

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

02 janvier 2024

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## MEILLEURS VŒUX

# 2024

### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Toutes les équipes de Covéa Finance  
vous souhaitent une excellente année 2024 !

Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	29/12/23	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,104	1,067	1,066	3,5 ↑	3,5 ↑
€ / £	0,867	0,873	0,884	-0,7 ↓	-2,0 ↓
€ / Yen	155,72	161,46	141,84	-3,6 ↓	9,8 ↑
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	77	80	82	-3,7 ↓	-6,3 ↓
Indice CRB*	510	534	554	-4,4 ↓	-7,9 ↓
Prix de l'onze d'Or	2 072	1 970	1 826	5,2 ↑	13,5 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 559	8 147	8 418	5,1 ↑	1,7 ↑
Indice Baltic Dry**	2 094	1 598	1 650	31,0 ↑	26,9 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1760	1030	1108	70,8 ↑	58,9 ↑

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 ; 22/12/2023 \*\*\*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 taux souverains ont terminé la dernière semaine de l'année sur un léger rebond sans doute dans la perspective des nombreuses émissions attendues en janvier. Celui-ci est intervenu, après deux mois et demi de chute quasi-ininterrompue des taux, suite aux renforcements des anticipations de baisses de taux directeurs des 3 banques centrales, BCE, BOE et Fed, par le marché. Par rapport aux points hauts de mi-octobre, c'est environ 100 points de base de rendement perdus sur les principales dettes souveraines à 10 ans. Au moment du bilan on retiendra, sur l'année, la baisse tardive mais significative des taux européens avec une surperformance notable de l'Italie et un mouvement d'aplatissement des courbes par la baisse des taux longs alors qu'aux Etats-Unis, on a observé, en revanche, une relative stabilité des taux et un léger mouvement de pentification par la baisse des taux courts. Enfin, sur le marché du crédit, on aura connu une performance solide dans un contexte actif en termes de nouvelles émissions.

### Le Focus de la semaine : Performances des marchés obligataires 2023 - une fin d'année en fanfare!

Les marchés ont rendu leur verdict ! Ce millésime 2023 sera marqué par des performances solides pour l'ensemble des classes d'actifs obligataires, dettes souveraines et d'entreprises. Cependant, tout s'est joué au cours des deux derniers mois. En effet, à fin octobre, la performance de l'indice souverain global de la zone euro\* affichait une performance à peine positive.

Il aura fallu attendre des données d'inflation sorties un peu en deçà des attentes et des indicateurs d'activité et d'emploi moins bien orientés pour accréditer la thèse d'un prochain retournement dans le cycle des taux directeurs des 3 grandes banques centrales, BCE, BOE et réserve fédérale américaine. Pour autant, le changement d'orientation du marché a été brutal et les anticipations de baisse des taux directeurs, qui ont participé à ce mouvement, sont sans doute excessives compte tenu des dynamiques inflationnistes encore présentes (pour plus de détails, cf notre regard sur le récent mouvement de baisse des taux, Eclairage du 21 décembre 2023).

Quoi qu'il en soit, après ces deux derniers mois de l'année, l'indice obligataire souverain de la zone euro\* affiche une performance de +7%. Il faut, cependant, se rappeler que ce n'est qu'une partie du chemin effectué dans un sens plus favorable après l'année 2022, qui constituait l'un des pires exercices de l'histoire pour les marchés obligataires, avec une baisse de ce même indice de plus de 18% !

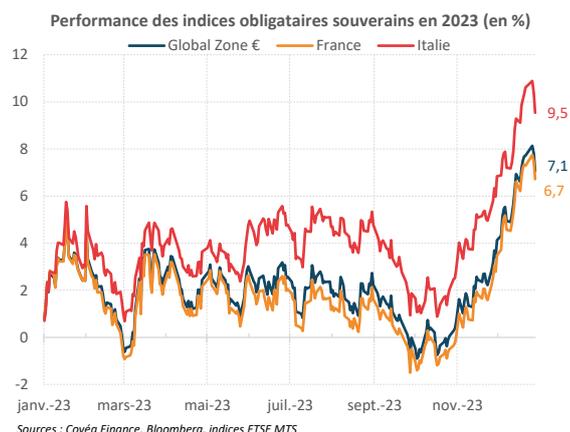
On retiendra que la performance de l'indice global est favorisée par les titres souverains italiens (+9,5%) ainsi que par les obligations de maturités longues (10 ans et plus), qui affichent des performances supérieures à 10% mais également, que les titres indexés à l'inflation sous-performent les obligations nominales (là aussi, le changement de dynamique est intervenu au cours des deux derniers mois).

Du côté du crédit, avec des sensibilités plus faibles, les indices enregistrent également de solides performances.

L'indice Barclays Euro de catégorie investissement délivre 8,8% de performance sur l'année tandis que son équivalent pour la catégorie haut rendement affiche +12,8%. Les baisses de primes s'ajoutent aux baisses de taux pour favoriser cette surperformance par rapport aux marchés de dettes souveraines.

Pour 2024, au moins à court terme, compte tenu de ce mouvement brutal de fin d'année en faveur de l'obligataire, la performance des marchés de taux apparaît plus incertaine, en raison de niveaux de départ plus bas sur les taux (moindre portage) et d'une offre de titres particulièrement importante à absorber par le marché au cours du mois de janvier.

