des liquidités, d'où les risques de tensions sur les taux monétaires. Sur les deux dernières semaines, des pressions ont émergé : le *SOFR*², taux de référence du marché monétaire américain, a augmenté de 19 points de base (pbs) à 4,49% au 31/12 en touchant un plus haut à 4,53% le 26/12. Par ailleurs, le niveau des réserves bancaires est tombé sous la barre symbolique des 3000 Mds\$, en baisse de 326 Mds\$ sur une semaine pour atteindre 2890 Mds\$ au 01/01 (plus bas depuis octobre 2020 et plus forte baisse hebdomadaire depuis deux ans et demi). Malgré tout, il n'y a eu aucune demande pour le SRF, que ce soit pour les opérations habituelles ou pour les exceptionnelles. Les troubles étaient-ils finalement suffisamment contenus pour ne pas avoir recours aux liquidités de la Fed ? Il y a peu d'explication pour le moment, peut-être que les acteurs étaient mieux préparés aux distorsions de fin d'année, en particulier après la dernière clôture trimestrielle de septembre (où le *SOFR* avait augmenté de 21 pbs en deux jours et où la demande pour le SRF avait été de 2,6 Mds\$) ou peut-être que la facilité de la Fed ne remplit toujours pas son rôle... A l'avenir, la banque centrale pourrait continuer de redorer l'image du SRF et en modifier les conditions pour qu'il soutienne correctement la liquidité du marché. Un SRF efficace permettrait à la Fed de poursuivre la réduction de son bilan et cela sans craindre un déraillement du marché monétaire tel qu'observé en septembre 2019. Dans le cadre du suivi de nos Perspectives Economiques et Financières, nous continuerons à apporter une attention particulière au suivi du marché monétaire et aux signaux d'alerte sur la liquidité qui pourraient en émerger.



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

2 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)				
	03/01/25	J-7	07/11/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y				
	Taux directeurs					Variations (en pbs)									
Réserve Fédérale Américaine	4,50	4,50	4,75	5,50	5,50	0,00	→	-0,25	↓	-1,00	↓				
BCE - Taux Repo	3,15	3,15	3,40	4,50	4,50	0,00	→	-0,25	↓	-1,35	↓				
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,00	3,00	3,25	4,00	4,00	0,00	→	-0,25	↓	-1,00	↓				
Banque d'Angleterre	4,75	4,75	4,75	5,25	5,25	0,00	→	0,00	→	-0,50	↓				
Banque du Japon	0,25	0,25	0,25	-0,10	-0,10	0,00	→	0,00	→	0,35	↑				
	Taux 10 ans					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)				
Etats-Unis	4,60	4,63	4,33	3,88	4,00	-3	↓	27	↑	72	↑	32	↑	21	↑
Allemagne	2,43	2,40	2,45	2,02	2,12	3	↑	-2	↓	40	↑	27	↓	23	↓
France	3,29	3,21	3,20	2,56	2,66	7	↑	8	↑	73	↑	94	↑	52	↓
Italie	3,59	3,54	3,73	3,70	3,82	4	↑	-14	↓	-11	↓	109	↑	67	↓
Royaume-Uni	4,59	4,63	4,50	3,54	3,64	-4	↓	9	↑	106	↑	18	↓	56	↑
Japon	1,10	1,13	1,01	0,61	0,62	-2	↓	9	↑	49	↑	50	↓	120	↑
	Crédit					Variations (en pbs)									
Indice Itraxx Main	56,7	56,6	54,8	58,1	64,8	0,1	↑	1,8	↑	-1,4	↓				
Indice Itraxx Crossover	306,9	310,5	290,8	309,9	343,1	-3,6	↓	16,1	↑	-3,0	↓				

