

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

08 janvier 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Elections

L'année 2023 s'est clôturée il y a quelques jours avec comme marqueur, la perception d'un renforcement de la conflictualité dans le monde, et en miroir, une nouvelle illustration d'un multilatéralisme inefficace dans la résolution des conflits (*en Ukraine, au Soudan, dans le Haut-Karabagh, ou encore dans le conflit opposant le Hamas à Israël*). La dissonance perçue au sein de l'Organisation des Nations Unies et l'absence, de fait, de garde-fou international, pourrait désinhiber certains Etats à remettre en cause, par la force, certains statu quo territoriaux, maintenant un niveau de risque géopolitique élevé sur les disputes frontalières et les conflits gelés entre pays. La posture récente du Venezuela vis-à-vis du Guyana en ce sens interpelle.

C'est dans ce contexte géopolitique tendu que s'est ouverte une année 2024 qui s'annonce, quant à elle, exceptionnelle sur le plan politique. En effet, en adoptant une approche globale, incluant les élections présidentielles, législatives, sénatoriales, européennes, régionales ou encore municipales, plus de la moitié de la population mondiale va connaître sur son territoire national un scrutin électoral. Dans ce flux important d'élections, plusieurs temps forts seront à suivre tout au long de l'année.

Tout d'abord, le 13 janvier prochain, se tiendront à Taiwan les élections présidentielles, dans un contexte de forte tension avec la Chine et la réaffirmation par le président Xi Jinping, lors de son discours du nouvel an, du caractère inéluctable de la réunification. S'en suivront les scrutins présidentiels d'Indonésie en février, de Corée du Sud en avril, ainsi que les élections législatives en Inde entre avril et mai, et les élections générales du Mexique en juin. En Europe, nous serons particulièrement attentifs aux élections pour le renouvellement du parlement européen en juin, après les élections législatives néerlandaises de novembre 2023 qui ont vu l'extrême droite l'emporter. Nous attendrons également le calendrier des élections générales au Royaume-Uni. Enfin, dans la deuxième partie de l'année, ce sont les élections présidentielles aux Etats-Unis et au Venezuela qui animeront l'actualité.

L'analyse des résultats de ces élections permettra d'appréhender l'opinion des populations vis-à-vis des grands enjeux mondiaux actuels. Nous surveillerons en particulier la potentielle matérialisation de phénomène de polarisation de l'opinion publique en faveur des partis nationalistes, une possible traduction dans les urnes des signaux de repli sur soi déjà perceptibles, un des fils rouges de nos Perspectives Economiques et Financières depuis maintenant plusieurs années.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches

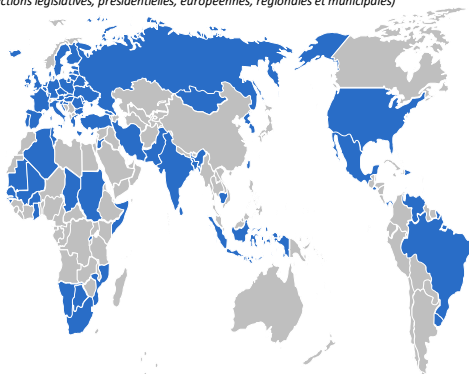


Focus de la semaine

« Plus de la moitié de l'humanité sera appelée aux urnes en 2024... »

Scrutins en 2024

(incluant les élections législatives, présidentielles, européennes, régionales et municipales)



Source : The Economist, Covéa Finance

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	05/01/24	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,094	1,067	1,052	2,6	4,0
€ / £	0,860	0,873	0,883	-1,4	-2,6
€ / Yen	158,25	161,46	140,38	-2,0	12,7
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	79	80	79	-1,6	0,1
Indice CRB*	506	534	553	-5,1	-8,5
Prix de l'once d'Or	2 050	1 970	1 841	4,1	11,4
Prix de la tonne de cuivre	8 463	8 147	8 375	3,9	1,1
Indice Baltic Dry**	2 110	1 598	1 146	32,0	84,1
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1897	1030	1061	84,1	78,7