\* FTSE Euro MTS Global



Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	29/12/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,50	0,00	0,00	1,00	1,00		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,50	0,00	0,00	2,00	2,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,00	0,00	0,00	2,00	2,00		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,50	0,00	0,00	1,75	1,75		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	3,88	3,90	4,62	3,87	3,81	-2	-75	0	6	-37	15
Allemagne	2,02	1,98	2,65	2,57	2,44	4	-62	-55	-41	-37	24
France	2,56	2,48	3,23	3,12	2,97	8	-67	-56	-41	-37	53
Italie	3,70	3,56	4,51	4,72	4,53	14	-81	-102	-83	71	66
Royaume-Uni	3,54	3,51	4,27	3,67	3,66	3	-74	-14	-12	-42	60
Japon	0,61	0,63	0,84	0,42	0,46	-1	-22	19	15	56	102
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	58,2	59,1	75,6	90,6	92,5	-0,9	-17,4	-32,4	-34,3		
Indice Itraxx Crossover	310,5	316,4	408,2	474,1	478,0	-5,9	-97,8	-163,6	-167,5		

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 :

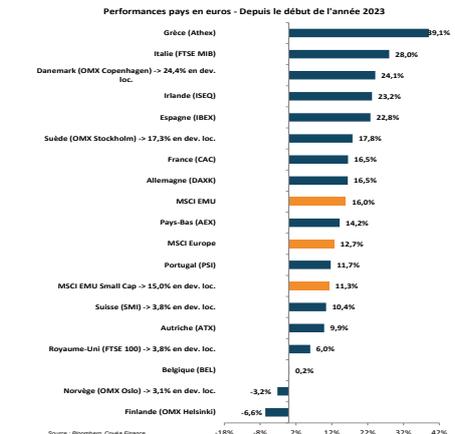
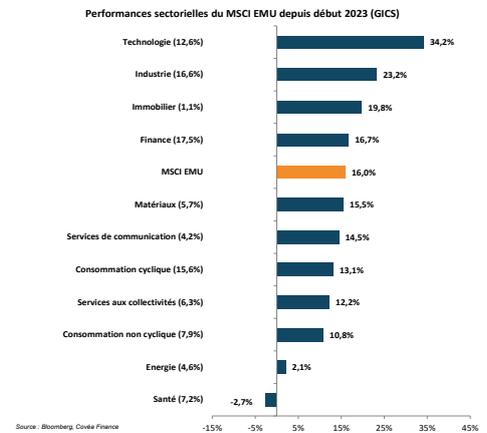
En cette dernière semaine de l'année réduite avec moins de 3 jours ouvrés, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) restent stables dans de faibles volumes. Le secteur de la santé affiche la meilleure performance avec une variation hebdomadaire de +0,6% porté par des gains sur les laboratoires Bayer et Sanofi malmenés au cours de 2023. A l'inverse, les valeurs de l'énergie abandonnent -0,8% alors que les cours du baril de pétrole brut perdent du terrain dans un contexte de reprise du trafic maritime en mer Rouge. Sur le plan des titres, le fabricant de protéines plasmatisques espagnol Grifols ressort en tête de classement avec une progression de 8,2% porté par l'accueil favorable des investisseurs sur une cession de participation afin de réduire son endettement. L'indice suisse monte le plus avec +1,3 % grâce aux rebonds de Nestlé et Sika alors qu'en fin de tableau l'indice irlandais baisse de -0,4% en raison de sa forte pondération sur le secteur des jeux et paris tels que Flutter Entertainment.

### Le Focus de la semaine : Bilan 2024 actions européennes

Cette semaine, nous poursuivons nos éclairages sur l'année écoulée afin de dresser les principales tendances boursières observées en guise de bilan. Les tensions géopolitiques affectent encore l'évolution des marchés avec la poursuite de la guerre opposant la Russie et l'Ukraine et en fin d'année la résurgence du conflit au Proche-Orient. Pourtant, le prix du gaz (référence TTF aux Pays-Bas) qui s'était envolé à plus de 330 EUR/MWh en 2022 est retombée autour de 30 EUR/MWh fin 2023 alors que l'Europe a su substituer ses approvisionnements de gaz russe et grâce au retour à un fonctionnement normal des centrales nucléaires françaises. Sur le plan boursier, la technologie a retrouvé des couleurs avec la meilleure performance (+34,6%), après une année noire en 2022 où elle reculait de près de 30%, soutenue par des taux longs qui ont fortement reflué sur le second semestre. A l'inverse, le secteur de la santé cède -2,7% affecté à la fois par les déboires des grands laboratoires Bayer et Sanofi et par le phénomène de déstockage observé dans le segment des technologies médicales dans un environnement de normalisation post pandémie. La crise des banques régionales américaines entraînant la faillite de plusieurs établissements a précipité dans la tourmente le Crédit Suisse racheté par UBS en suscitant l'émoi des investisseurs en raison de l'absorption des pertes de créanciers obligataires d'instruments de dettes subordonnées avant la perte en capital d'actions ordinaires.

En ce qui concerne les introductions en Bourse, le cru 2023 ne sera pas un bon millésime dans un contexte de resserrement monétaire opéré par les banquiers centraux depuis 2022 et en raison d'une moindre attractivité des places européennes souffrant de plus en plus de la concurrence outre-Atlantique. Sous la pression des investisseurs internationaux, les émetteurs choisissent en effet plus fréquemment les places nord-américaines afin de bénéficier d'une meilleure valorisation dans des volumes plus importants. On peut citer le déplacement de cotation du géant allemand des gaz industriels Linde ou le fabricant de produits de constructions irlandais CRH. Le fabricant de véhicules agricoles CNH Industrial a également annoncé son intention de se « déplacer » pour rejoindre le leader John Deere de même que Flutter Entertainment. Plus emblématique, les plus importantes levées de fonds concernent des sociétés européennes choisissant New York pour s'introduire en Bourse comme le concepteur de puces britannique Arm Holding levant 5 milliards de dollars et le fabricant de sandales Birkenstock immatriculé sur l'île de Jersey pour près de 1,5 milliards de dollars.