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

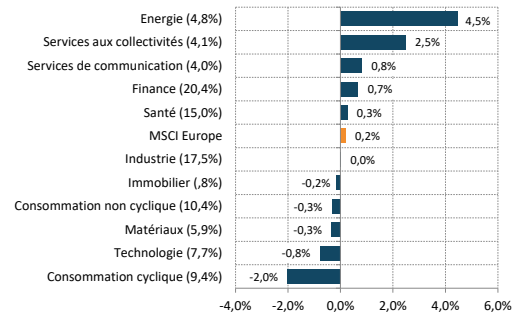
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) affiche une légère hausse de +0,2% sur la semaine écoulée. Malgré la faiblesse traditionnelle des volumes sur les derniers jours de l'année, quelques tendances émergent des premiers jours de cotation de 2025. En effet, la hausse du prix du pétrole et du gaz observée ces derniers jours, alimentée par la fin du transit du gaz russe par l'Ukraine ainsi que par une vague de froid aux Etats-Unis, a bénéficié aux valeurs exposées à l'énergie. Ainsi, le secteur affiche la meilleure performance sur la semaine à +4,5%, après avoir fini lanterne rouge en 2024 ; devant les services aux collectivités (+2,5%) tirés par les entreprises exposées au prix de l'électricité comme RWE (+6,1%), Iberdrola (+4,4%) et Engie (+3,1%). A l'inverse, la consommation cyclique ferme la marche, pénalisée notamment par le segment du luxe, après la publication mitigée d'indicateurs d'activité en Chine.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 27/12/2024 au 03/01/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Retour sur les performances des marchés européens en 2024

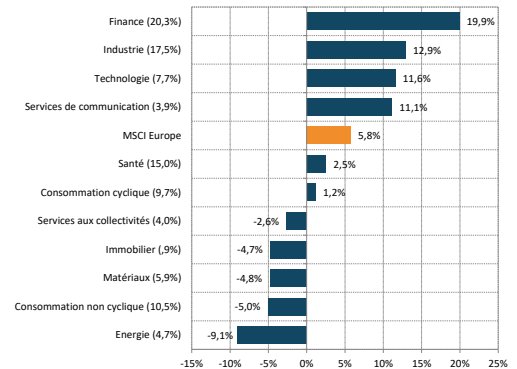
Dans un contexte d'augmentation du risque politique et de début d'inversion des politiques monétaires, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) affiche une progression de +5,8%, tandis que l'indice de la zone euro (MSCI EMU) fait mieux avec +6,9%. Pourtant, ces chiffres globaux masquent des disparités sectorielles et géographiques importantes et notamment une forte concentration des performances telle que nous la mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Sur le plan géopolitique, l'élection de Donald Trump aux États-Unis a réintroduit des incertitudes commerciales majeures, notamment le risque de droits de douane sur les produits européens. En Europe, la crise politique en France et l'instabilité en Allemagne ont amplifié les doutes sur la stabilité économique de la zone euro, pesant sur les indices nationaux comme le CAC 40. Ce dernier accuse une sous-performance notable par rapport au MSCI Europe de -8 points, marquant l'une des pires années relatives depuis plusieurs décennies.

Les secteurs financiers (+19,9%), industriels (+12,9%) et technologiques (+11,6%) ont surperformé, tandis que l'énergie (-9,1%) et l'immobilier (-5,1%) ont souffert, reflétant à la fois la faiblesse de la croissance chinoise et l'impact prolongé des hausses de taux d'intérêt. Cet environnement de taux explique d'ailleurs la forte performance du secteur bancaire, soutenu également par le retour à l'actionnaire (dividende et rachat d'actions) mais aussi par la poursuite de la consolidation du secteur en Europe avec l'offre de rachat d'UniCredit sur Banco BPM. De même, le secteur industriel a profité de la thématique de l'augmentation des budgets de défense européens, notamment en Allemagne, et du développement de l'intelligence artificielle, avec des performances fortes pour Rheinmetall (+114%) et Schneider Electric (+32%), dont le chiffre d'affaires est significativement exposé au développement des centres de données. À l'inverse, le secteur de l'énergie (-9,1%) a été pénalisé par la faiblesse du prix du baril (-1,6% pour le Brent). Le secteur des biens de consommation non cyclique, plombé par les produits alimentaires et boissons (-10,3%), a été impacté par des volumes à la peine, conséquence de plusieurs trimestres consécutifs de hausse de prix mais aussi par la poursuite du phénomène de déstockage post-Covid dans certains segments. L'élection de Donald Trump et la mise en place de possibles droits de douane sur les spiritueux ont aussi impacté le secteur en fin d'année. La faiblesse des sociétés de petites capitalisations, reflétée par la contre-performance de l'indice MSCI EMU Small Cap (-1,9%), souligne une préférence marquée des investisseurs pour la liquidité.