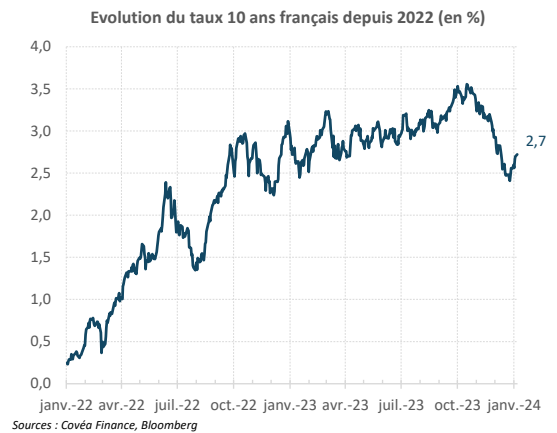
Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice 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 taux souverains ont terminé la première semaine de l'année en nette augmentation de part et d'autre de l'Atlantique. Cette dynamique fait suite à une importante révision des anticipations des investisseurs sur l'ampleur des baisses de taux à venir, nourrie tout d'abord par la publication des minutes de la Réserve Fédérale Américaine, qui rappellent la nécessité de voir l'emploi ralentir pour accompagner l'inflation vers les 2%. Ainsi les statistiques de l'emploi aux Etats-Unis de fin de semaine confirmant la résistance du marché du travail, ont entretenu le mouvement de hausse des taux. En Europe, les chiffres solides de l'inflation de décembre ont également montré que son recul ne pourrait être que graduel. Ainsi, les anticipations de baisses des taux des banques centrales ont été revues à la baisse aux Etats-Unis comme en Europe. Sur la semaine, les taux souverains ont progressé de plus de 15 points de base (pbs), les taux 10 ans repassant au-dessus des 4% aux Etats-Unis à 4,05% et de 2,70% en France à 2,72%. Le mouvement a été défavorable à l'euro qui perd près de 1% contre Dollar à 1,094 (EurUsd). Sur le marché du crédit, la première semaine de 2024 a été particulièrement riche en termes d'émissions primaires avec plus de 8 Md€ d'émissions d'entreprises et plus de 30 Md€ d'émissions financières sur tous les rangs de séniorité, de la dette sécurisée à la dette la plus subordonnée AT1 (Tier 1 additionnel). Les primes de risque se sont, dans ce contexte, écartées de 7 pbs à 144 pbs sur la catégorie Investissement (3,97% de taux de rendement) et 10pbs à 409 pbs sur la catégorie Haut-rendement (7,58% de taux de rendement).



Sources : Covéo Finance, Bloomberg

Le Focus de la semaine : Des banques européennes sous toujours plus de surveillance...

En 2023, les faillites des banques américaines de taille moyenne, et la défaillance de Crédit Suisse, ont rappelé s'il en était besoin, que la confiance des déposants constitue un des piliers fondamentaux de la résistance des banques, quelle que soit la robustesse de leurs ratios de fonds propres. La réglementation et la supervision bancaire européenne œuvrent pour maintenir la solidité des banques et celle du système financier. Elles contribuent également à ce que les activités bancaires essentielles pour le rôle clé dans le financement de l'économie et la transmission de la politique monétaire de la BCE, résistent à tout scénario de stress. Cette supervision est le premier des 3 piliers de l'union bancaire européenne, avec le Mécanisme de Résolution Unique, dont les modalités ont été réaffirmées à la suite de la résolution choisie par le superviseur suisse pour Crédit Suisse, et le système de garantie des dépôts européens qui reste encore à finaliser. Elle participe à entretenir la confiance accordée aux banques européennes par les déposants particuliers et par les entreprises. En effet, dans le cadre de cette étroite supervision, des tests de résistance prudentiels à des scénarii macro-économiques adverses sont conduits annuellement par la BCE, pouvant mener à des exigences de fonds propres renforcées pour les banques prises individuellement en cas de fragilité constatée. A cela s'ajoutent des tests de résistance prudentiels, tous les deux ans, de façon coordonnée avec l'Autorité Bancaire Européenne à l'échelle de l'Union Européenne, en alternance avec des tests ponctuels et ciblés de résistance à des risques spécifiques, tels ceux évaluant la sensibilité au risque de taux d'intérêt dans les portefeuilles bancaires, l'analyse de sensibilité portant sur le risque de liquidité, et le dernier en date, le test de résistance au risque climatique fin 2022.

C'est aujourd'hui au risque de cyber-attaque des banques que la BCE s'intéresse : elle a annoncé en ce début d'année un nouveau test de résistance permettant « d'évaluer leur réaction à une cyber-attaque et la façon dont elles pourront s'en remettre ». Les capacités des banques à prévenir une telle attaque ne seront pas traitées ici. Si les 109 banques soumises à la surveillance prudentielle directe de la BCE sont concernées par ce test de résistance, 28 d'entre elles, représentatives du système bancaire de la zone euro, de par la diversité de leur modèle d'activité et de leur présence géographique, feront l'objet d'une évaluation plus approfondie. La BCE précise que les résultats n'impliqueront pas d'exigences supplémentaires mais serviront de supports aux évaluations prudentielles analysant le profil de risque individuel, prévues en 2024 (Supervisory Review and Evaluation Process, « SREP »).