Pour conclure, malgré les annonces de récession, les marchés actions européens auront donc été placés sous le signe de l'optimisme avec des performances solides : l'indice MSCI EMU (+16,0%) domine le MSCI Europe (+12,7%) et le MSCI EMU Small Cap (+11,3%) mesurant la performance des petites et moyennes capitalisations.



Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	29/12/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	153	153	143	132	134	0,0	↓	7,0	↑	16,0	↑	14,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	966	965	900	907	919	0,1	↑	7,4	↑	6,6	↑	5,2	↑
MSCI EMU Small Cap	426	423	382	370	374	0,5	↑	11,3	↑	15,0	↑	13,8	↑
MSCI Europe	161	160	150	143	144	0,3	↑	6,8	↑	12,7	↑	11,3	↑
France CAC 40	7 543	7 569	7 114	6 474	6 573	-0,3	↓	6,0	↑	16,5	↑	14,8	↑
Allemagne DAX 30	6 629	6 611	6 075	5 693	5 753	0,3	↑	9,1	↑	16,4	↑	15,2	↑
Italie MIB	30 352	30 353	28 644	23 856	24 057	0,0	↓	6,0	↑	27,2	↑	26,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 733	7 698	7 456	7 452	7 513	0,5	↑	3,7	↑	3,8	↑	2,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 920	8 878	8 543	8 417	8 495	0,5	↑	4,4	↑	6,0	↑	5,0	↑

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les indices ont clôturé la dernière semaine de l'année en hausse, les marchés chinois affichant les plus fortes progressions portés par le rebond des bénéficiaires des entreprises industrielles et l'assouplissement attendu de la réglementation du secteur des jeux en ligne. Parallèlement, les autres pays d'Asie du Nord (Taiwan et Corée du Sud) ont continué de bénéficier de la hausse des valeurs de semi-conducteurs. Au Japon, les indices ont marqué le pas, freinés par un nouveau rebond du yen, en liaison avec l'annonce de la Banque du Japon (BoJ) en faveur d'une réduction de son programme d'achats d'obligations d'état.

Côté sociétés, on notera que la Chine est devenue en 2023 le premier exportateur mondial d'automobiles (4,42 Mln de véhicules vendus sur les 11 premiers mois de l'année), devant le Japon. Cette performance est directement liée à la hausse des exportations vers la Russie, interdite d'accès à la plupart des autres grands constructeurs étrangers, et à des gains de parts de marchés dans les pays occidentaux.

**Aux Etats-Unis**, le S&P500 s'inscrit en hausse de 0,3%, soutenu par la poursuite du tassement des rendements obligataires (-2bp, à 3,88% pour le bon du trésor à 10 ans) et des statistiques économiques soutenant la thèse d'un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Les indices S&P des petites et des moyennes capitalisations, quant à eux, finissent aussi en léger repli (-0,1% et -0,2% respectivement).

Les secteurs sensibles à la baisse des taux (services publics, immobilières et financières) surperforment sensiblement l'indice général. L'énergie est en repli de 1,4%, en raison de la faiblesse des prix du baril (-2,6%, à 71,7\$ pour le WTI).

### Le Focus de la semaine : Une année très contrastée pour les marchés d'actions américains et asiatiques

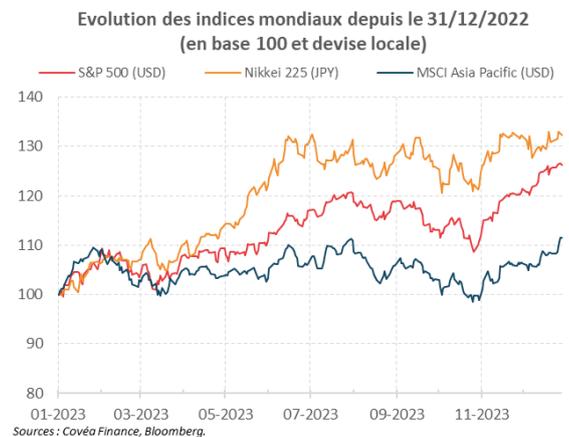
Aux Etats-Unis, l'indice S&P 500 finit l'année en hausse de 21%, malgré un contexte monétaire très restrictif (hausse de 100bp du taux des Fed Funds à 5,5% et réduction de près de \$1000 Mds du bilan de la Réserve Fédérale) et une crise bancaire provoquée par la chute des cryptomonnaies, la dépréciation des portefeuilles obligataires et immobiliers et une fuite brutale des dépôts bancaires de plusieurs établissements régionaux.

Dans ce contexte difficile, les investisseurs se sont concentrés sur les grands titres de croissance, provoquant la hausse spectaculaire (+71%, en moyenne) des sept plus grandes valeurs de technologie, de services de communication et de consommation discrétionnaire (à savoir Apple, Microsoft, Amazon, Nvidia, Alphabet, Meta et Tesla) et dont la somme des poids atteint désormais 28,5% du S&P500.

En Asie, les marchés chinois ont clôturé en baisse pour la troisième année consécutive, pénalisés par l'absence d'un plan de soutien économique d'ampleur, les difficultés financières des plus grands promoteurs immobiliers (Country Garden et Evergrande) et les tensions politiques avec les Etats-Unis (réduction de l'accès aux semiconducteurs américains et soutien militaire à Taiwan).