Sur le plan géographique, la forte surperformance de l'Allemagne (DAX) dans un environnement économique difficile et un contexte politique tendu peut interpellier mais s'explique surtout par l'excellente performance de SAP (+69%). La société représentée à elle seule près de la moitié de la performance de l'indice allemand en 2024. La France, quant à elle, souffre de son exposition au luxe et à l'énergie, qui représentent près d'un quart de l'indice CAC 40 mais aussi des incertitudes politiques nées avec la dissolution de l'Assemblée nationale en juin.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 29/12/2023 au 31/12/2024 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	03/01/25	J-7	07/11/24	30/12/24	T-12 mois	J-7	07/11/24	30/12/24	sur 12 mois	
MSCI EMU	162,5	163,1	162,0	162,3	151,4	-0,4	0,3	0,1	7,4	
MSCI EMU Mid Cap	1 054,5	1 053,8	1 047,2	1 052,6	960,4	0,1	0,7	0,2	9,8	
MSCI EMU Small Cap	388,7	391,9	410,2	389,7	415,5	-0,8	-5,2	-0,3	-6,5	
MSCI Europe	170,1	169,7	170,6	169,0	160,3	0,2	-0,3	0,7	6,1	
France CAC 40	7 282,2	7 355,4	7 425,6	7 313,6	7 450,6	-1,0	-1,9	-0,4	-2,3	
Allemagne DAX 30	7 647,4	7 677,4	7 438,6	7 648,6	6 575,7	-0,4	2,8	0,0	16,3	
Italie MIB	34 127,6	34 161,0	33 981,2	34 186,2	30 404,0	-0,1	0,4	-0,2	12,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 224,0	8 149,8	8 140,7	8 121,0	7 723,1	0,9	1,0	1,3	6,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 912,4	9 830,7	9 785,5	9 794,3	8 949,0	0,8	1,3	1,2	10,8	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés asiatiques évoluent en ordre dispersé, biaisés par de nombreuses fermetures de marché tout au long de la semaine. Nous observons simplement que les marchés chinois ont débuté les premières séances de 2025 en baisse significative, principalement du fait de la publication de données d'activités manufacturières décevantes. Parmi les éléments transverses sur la semaine, pour faire écho aux données de ventes décevantes publiées par Tesla sur la période récente, et témoignant de la compétitivité des acteurs chinois, notons que BYD, constructeur de véhicules électriques et hybrides rechargeables, fait état d'une hausse de 41% de ses ventes de véhicules en 2024. Enfin, dans l'appréciation de la dynamique salariale au Japon, le détaillant japonais Aeon, plus grand employeur à temps partiel du pays, envisage des hausses de salaires de 7% pour une troisième année consécutive d'augmentation salariale.

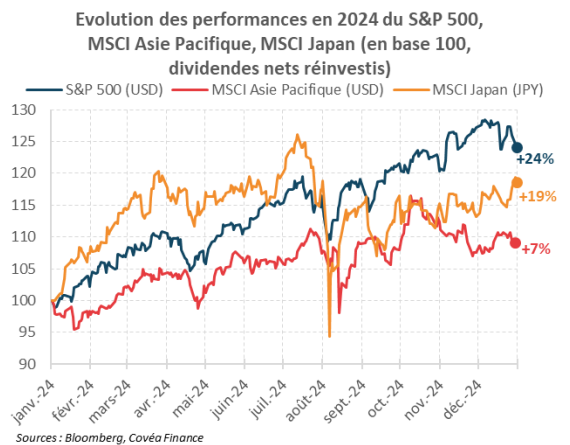
Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en baisse principalement pénalisé par la contreperformance de certains grands acteurs technologiques comme Tesla après l'annonce du recul de ses livraisons de véhicules sur l'année 2024. Apple était aussi en baisse face aux inquiétudes sur la concurrence en Chine des marques locales après que l'entreprise ait mis en place des remises sur ces derniers modèles d'iPhone dans le pays. La publication d'un rapport indiquant un fort recul des ventes de smartphones des marques étrangères en Chine participait aussi à la baisse du titre. A l'inverse, l'énergie bénéficiait de la bonne tenue de l'économie américaine et des attentes de nouvelles mesures de relance en Chine sur 2025 après les chiffres décevants sur l'activité manufacturière. Plus spécifiquement, le président Biden, a officiellement annoncé le blocage du rachat de l'entreprise américaine US Steel par son concurrent japonais Nippon Steel au nom des intérêts économiques et sécuritaires du pays.