Le risque de cyber-attaque n'est pas qu'une fiction dans un monde où les risques de déstabilisation via ces attaques sont pris en compte aux plus hauts sommets des Etats. Les banques investissent tous les ans davantage individuellement, mais des initiatives conjointes sont également plébiscitées par certains acteurs. Ces tests élargissent encore l'arsenal de supervision des banques européennes par les autorités européennes. Les résultats sont attendus à l'été 2024.

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	05/01/24	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			
Taux directeurs														
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					
Taux 10 ans														
Etats-Unis	4,05	3,88	4,62	3,87	3,72	17	-58	17	33	-34	16			
Allemagne	2,16	2,02	2,65	2,57	2,32	13	-49	-42	-16	-41	22			
France	2,70	2,56	3,23	3,12	2,82	14	-54	-42	-13	-39	52			
Italie	3,85	3,70	4,51	4,72	4,33	15	-66	-86	-48	70	61			
Royaume-Uni	3,79	3,54	4,27	3,67	3,49	25	-49	12	30	-44	61			
Japon	0,61	0,61	0,84	0,42	0,43	0	-23	19	18	57	102			
Crédit														
Indice Itraxx Main	63,7	58,2	75,6	90,6	84,5	5,5	-11,9	-26,9	-20,8					
Indice Itraxx Crossover	339,0	310,5	408,2	474,1	440,2	28,5	-69,3	-135,1	-101,3					

Sources : Bloomberg, Covéo 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

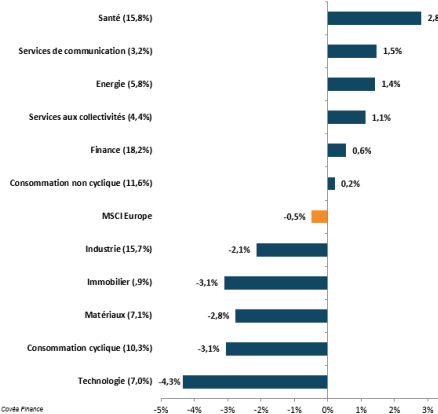
L'analyse des marchés :

Pour la première semaine de l'année, le marché actions européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) affiche un recul de -0,5% dans un contexte de remontée des taux d'intérêt après avoir atteint un point bas le 27/12/2023. Les secteurs en retard de performance et dont les valorisations restent basses ont surperformé à l'image de la santé (+2,8%) et des services de communications (+1,5%). Le secteur de l'énergie (+1,4%) surperforme également l'indice, bénéficiant de la remontée du cours du baril de pétrole.

A l'inverse, la technologie (-4,3%) est pénalisée par le segment des semi-conducteurs (ASML -5,5%) qui recule suite aux commentaires de Mobileye (capteurs pour la conduite autonome) indiquant une demande bien plus faible que prévue. La consommation cyclique (-3,1%) est globalement pénalisée par le ralentissement de la demande et son exposition à la Chine. Le secteur des spiritueux a d'ailleurs été impacté par l'ouverture d'une enquête anti concurrentielle par la Chine sur les produits en provenance de l'Union Européenne. En outre, JD Sports Fashion (-27,6%) revoit à la baisse ses prévisions de résultats et indique que les marges seront plus basses que l'année dernière en raison d'une activité promotionnelle élevée. En termes de performances géographiques, le Danemark progresse de 2,8% tiré par AP Moeller - Maersk (+15%) bénéficiant de hausses tarifaires en lien avec les tensions en mer Rouge.

Enfin notons que l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap débute l'année en territoire négatif (-1,4%), tout comme le MSCI EMU (-1,1%) et le MSCI Europe (-0,5%).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 29/12/2023 au 05/01/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Expansion des réseaux électriques en Europe - un enjeu stratégique majeur