Les indices japonais ont affiché leur meilleure performance depuis 10 ans, bénéficiant notamment de la baisse du yen, de la poursuite des réformes en faveur des actionnaires et des espoirs d'un retour de l'inflation (après des décennies de déflation). En outre, les déclarations d'investissements de Warren Buffet ont stimulé l'appétit des investisseurs étrangers.

L'Inde termine l'année en forte hausse, bénéficiant d'une activité domestique portée par de bonnes perspectives démographiques, des politiques fiscales favorables aux investissements étrangers et le redéploiement des chaînes de production sur son territoire (au détriment de la Chine).



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	29/12/23	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 770	4 755	4 347	3 840	3 840	0,3	9,7	24,2	24,2	0,1	6,0	20,5	20,5
Etats-Unis - Dow Jones	37 690	37 386	33 892	33 147	33 147	0,8	11,2	13,7	13,7	0,6	7,5	10,3	10,3
Etats-Unis - Nasdaq	15 011	14 993	13 521	10 466	10 466	0,1	11,0	43,4	43,4	-0,1	7,3	39,1	39,1
Japon Nikkei 300	500	494	496	401	397	1,2	0,7	24,7	25,9	1,9	4,4	12,4	13,6
Corée du Sud KOSPI	2 655	2 600	2 427	2 280	2 236	2,1	9,4	16,4	18,7	2,3	7,3	9,4	11,5
Chine - Shanghai	2 975	2 915	3 053	3 089	3 089	2,1	-2,6	-3,7	-3,7	2,2	-3,3	-9,6	-9,6
Hong Kong Hang Seng	17 047	16 340	17 511	19 781	19 781	4,3	-2,6	-13,8	-13,8	4,1	-5,9	-16,5	-16,5
Marchés Emergents - MSCI	1 024	992	956	956	956	3,2	7,1	7,0	7,0	2,9	3,5	3,8	3,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### L'éolien en Europe : comment calmer la tempête ?

Après avoir atteint des sommets en 2022, les prix moyens de l'électricité en Europe ont entamé un retour vers des niveaux proches de ceux d'il y a deux ans. Cette diminution s'explique par divers facteurs : la baisse de la consommation, notamment dans les industries énergivores, la chute des prix du gaz naturel après les plus hauts atteints en 2022, et l'ascension de la production d'énergie renouvelable soutenue par le plan de la Commission européenne REPowerEU présenté en mai 2022.

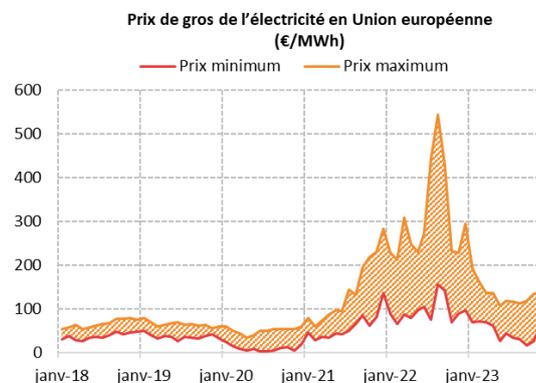
Les prix de l'électricité influent sur les tarifs moyens fixés dans les contrats d'achat d'électricité pour les entreprises (« Corporate PPAs » en anglais). Ces contrats sont librement négociés entre les producteurs d'électricité et les entreprises consommatrices d'électricité de source renouvelable, pour une livraison à un prix convenu à la date du contrat, sur une période définie. Les tarifs négociés varient selon le type de projet d'énergie renouvelable et le pays, en raison de différences de géographie et de cadre réglementaire. Après des années de hausse, les contrats d'achat d'électricité pour les projets éoliens en Europe se sont stabilisés à un prix moyen de 99,82 euros par mégawattheure au troisième trimestre 2023.

Ces tarifs sont à comparer aux coûts actualisés de l'énergie (« Levelized Cost of Energy » ou LCOE en anglais), ayant augmenté en 2022, notamment avec la hausse des matières premières et des coûts de financement pour les projets d'énergie éolienne. En 2022, les coûts actualisés de l'énergie en Europe variaient entre 39,4 et 82,9 euros par mégawattheure pour les projets terrestres, et entre 72,3 et 121,3 euros par mégawattheure pour les projets en mer. Les coûts de production de l'éolien en mer sont structurellement plus élevés en raison des dépenses accrues d'installation et de fonctionnement (de 3 à 4 millions d'euros par mégawatt contre 1,1 à 1,4 millions d'euros pour l'éolien terrestre).

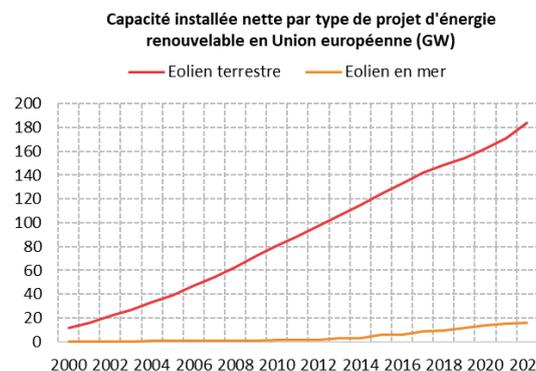
Au cours des 12 à 18 derniers mois, la hausse des coûts actualisés de l'énergie de source renouvelable a conduit à l'annulation de plusieurs projets, exposant de grands développeurs à d'importantes dépréciations d'actifs (comme Orsted, Equinor et BP), et entraînant des baisses marquées de la valeur des capitaux propres pour les fabricants de turbines (tels que Vestas, Siemens Energy).