Le Focus de la semaine : Retour sur les performances des marchés internationaux en 2024

Les marchés américains ont progressé de 23,3% en 2024 (S&P 500), inscrivant une deuxième année consécutive à plus de 20% de hausse. Les disparités ont néanmoins été très fortes entre les différents indices, en témoigne la progression de seulement 11% de l'indice S&P 500 non pondéré par les capitalisations boursières. Aussi, l'indice des petites et moyennes capitalisations ne progresse que de 6,8% (S&P 600), tandis que l'indice des moyennes capitalisations affiche une hausse de 12,2% (S&P 400). Au final, on note une nouvelle très forte hausse des 7 plus grandes capitalisations boursières, qui progressent de plus de 67% sur un an, tirée notamment par Nvidia, Meta et Tesla, et permettent au Nasdaq d'afficher une progression de presque 30% sur l'année. Tiré par la progression des indices américains et la force du dollar, le MSCI World en Euro affiche une hausse de près de 27% en 2024. Toutefois, moins de 30% des titres affichent une hausse supérieure à celle de l'indice, un nouvel exemple de la concentration des performances que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières.

En 2024, les marchés asiatiques ont évolué en forte hausse. Les pays d'Asie du Nord ont affiché des performances particulièrement importantes, notamment Taiwan (+28%) grâce aux sociétés de semiconducteurs qui bénéficient largement de l'engouement autour de l'intelligence artificielle. De son côté, le Japon (+20% en devise locale) a bénéficié d'un yen faible, malgré un début de normalisation de la politique monétaire de la part de la Banque Centrale Japonaise, permettant notamment au secteur financier de progresser fortement. A cela s'ajoutent des éléments spécifiques relatifs à l'amélioration de la gouvernance et de nombreuses annonces positives en ce sens de la part de sociétés, notamment en matière d'allocation du capital. A titre d'exemple, fin janvier, Hitachi et NEC ont annoncé céder leurs participations dans le fabricant de puces Renesas, tandis qu'en mars, les assureurs japonais se sont engagés à vendre environ 43 milliards de dollars de participations croisées. Toujours du côté des bonnes performances 2024, les marchés chinois progressent fortement dans l'espoir d'un soutien budgétaire et monétaire à l'économie. A l'inverse, certains pays d'Asie du Sud-Est, tels que l'Indonésie et la Thaïlande, ont souffert d'un dollar fort et de données macroéconomiques en demi-teinte. Enfin, la Corée du Sud a été affectée par une incertitude politique marquée et un marché de la puce mémoire en berne (impact fort sur Samsung).

Du côté des devises, le yen est resté faible contre euro, impacté par un différentiel de taux toujours important, et ce malgré une politique monétaire plus restrictive. L'épisode de forte appréciation du yen au cours de l'été n'a pas permis d'inverser cette tendance, les communications de la banque centrale s'étant montrées immédiatement rassurantes. Enfin, le won coréen a également souffert d'un assouplissement monétaire inattendu, ainsi que d'une incertitude politique croissante sur la fin d'année.



Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale					en €				
	03/01/25	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois		
Etats-Unis - S&P500	5 942	5 971	5 973	4 770	4 697	-0,5	-0,5	24,6	26,5	0,7	4,3	33,4	34,3		
Etats-Unis - Dow Jones	42 732	42 992	43 729	37 690	37 466	-0,6	-2,3	13,4	14,1	0,5	2,4	21,4	21,1		
Etats-Unis - Nasdaq	19 622	19 722	19 269	15 011	14 524	-0,5	1,8	30,7	35,1	0,6	6,7	40,0	43,4		
Japon Nikkei 300	593	600	590	500	510	-1,2	0,6	18,6	16,3	-1,2	1,8	13,1	12,6		
Corée du Sud KOSPI	2 442	2 405	2 565	2 614	2 578	1,5	-4,8	-6,6	-5,3	2,9	-5,9	-11,8	-9,9		
Chine - Shanghai	3 211	3 400	3 471	2 975	2 929	-5,6	-7,5	7,9	9,6	-4,7	-5,3	12,4	13,9		
Hong Kong Hang Seng	19 760	21 134	20 953	17 047	16 535	-6,5	-5,7	15,9	19,5	-5,6	-1,3	24,6	27,4		
Marchés Emergents - MSCI	1 073	1 083	1 141	1 024	1 002	-0,9	-5,9	4,8	7,1	0,2	-1,4	12,3	13,7		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Diversité Équité Inclusion : marche arrière des entreprises américaines ?