Le réseau électrique européen figure parmi les réseaux les plus interconnectés et les mieux conçus du monde. Ceci a été permis par à un cadre réglementaire européen favorable, comprenant des règles à la fois sur le marché intérieur de l'électricité et sur les infrastructures énergétiques transfrontalières. L'Union Européenne (UE) s'est fixée des objectifs climatiques et énergétiques ambitieux ; à savoir porter à 42,5% au moins la part des énergies renouvelables dans la consommation énergétique globale de l'UE d'ici 2030. Elle s'est également fixée un objectif d'interconnexion entre pays de 15 % pour 2030, contre un niveau actuel inférieur à 10%. L'atteinte de ces objectifs nécessitent des investissements d'envergure sur les réseaux, environ 584 milliards d'euros. Ils visent à moderniser le réseau électrique européen, préparer l'électrification du système énergétique basée sur les énergies renouvelables et intégrer les ajouts de capacités vertes. La majorité des investissements devrait se focaliser sur la partie distribution du réseau. Environ 40% de celle-ci a plus de 40 ans et doit être modernisée afin de la rendre plus numérique, plus contrôlable et plus sécurisée.

Les enjeux du déploiement du réseau électrique sont majeurs : assurer l'accès des tiers au réseau, sécuriser l'approvisionnement, connecter les nouvelles capacités renouvelables, décongestionner l'existant, compléter voire remplacer les sources de flexibilité et répondre aux nouveaux besoins. Le marché de l'électricité fait face à d'importants changements structurels tout au long de la chaîne de valeur, amplifiés par la récente crise énergétique. Concernant la production d'électricité, elle est de plus en plus renouvelable, phénomène qui sera accentué par la nécessité de développer massivement l'hydrogène vert. Or, actuellement le réseau n'est pas en mesure d'accueillir de nouvelles capacités. La partie distribution doit elle aussi s'adapter à un modèle de production plus numérisé, décentralisé et flexible, qu'il va falloir sécuriser. En termes de consommation, les besoins évoluent avec l'électrification de l'économie, les objectifs de décarbonation, la mobilité et convergent vers une demande de plus en plus flexible. Cette évolution renforce la nécessité des interconnexions transfrontalières, chaque pays ayant un mix électrique unique, les infrastructures de réseaux sont essentielles pour mutualiser les ressources (hydroélectricité, solaire, éolienne, nucléaire, thermique...) et équilibrer le réseau.

La Commission Européenne a récemment annoncé un plan d'accélération du déploiement des réseaux électriques en listant 166 projets éligibles aux statuts de projets d'intérêt commun (PIC) et de projets d'intérêt mutuel (PIM). Ces projets bénéficient de procédures accélérées d'octroi d'autorisations, de conditions réglementaires plus favorables et, pour certains, d'un accès à un soutien financier.

La capacité des sociétés à participer à la réorganisation du complexe énergétique mondial fait partie des thématiques que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières. Comprendre et maîtriser l'ensemble de la chaîne de valeur est essentiel pour la bonne compréhension de ces évolutions. Ainsi nous réaliserons un éclairage sur « les réseaux intelligents » dans l'édito de la semaine prochaine.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	05/01/24	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	151	153	143	132	138	-1,1	5,9	14,7	9,8	
MSCI EMU Mid Cap	960	966	900	907	941	-0,6	6,7	5,9	2,0	
MSCI EMU Small Cap	415	426	382	370	379	-2,5	8,6	12,1	9,5	
MSCI Europe	160	161	150	143	148	-0,5	6,3	12,2	8,3	
France CAC 40	7 421	7 543	7 114	6 474	6 762	-1,6	4,3	14,6	9,7	
Allemagne DAX 30	6 567	6 629	6 075	5 692	5 902	-0,9	8,1	15,4	11,3	
Italie MIB	30 441	30 352	28 644	23 707	24 833	0,3	6,3	28,4	22,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 690	7 733	7 456	7 452	7 633	-0,6	3,1	3,2	0,7	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 938	8 920	8 543	8 417	8 642	0,2	4,6	6,2	3,4	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

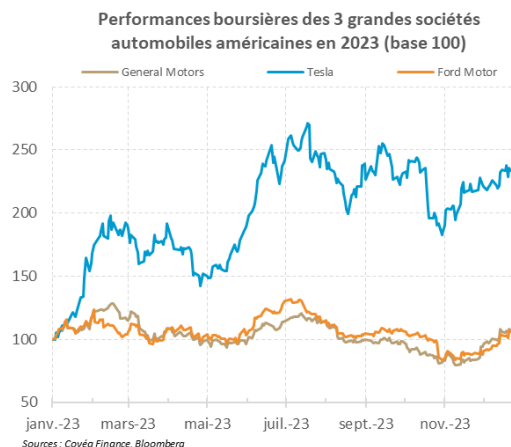
L'analyse des marchés :

La semaine a été baissière en Asie, avec des performances biaisées par quelques fermetures de marché, notamment au Japon une partie de la semaine. Retenons que les pays d'Asie du Nord affichent les moins bonnes performances sur la semaine. Taiwan et la Corée du Sud ont souffert de dégagements dans le secteur technologique en lien avec une rotation sectorielle importante et des nouvelles autour d'annulations de commandes chez ASML, accentuant la pression sur le secteur. Le marché chinois a continué de souffrir de la défiance des investisseurs, malgré la publication de données macroéconomiques plus favorables. A l'inverse, les pays d'Asie du Sud Est et producteurs de pétrole (Malaisie, Thaïlande) affichent de meilleures performances en lien avec le rebond de l'énergie.