Pour faire face à ces défis, vingt-six ministres européens de l'énergie ont récemment signé la Charte européenne de l'énergie éolienne, visant à favoriser l'expansion de cette énergie en Europe et à renforcer l'industrie éolienne européenne. Cette Charte s'inscrit dans le plan d'action de la Commission européenne pour l'énergie éolienne, lancé en octobre 2023, qui vise à accélérer le déploiement de cette énergie grâce à une plus grande prévisibilité et à des procédures d'autorisation plus rapides, à faciliter l'accès au financement de l'Union européenne (notamment via le Fonds pour l'innovation), et à garantir un environnement international équitable et compétitif. Ainsi, l'Union européenne vise à atteindre au moins 42,5 % d'énergies renouvelables d'ici 2030, nécessitant une augmentation significative de la capacité éolienne installée, passant de 204 GW en 2022 à plus de 500 GW en 2030.

Le plan d'action européen pour l'énergie éolienne devrait à terme conduire à une réduction des coûts associés aux projets éoliens. Il est à souligner que ce plan intègre aussi des mesures destinées à améliorer les contrats d'achat d'électricité, ce qui devrait favoriser la rentabilité des projets. Les acteurs dont le modèle d'activité est solide ont la possibilité d'être sélectifs sur le choix des projets, ils devraient d'autant plus profiter des récentes mesures visant à améliorer le cadre opérationnel de l'industrie éolienne, comme l'évoquent nos Perspectives Économiques et Financières.



Source: ENTSO-e, Covéa Finance.



Source: BloombergNEF, Covéa Finance.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

**Les indicateurs de prix des logements ont continué à accélérer en octobre.** Ainsi, l'indice S&P Case-Shiller des prix dans les vingt principales agglomérations des États-Unis a progressé de 0,6% par rapport au mois précédent, portant sa hausse sur un an à 4,9%, contre 3,9% en septembre. Parallèlement, la *Federal Housing Finance Agency* indiquait que les prix de son échantillon de ventes de logements affichaient une progression de 6,3% sur un an en octobre, après +6,1% le mois précédent.

Les enquêtes manufacturières des Réserves Fédérales de Dallas et de Richmond signalent un ralentissement de l'activité américaine en décembre.

Sur le front des sanctions internationales, Washington a proposé aux pays du G7 de saisir 300 milliards\$ d'actifs russes, gelés depuis l'invasion de l'Ukraine. Cette mesure devrait être débattue lors de la prochaine réunion du G7 en février prochain.

## Europe

En France, le nombre d'inscrits à Pôle Emploi en catégorie A, qui est la catégorie qui se rapproche le plus de la définition du chômage par le Bureau international du travail, a encore légèrement augmenté en novembre. Pour la première fois depuis le printemps 2016, il est aussi en hausse, de 6 600, par rapport au même mois un an plus tôt.

**En Espagne, plusieurs mesures en faveur du pouvoir d'achat seront prolongées en 2024, tandis que l'inflation est restée stable en décembre.** Les prix sont en effet restés stables en décembre par rapport au mois de novembre, laissant ainsi l'inflation inchangée à 3,3% en rythme annuel. Dans le même temps, le Premier ministre Pedro Sanchez a indiqué que les taxes exceptionnelles sur les banques et les sociétés énergétiques seront étendues d'une année supplémentaire.

Enfin en Italie, le Parlement a voté le budget 2024. Le déficit est attendu à 5,3% du PIB (1,5% hors intérêts). Dans les perspectives à moyen terme, le retour à un excédent primaire, de 0,7% du PIB, est prévu en 2025.

## Asie

**Très erratique d'un mois à l'autre, la production industrielle japonaise a reculé de 0,9% en novembre,** après une progression de 1,3% en octobre. Elle est globalement éteinte sur les trois derniers mois. Par rapport au mois précédent, l'activité s'est notamment contractée dans les secteurs électronique (-0,9%) et automobile (-2,5%). Les entreprises s'attendent à un fort rebond séquentiel en décembre, suivi d'une rechute importante en janvier.

**Toujours au Japon, les ventes au détail (à prix constants) ont rebondi de 1,0% sur un mois en novembre,** après leur chute de 1,7% en octobre. Sur un an, elles sont en hausse de 5,3%. Elles ont notamment été soutenues, le mois dernier, par les ventes de vêtements (+5,9%), d'électroménager et de produits électroniques (+4,2%), alors que, plombées par la forte augmentation des prix, les ventes de produits alimentaires ont reculé de 0,8%.

**En Corée du Sud, la production industrielle a progressé de 3,3% en novembre par rapport à octobre,** essentiellement grâce au rebond de la très erratique production du secteur technologique (+9,3% en séquentiel après -8,2% en octobre), tirée par les semi-conducteurs (+12,8% sur le mois).

**En Chine, le contraste reste marqué entre les deux enquêtes de confiance des directeurs d'achat PMI du secteur manufacturier.** D'un côté, l'enquête du Bureau national des statistiques (NBS) continue de rapporter une contraction de l'activité manufacturière avec un indice en baisse de 0,4 point pour atteindre à 49 en décembre, un plus bas depuis sept mois. Alors qu'en revanche, l'enquête manufacturière de Caixin reste bien mieux orientée à 50,8 (+0,1 point sur le mois), indiquant ainsi la plus forte expansion de l'activité enregistrée sur les quatre derniers mois. Ce contraste peut être le reflet de la différence des échantillons utilisés par les deux enquêtes. En effet, les entreprises interrogées par Caixin sont, en moyenne, plus exportatrices que celles interrogées par le NBS, ce qui impliquerait une fragilité relativement plus marquée de la demande intérieure. Par ailleurs, le PMI non manufacturier a légèrement progressé de 0,2 point à 50,4 mais cela reflète uniquement la dynamique du secteur de la construction (56,9) qui a bénéficié du renforcement des soutiens publics aux infrastructures sur la fin d'année 2023 alors que les activités de services restent en zone de contraction selon l'enquête (49,3).