La Diversité, l'Équité et l'Inclusion, communément regroupés sous l'acronyme « DEI », sont des principes jusqu'alors très largement intégrés dans la stratégie de gouvernance des entreprises cotées. Les récents événements sociétaux tels la pandémie ou l'émergence des mouvements *Black Lives Matters* ou *MeToo* ont été des moteurs importants pour cette adoption quasi généralisée. Dans une enquête publiée en 2023 par le cabinet Willis Towers Watson, **sur un panel de plus de 400 grandes entreprises américaines, 82% auraient intégré officiellement les sujets d'équité, de diversité et d'inclusion à leurs valeurs et leur culture d'entreprise.**

Application en entreprise

La DEI « promet » des bénéfices concrets fondés sur la relation et l'image de l'entreprise vis à vis de ses parties prenantes (fidélisation des employés, plus grand attachement à la marque, etc). Dans la pratique, les entreprises vont soutenir publiquement des causes sociétales, définir des objectifs à atteindre, comme une proportion cible de femmes à des postes de direction ou un accès équitable aux programmes de formation interne. Parallèlement, elles publient chaque année des indicateurs de suivi.

Particularités des Etats Unis

C'est aux Etats Unis que la transparence des entreprises en termes d'indicateurs DEI est la plus poussée. Le droit commun s'y est construit sur les bases de l'*Affirmative Action* (1960) une mesure de politique publique pour lutter contre les inégalités et du *Civil Rights Act* (1964), une loi anti-discrimination ayant mis fin à la ségrégation raciale. Aussi, il est admis de communiquer des statistiques approfondies, sur les proportions de minorités dans les effectifs par exemple. Les entreprises communiquent jusqu'à l'origine ethnique, une pratique qui n'est pas autorisée en Europe.

L'intégration des principes de DEI, ou plus généralement de la responsabilité sociétale de l'entreprise au sein de sa stratégie lui est propre. Les assemblées générales des grandes entreprises cotées constituent un espace médiatique, voire des terrains d'affrontement. Cette situation est permise par la réglementation des marchés financiers qui a renforcé **les obligations fiduciaires des entreprises envers leurs actionnaires**, avec successivement le *Sarbanes-Oxley Act* (2002) puis le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010). De petits groupes d'actionnaires minoritaires, représentant des intérêts privés, religieux ou politiques, appelés aussi des « *gadflies* » (des « taons »), font pression directement sur les membres exécutifs et administratifs en déposant au titre d'actionnaires, des propositions de résolutions, parfois éloignées des sujets de gouvernance quotidiens de l'entreprise.

Pour les entreprises cotées américaines, il s'agit donc d'évoluer dans un environnement complexe. Pour atteindre des cibles communautaires ou générationnelles, elles sont amenées à travailler leur image en prenant parti sur des sujets sociétaux, politiques (armes à feu, avortement...) sous la protection du Premier Amendement de la Constitution des Etats Unis – cas de Citizen United contre la *Federal Election Commission* en 2010, au sujet de ses dépenses à des fins politiques ou de lobbying. Ainsi, elles s'exposent à des risques connus mais toujours difficilement mesurables, comme les réactions polémiques nationales, pouvant être suivies de campagnes virulentes de *boycott*. Ainsi, la marque de bière préférée des Américains Bud Light déclare avoir constaté une chute de 30% de ses ventes l'année dernière à la suite d'un spot publicitaire intégrant une femme transgenre. De même les pressions de la part de pouvoir politique peuvent intervenir et prendre la forme de restrictions d'accès aux financements publics locaux, à l'image de Disney, opposé au gouvernement de Floride suite à sa prise de position face au texte « *Don't say gay* ». Les entreprises américaines sont nombreuses à revenir ces derniers mois sur leurs engagements, allant jusqu'à faire complètement disparaître la DEI de leurs valeurs et culture d'entreprise. **Ce mouvement de retrait en chaîne très récent, qui s'observe chez de grandes entreprises emblématiques, interpelle, avec notamment les groupes suivants : Toyota, Harley Davidson, Ford, ou encore, Walmart, Bud light, John Deere, Stanley Black & Decker...**

L'évènement pivot pourrait être l'Arrêt Harvard : la décision historique de la Cour Suprême face à l'Université d'Harvard, en juin 2023, où elle a jugé ses pratiques de discrimination positives anticonstitutionnelles, ouvre en effet une brèche pour les détracteurs de la DEI. Ce qui pourrait sembler être un évènement isolé, ce dispositif universitaire n'ayant pas valeur de réglementation fédérale, rebat les cartes : les politiques DEI des entreprises seraient désormais juridiquement attaquables sur l'angle des quotas, proscrits s'ils avantagent précisément une communauté... ce qui expliquerait l'abandon public de leurs programmes sociaux et environnementaux de la part de grands groupes américains. A titre d'exemples, le laboratoire Pfizer abandonne un de ses programmes boursiers de recherche réservé aux minorités. Lors de l'assemblée générale de Coca Cola, un groupe de réflexion conservateur non partisan, le « National Center for Public Policy Research », a évalué le risque à 25 M\$, demandant leur retrait. Sous pression, le rural Tractor Supply ou l'icône Harley Davidson font marche arrière sur leurs stratégies DEI progressistes, officiellement afin de mieux aligner leurs valeurs sur celles de leurs clientèles cibles.

Cette décision de la Cour Suprême crée un précédent, offrant un angle d'attaque aux lobbys. Aussi, dans le cadre du suivi de nos Perspectives Economiques et Financières, nous serons particulièrement vigilants sur la capacité des entreprises à s'adapter à ce risque et à ses conséquences. Les entreprises les plus à risque pourraient être celles dont la portée symbolique est forte, comme la grande distribution, les entreprises des secteurs de l'énergie ou de la finance ou celles dont la cohérence entre la stratégie DEI et leurs consommateurs serait remise en question.

Laurence Coldrey

Analyste financier et extra financier

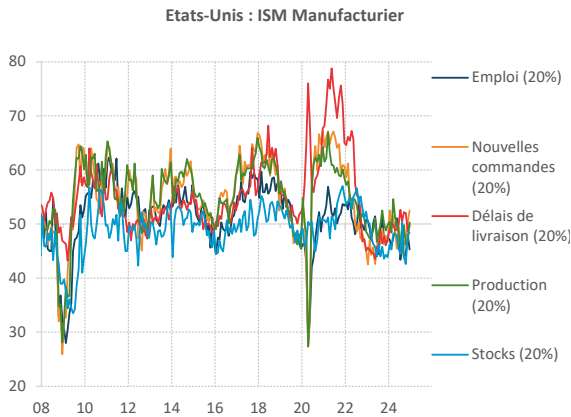


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'activité reste bien orientée aux Etats-Unis »

L'ISM manufacturier a progressé de 0,9 point en décembre. A 49,3, il reste toutefois sous le seuil de 50. La demande s'est redressée en toute fin d'année et la production manufacturière s'est stabilisée. Mais, dans un contexte d'accélération de leurs coûts, les entreprises ont réduit leurs effectifs. Cette dernière baisse est peut-être en partie involontaire, **les sondés déclarants toujours des pénuries de main d'œuvre.**



Source : ISM, Covéo Finance.
Population interrogée : ISM Manufacturier 300 entreprises, ISM Services 375 entreprises
Dernier point : déc 24

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ISM Manuf.	Indice	déc.-24	49,3	48,4	53,5	47,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	déc.-24	52,5	50,3	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvilles commandes	Indice	déc.-24	52,5	50,4	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	déc.-24	50,1	48,7	57,3	46,0
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	nov.-24	2,8	4,5	14,6	18,2

*Du 30/12/2024 au 05/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Les dépenses de construction ont globalement stagné en novembre, restant en hausse de 3,0% sur un an. Les dépenses publiques ont légèrement reculé, alors que les dépenses privées ont progressé de 0,1%, notamment tirées par le secteur des transports. En revanche, elles ont diminué pour le deuxième mois consécutif dans le secteur manufacturier. Elles sont certes en hausse de 11% sur un an, mais il s'agit de leur plus faible progression sur douze mois depuis août 2021.

Dans l'immobilier résidentiel, les signatures de promesses de vente dans l'ancien se sont redressées en novembre, pour s'afficher en hausse de près de 7% sur un an. Par ailleurs, tant l'indice S&P Case-Shiller que celui de la Federal Housing Finance Administration indiquent que les prix des logements continuent à augmenter, avec une hausse de 4,2% sur un an dans les vingt principales agglomérations du pays et de 4,5% au niveau national.