**Eloïse Girard-Desbois**

*Economiste*



**Jean-Louis Mourier**

*Economiste*



**Louis Martin**

*Economiste Zone Asie*



# Suivi Macroéconomique

## Focus : Pacte de stabilité et de croissance, le compromis augmente la complexité des règles européennes

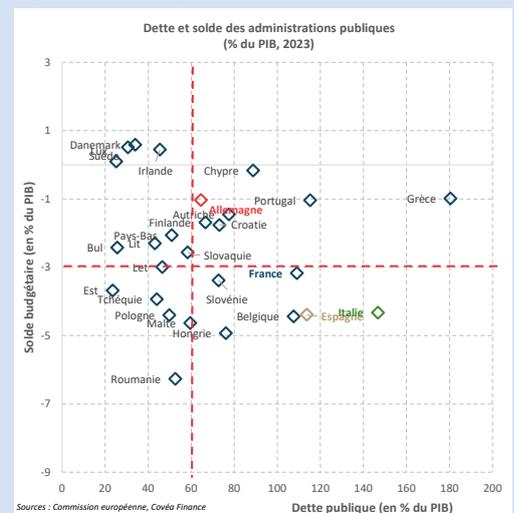
**Les ministres des finances des 27 pays membres de l'Union Européenne (UE) se sont mis d'accord sur une réforme du pacte de stabilité et de croissance.** Il s'agit de la quatrième modification des règles depuis la première version de ce pacte, né en 1997 à l'initiative de l'Allemagne et de son ministre des Finances de l'époque, Theo Waigel. Les précédents changements sont intervenus en 2005, puis en 2011 et 2013, à la suite de la crise européenne des dettes souveraines. Suspendues en raison de la crise économique provoquée par la pandémie de Covid-19, ces règles apparaissent à beaucoup comme dépassées. Les budgets 2024, déjà entérinés par l'Union européenne, ne seront pas concernés par la nouvelle procédure. De plus, cette dernière doit encore être formellement adoptée par le Parlement européen, avant fin avril 2024 (fin de la session parlementaire avant les élections de juin). Les premières discussions formelles sur la nécessité d'une adaptation du Pacte de stabilité et de croissance ont commencé dès 2021, d'abord dans le cadre de l'Eurogroupe, qui réunit les pays membres de la zone euro. La Commission a publié une proposition de réforme au premier trimestre 2023. Celle-ci, sans réelle surprise, ne satisfaisait totalement aucun des Etats membres de l'Union. Des négociations se sont alors engagées entre ceux qui souhaitent que les nouvelles règles soient suffisamment souples pour ne pas renouveler les « erreurs » de la période 2010-2012 et ceux qui plaident au contraire pour le maintien de règles strictes, automatiques, pour éviter tout dérapage.

Dans l'exercice de sa présidence de l'UE, l'Espagne a conduit ces négociations de manière active, jusqu'à parvenir à un compromis qu'ont endossé les ministres des Finances des 27 Etats membres. Ce compromis donne des gages à toutes les tendances qui s'étaient dessinées pendant les négociations. **Les critères chiffrés, dits « de Maastricht », sur le déficit et la dette sont conservés. Mais la réforme porte sur la trajectoire pour les atteindre ou les préserver. Elle comporte aussi quelques éléments supplémentaires de dérogation au chemin recommandé.** Les « recommandations » de la Commission seront discutées avec chacun des Etats membres concernés, comme le demandaient les gouvernements des pays aux finances publiques dégradées, mais dans un cadre très strict. **Les contrôles sont aussi renforcés pour éviter que des déviations prolongées installent les finances publiques des « contrevenants » sur une trajectoire insoutenable. L'objectif reste de limiter les déficits publics à 3% et les dettes publiques et 60% du PIB. En cas de dépassement du seuil de 3% de déficit, la Commission européenne devra ouvrir une procédure de déficit excessif.** Mais le programme de correction sera basé sur la trajectoire des « dépenses structurelles primaires nettes ». Ce concept exclut les variations de recettes et de dépenses liées à la conjoncture économique (les « stabilisateurs automatiques ») ainsi que la charge de la dette, mais aussi les investissements financés par des subventions européennes dans le cadre des programmes comme NextGenEU. Il est défini comme la variable budgétaire qui ne dépend que des décisions du gouvernement et qui est à la charge effective de son budget. Par ailleurs, la France et l'Italie -notamment- ont obtenu que l'augmentation de la charge de la dette provoquée par l'importante hausse des taux d'intérêt intervenue depuis 2022 soit déduite des objectifs de déficit pour 2025, 2026 et 2027.

Pour les pays qui affichent un ratio de dette supérieur à 60% ou un déficit plus élevé que 3% de leur PIB, la trajectoire recommandée de ces « dépenses structurelles primaires nettes » doit permettre d'engager la réduction du ratio de dette et que celui-ci suive une tendance baissière « crédible ». **Le rythme de diminution demandé est d'au moins un point de PIB par an quand le ratio de dette est supérieur à 90% du PIB ou un demi-point de PIB par an pour les dettes comprises entre 60% et 90% du PIB.** Actuellement, seuls 14 pays de l'UE ont une dette inférieure à 60% du PIB et 6 pays, dont la France, ont un ratio de dette/PIB supérieur à 90%. Le déficit structurel (ne tenant pas compte de l'impact de la conjoncture économique sur les recettes et les dépenses publiques) doit, lui, être réduit de 0,5 point par an tant qu'il est supérieur à 3% du PIB. Mais les efforts doivent être poursuivis par la suite, au rythme de 0,4 point de PIB par an, avec comme objectif de le ramener à 1,5% du PIB à moyen terme, contre un objectif de 0,5% jusqu'à. En 2023, 12 pays devraient enregistrer un déficit public supérieur à 3% du PIB selon les dernières prévisions de la Commission européenne.

Les pays qui respectent les plafonds de déficit et de dette peuvent solliciter de la Commission des « informations techniques prospectives » afin d'élaborer leurs perspectives budgétaires à moyen terme de manière à assurer que la dette restera inférieure à 60% du PIB et que leur déficit structurel se rapprochera de 1,5% du PIB. **Les programmes conçus en partenariat entre les pays soumis à une procédure de déficit excessif et la Commission devront être à horizon 4 ans.** C'est le laps de temps dans lequel il est demandé de ramener le déficit sous 3% du PIB et d'assurer que le ratio de dette est sur une trajectoire de diminution crédible et solide. Il est, à priori, demandé que la trajectoire de correction soit linéaire dans le temps ou, qu'à défaut, les efforts les plus importants interviennent en début de cette période. **Mais ce délai de 4 ans peut être prolongé de trois années supplémentaires dans le cas d'engagement sur des programmes de réformes et/ou d'investissements dans les priorités définies par les instances de l'UE : transitions numérique et énergétique et domaine militaire.** Le texte élaboré par la Commission et retravaillé par l'Espagne dans le cadre de sa présidence de l'Union prévoit des mécanismes de contrôle de la trajectoire des « dépenses structurelles primaires nettes à la charge effective du budget » et du caractère effectif des réformes ou investissements qui ont permis d'obtenir cette prolongation du programme d'ajustement budgétaire à 7 ans.

Dans le premier cas, cela passe par la création d'un « compte de contrôle » qui enregistre de manière annuelle et cumulée les écarts positifs ou négatifs aux engagements. S'il s'avère que les dépenses structurelles primaires nettes effectives dépassent significativement la trajectoire définie, une correction s'impose. En tout état de cause, les Etats soumis à un tel programme devront produire, chaque année, un rapport sur l'état d'avancement dudit programme. Ce rapport devra comprendre des informations détaillées sur la mise en place de la trajectoire des dépenses recommandée par la Commission, ainsi que sur la mise en œuvre des réformes et investissements qui ont permis d'obtenir une prolongation de la période d'ajustement. La Commission utilisera ensuite les informations incluses dans ce rapport ainsi que d'autres sources d'analyse pour indiquer si les progrès sont conformes aux attentes. Si ce n'est pas le cas, elle pourra élaborer des recommandations supplémentaires, adresser un avertissement ou une recommandation pour que le Conseil européen le fasse, voire recommander au Conseil d'imposer à l'Etat récalcitrant l'amende prévue dans la procédure de déficit excessif. Par ailleurs, le non-respect des engagements en termes de réformes ou d'investissement devrait conduire à l'annulation de la prolongation de trois ans du délai d'ajustement. Enfin, tant le rapport annuel de l'Etat concerné que l'avis de la Commission sont rendus publics. Cet élément pourrait s'avérer plus incitatif à la discipline que la menace d'une amende imposée par l'Union européenne.