Du côté de la politique monétaire, le président de la Réserve fédérale de Richmond, Thomas Barkin (non votant), considère que les perspectives économiques sont bien orientées aux Etats-Unis pour 2025. Il juge que les risques à la hausse sont plus importants que ceux à la baisse. Certes, les taux d'intérêt, notamment à long terme, devraient rester plus élevés que certains l'espéraient et l'inflation peine à baisser. Mais le marché du travail lui semble solide, ce qui permet d'envisager que la consommation des ménages restera un moteur important de la croissance ces prochains trimestres.

A quelques semaines de l'entrée en fonction de l'administration Trump 2, des éléments de divergences sont intervenus entre différents soutiens du président-élu. Cette fois, les désaccords portent sur le programme de visas H-1B, destinés à faciliter l'immigration de travailleurs qualifiés et très utilisés par les entreprises technologiques. Alors qu'une partie des Républicains veulent en finir avec ce programme, Elon Musk le défend avec vigueur. Donald Trump devra trancher.

Au Congrès, le Président sortant Mike Johnson a finalement été réélu Président de la Chambre des Représentants avec la plus courte des majorités (218 voix contre 215 pour le candidat démocrate). Un élu républicain n'a pas voté pour M. Johnson et deux autres ont finalement modifié leur vote en sa faveur à la suite de l'intervention directe de Donald Trump. Cette victoire pour M. Trump illustre néanmoins le peu de marge de manœuvre dont il dispose compte tenu de la très courte majorité républicaine à la Chambre (219 sièges, contre 215 démocrates). M. Johnson aura pour difficile mission d'unifier les Représentants républicains, dans une configuration où n'importe quel petit groupe de dissidents est en mesure de bloquer les mesures promises par le Président élu Donald Trump.

Jean-Louis Mourier

Economiste

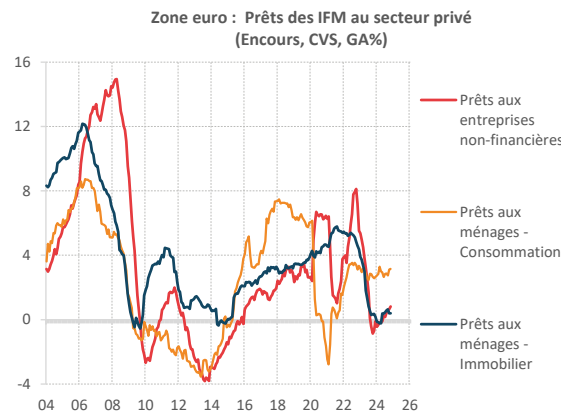


Suivi Macroéconomique

Europe

« En zone euro, la distribution de crédit reste peu dynamique »

En zone euro, les prêts bancaires au secteur privé restent peu dynamiques. En novembre, ils s'affichaient en hausse de 1,2% sur un an, avec des progressions de 0,5% des crédits aux ménages et de 0,8% des concours aux entreprises. Du côté du passif bancaire, **l'agrégat M3 accélère encore, avec une croissance de 3,4% sur un an.** Le mouvement est toujours tiré par le succès des dépôts à terme de moins de deux ans et des produits monétaires négociables. Néanmoins, l'arrêt de l'érosion des dépôts à vue se confirme, avec des hausses des encours détenus par les ménages comme par les entreprises.



Source : BCE, Datastream, Covéa Finance

Dernier point : nov 24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	nov.-24	1,0	1,2	6,4
						0,5

*Du 30/12/2024 au 05/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Yannis Stournaras, gouverneur de la Banque centrale de Grèce (et à ce titre membre du Conseil des gouverneurs de la BCE), a déclaré, lors d'un entretien accordé à une radio grecque, s'attendre à 100 points de base de baisse supplémentaire des taux directeurs européens d'ici septembre 2025. De son côté, **Philip Lane, économiste en chef de la BCE, se montre inquiet d'une fragmentation générale du commerce mondial** sous l'effet d'une course aux mesures protectionnistes. Il craint qu'il en résulte à la fois une perte d'activité pour les pays engagés dans une guerre commerciale et des tensions inflationnistes plus importantes sous l'effet de chocs d'offre plus fréquents.

Parmi les grands pays de la zone euro, seule l'Espagne a publié, la semaine dernière, son estimation préliminaire de l'inflation en décembre. Les prix ont accéléré un peu plus que l'attendait le consensus, avec une hausse de 2,8% sur un an tant de l'indice national que de celui calculé aux normes européennes, après une inflation de 2,4% en novembre dans les deux cas. Mesurée par l'indice national seulement dans cette publication, l'inflation sous-jacente a également augmenté, à 2,6% en décembre après 2,4% le mois précédent.

En Allemagne, le marché du travail résiste, pour le moment. Certes, le nombre de chômeurs recensés a augmenté en décembre, mais moins que le craignaient tant les observateurs que le gouvernement, après avoir reculé au cours des deux mois précédents. L'emploi était stable sur un an en novembre.

Friedrich Merz, candidat à la Chancellerie pour l'Alliance CDU-CSU, et favori pour succéder à Olaf Scholz, **s'est déclaré favorable à l'ouverture de négociations pour un accord de libre-échange avec les Etats-Unis.** Il considère que c'est la meilleure réponse aux menaces de Donald Trump d'augmenter les droits de douanes pour les produits européens importés aux Etats-Unis.

Le 31 décembre le contrat de transfert de gaz russe vers l'Europe via l'Ukraine est arrivé à expiration. Les importations de gaz russe dans l'Union européenne avaient déjà, fortement diminué depuis 2022. Elles devraient s'être encore drastiquement réduites depuis le 1er janvier 2025. La Slovaquie et la Hongrie sont les deux pays qui importaient encore des quantités significatives de gaz russe via l'Ukraine.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

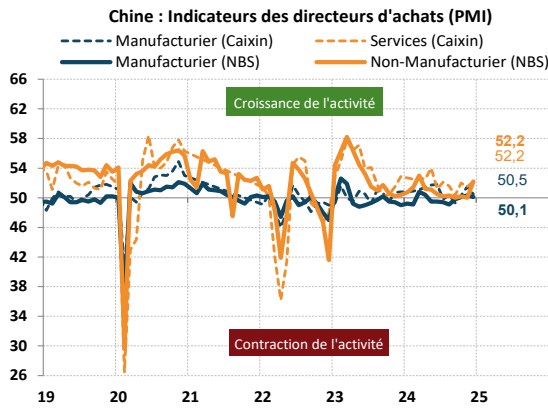


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'industrie manufacturière chinoise faiblit en décembre, selon les enquêtes PMI »

En Chine, les PMI de décembre présentent des résultats contrastés. L'indice PMI manufacturier du Bureau national des statistiques (BNS) s'est légèrement replié à 50,1, contre 50,3 en novembre, et rapporte donc une stagnation de l'activité dans le secteur. Une autre enquête PMI, réalisée par l'agence Caixin, rapporte même un déclin plus prononcé de l'indice manufacturier, à 50,5 après 51,5 en novembre. À l'inverse, le PMI non-manufacturier a bondi à 52,2 selon l'enquête du BNS, son plus haut niveau depuis neuf mois, contre 50,0 en novembre. Dans le détail, le PMI services progresse solidement à 52,0, contre 50,1 en novembre, reflétant probablement la hausse des réservations de voyages pour les prochaines vacances du Nouvel An lunaire, dont la durée sera étendue à huit jours à partir de 2025 (le PMI services de Caixin est aussi en hausse à 52,2 après 51,5). Enfin, le PMI construction du NBS progresse fortement à 53,2, contre 49,7 en novembre, ce qui peut s'expliquer par le report d'une partie de l'activité prévue en novembre à décembre en lien avec les conditions météorologiques.



Sources : NBS, Caixin, Covéo Finance

Dernier point déc 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
JP	PMI Services	Indice	déc.-24	50,9	50,5	50,4	53,5
	PMI Manuf.	Indice	déc.-24	49,6	49,0	52,1	49,0
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	déc.-24	52,2	50,0	49,1	53,2
	PMI Manufacturier	Indice	déc.-24	50,1	50,3	49,1	49,9

* Du 30/12/2024 au 05/01/2025

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

En Corée du Sud, l'inflation poursuit sa reprise dans un contexte politique instable. La croissance de l'indice des prix à la consommation a atteint 1,9% en glissement annuel en décembre, après 1,5% en novembre et 1,3% en octobre. Néanmoins, l'accélération de décembre reflète essentiellement la reprise des prix du pétrole et des produits agricoles. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a en revanche faibli à 1,8% en décembre contre 1,9% en novembre. Notons que l'instabilité politique traversée par le pays en décembre, depuis la tentative avortée de déclarer la loi martiale par le Président Yoon et un vote du Parlement pour sa destitution, a des implications sur l'inflation à travers la forte dépréciation de la devise qu'elle a occasionnée.

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.