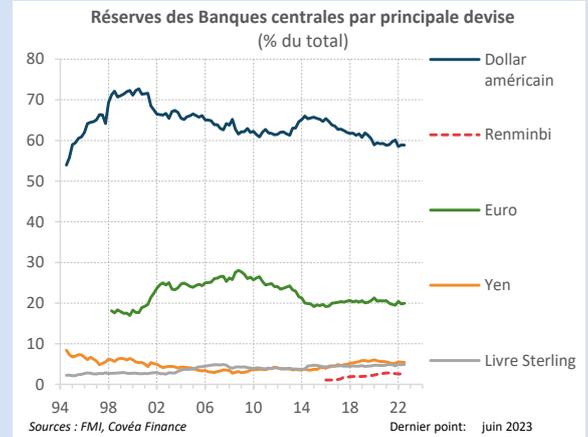
Jean-Louis Mourier  
Economiste



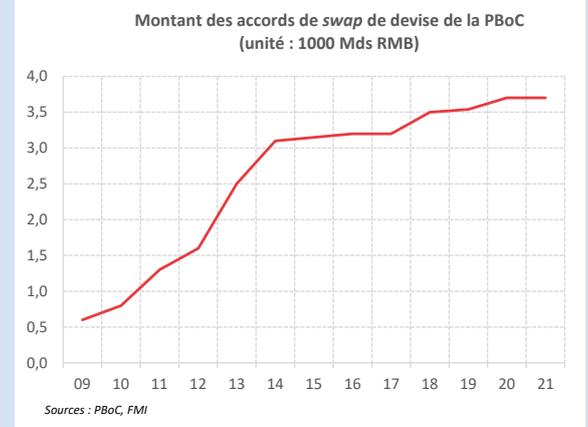
# Suivi Macroéconomique

## Focus : Internationalisation du Renminbi – une tendance encore trop timide pour inquiéter le Dollar

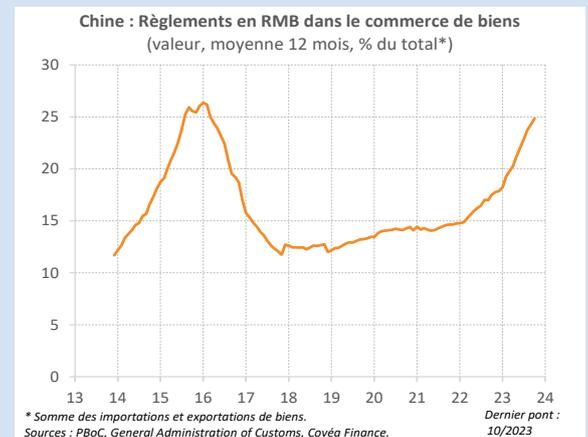
Face au recours accru aux sanctions internationales par les États-Unis, la perception du risque associée à l'utilisation du dollar américain (USD) a progressé parmi les acteurs économiques à travers le monde, les incitant à s'en détourner pour leurs transactions internationales et leur détention d'actifs. Néanmoins, malgré une volonté politique ostensible parmi les économies émergentes, des alternatives peinent à s'imposer. En particulier, les autorités chinoises cherchent à promouvoir l'utilisation de leur propre devise à l'international. Mais, en dépit de progrès visibles, le renminbi (RMB) est encore très loin d'avoir un poids proportionnel à celui de l'économie chinoise dans le monde. **Malgré un déclin depuis le début des années 2000, l'USD est toujours, et de loin, la principale monnaie de réserve.** Il représente encore près de 60% des réserves de changes des banques centrales, loin devant l'euro (20%) et les autres devises. Bien que croissante, la place du RMB dans les réserves internationales reste bien inférieure. À partir de la mi-2022, avec le ralentissement de l'économie et le déclin des flux commerciaux chinois, la place du RMB a même quelque peu reculé à 2,5% du total en juin 2023, contre un pic à 2,8% au premier semestre 2022. L'enquête triennale de la Banque des règlements internationaux (octobre 2022) sur les transactions de changes illustre également la place toujours prédominante de l'USD, alors que le RMB, malgré une nette progression, reste beaucoup moins échangé. En outre, les données publiées par SWIFT (le principal réseau par lequel les messages permettant d'initier les paiements internationaux sont échangés) indiquent que l'USD est largement la principale devise pour les paiements internationaux, avec 47,1% du total en novembre 2023. Cette part a même plutôt progressé au cours des dernières années. La part du RMB est bien plus faible, à 4,6% du total, mais en nette progression sur les dernières années, dans la mesure où il ne représentait que 1,9% du total en novembre 2019. Ces données sont toutefois à observer avec prudence, dans la mesure où elles sont affectées par l'évolution des pratiques de paiements internationaux au sein de la zone euro depuis mars 2023 (à la suite du passage à la norme ISO 20022), ce qui constitue un biais statistique baissier sur la part des échanges internationaux en euro qui a profité aux autres devises. De plus, 80% de la valeur des paiements internationaux en RMB concerne Hong Kong, ce qui tend à relativiser le caractère international de ces transactions.



Ainsi, malgré son statut de premier exportateur mondial, la Chine peine encore à internationaliser sa monnaie. **Une des principales explications à cette difficulté est que, malgré des progrès graduels au cours des 30 dernières années, la libéralisation du compte financier chinois reste très partielle,** comme le documente le FMI dans son rapport annuel sur les accords et restrictions de change. En effet, les limites sur l'achat et la vente de RMB sur les marchés internationaux réduisent son attractivité pour les acteurs étrangers. De plus, à l'inverse des États-Unis, la Chine dispose de larges excédents commerciaux et est un créancier extérieur net vis-à-vis du reste du monde. Cela signifie qu'elle détient beaucoup d'actifs en devises étrangères mais que peu d'actifs libellés en RMB sont disponibles hors de Chine pour répondre au besoin de détention de réserve de change des acteurs étrangers, contrairement aux titres en USD. **Si ces contraintes limitent fortement la capacité du RMB à concurrencer l'USD comme principale monnaie internationale, elles n'ont pas empêché certains progrès de la devise.** Ces avancées illustrent les efforts des autorités chinoises qui, afin de contourner les difficultés associées à une libéralisation limitée du compte financier, **multiplient les accords de swap de devises avec les banques centrales des partenaires économiques du pays.** Les risques associés au manque de liquidité du marché des actifs en RMB sont fortement réduits par ces accords qui garantissent un accès à la devise aux acteurs étrangers qui sont ainsi davantage enclins à l'utiliser dans leurs échanges avec la Chine. L'utilisation du RMB par des pays étrangers hors des relations bilatérales avec la Chine semble en revanche marginale, mais pas inexistante, comme l'illustre le cas particulier de l'Argentine qui a utilisé son accès au RMB pour honorer une échéance de sa dette auprès du FMI. A la mi-2023, la Banque populaire de Chine aurait conclu des accords de swap de devises avec au moins 39 banques centrales étrangères (principalement de pays participants aux « nouvelles routes de la soie »), pour un montant total de 3 700 Mds de RMB (environ 519 Mds\$), selon la BCE. Comme l'illustrent les travaux de l'institut AidData (mars 2023), ces accords de swap, couplés aux financements attribués à l'étranger par les banques publiques chinoises, participent également à développer le statut de « prêteur en dernier ressort » international de la Chine (qui concurrence ainsi le FMI).



**Ainsi, la Chine poursuit une stratégie d'internationalisation du RMB sans libéraliser complètement son compte financier mais en concluant des accords bilatéraux avec ses partenaires économiques. Si les données disponibles mettent en lumière des progrès du RMB, sa place à l'international reste toutefois à ce stade marginale relativement au poids de l'économie chinoise. Cette dynamique favorable du RMB n'est pas, pour l'heure, de nature à inquiéter l'USD qui reste pour le moment confortablement la principale monnaie internationale.**



\* Somme des importations et exportations de biens. Sources : PBoC, General Administration of Customs, Covéa Finance. Dernier point : 10/2023

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.