Aux Etats-Unis, la première semaine de 2024 est venue mettre un point d'arrêt au rallye de fin d'année. L'indice S&P 500 affichait une baisse de 1,50% impacté par la publication des minutes de la dernière réunion de la Réserve Fédérale faisant état d'une position prudente en matière de possibilité d'ajuster rapidement les taux d'intérêt à la baisse, une communication qui a été confortée en fin de semaine par des chiffres encourageants sur l'emploi. Face à la hausse des rendements obligataires, les valeurs de croissance ont été pénalisées, notamment dans les secteurs de la consommation discrétionnaire et de la technologie. A l'inverse les secteurs défensifs tels que la santé et les services aux collectivités affichaient les plus fortes hausses, suivis de l'énergie qui bénéficiait du rebond du prix du pétrole sur fond de craintes d'escalade au Proche-Orient. Au cours de la semaine Mobilieye, spécialiste des technologies de conduite assistée et autonome affichait une baisse de 30% après avoir annoncé une chute des commandes de ses clients éliminant leurs stocks excédentaires. La nouvelle pesait sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'automobile. A l'inverse le laboratoire Merck & Co était en hausse de près de 8% après avoir annoncé être, lui aussi, à la recherche de traitements GLP-1 dont les bénéfices iraient au-delà de la perte de poids.

Le Focus de la semaine : Nouvelle année, nouvelles conditions de subventions pour les véhicules électriques aux Etats-Unis

Depuis le 1er janvier 2024, suite à l'entrée en vigueur d'une nouvelle réglementation, le nombre de véhicules électriques éligibles au bonus écologique (jusqu'à \$7,500 de subvention accordés par l'« Inflation Reduction Act ») a été divisé par deux, passant ainsi de 24 modèles à une douzaine. Les conditions d'obtention existantes, à savoir l'assemblage d'au moins 50% de la batterie en Amérique du Nord et l'approvisionnement d'au moins 40% en minéraux critiques américains (ou importés de pays « alliés ») restent valides ... mais ont été complétées par une nouvelle directive : les véhicules dont les batteries sont assemblées par des entreprises chinoises (ou des entreprises détenues par le gouvernement chinois à hauteur de 25% du capital ou plus) sont désormais exclus. Le 1er janvier 2025, les mêmes restrictions seront appliquées aux fournisseurs en minéraux critiques, comme le nickel et le lithium. Parmi les véhicules encore éligibles, on retrouve, entre autres, le Model Y de Tesla, le Wrangler de Jeep ou encore le F-150 Lightning de Ford ; en revanche, les modèles phares de plusieurs constructeurs ont perdu leur accès aux subventions, notamment la Nissan Leaf, le Cybertruck et quelques versions du Model 3 de Tesla, le E-Transit de Ford ainsi que les Blazer et Silverado de Chevrolet (General Motors). Bien que très pénalisés à court terme, les constructeurs automobiles se sont montrés plutôt confiants quant à leur capacité à regagner les subventions perdues. Ashley Schapitl, porte-parole du département du Trésor, a déclaré que le gouvernement avait travaillé en étroite collaboration avec les leaders du secteur et que ces derniers s'efforceront de « repenser leurs chaînes d'approvisionnement » et de forger de nouveaux partenariats avec des sociétés issues de pays « alliés ». L'objectif final clairement défini est de ramener investissements et emplois sur le territoire domestique et d'affranchir les Etats-Unis de risques géopolitiques. Cet édit fait écho à celui rédigé en avril dernier qui faisait état des mesures protectionnistes mises en place par l'administration Biden afin de favoriser la transition électrique des constructeurs américains dont les chaînes d'approvisionnement sont très largement dépendantes de fournisseurs basés en Amérique du Nord. Cette thématique de renforcement de la souveraineté des Etats et de réorganisation des échanges mondiaux est au cœur des réflexions de nos Perspectives Economiques et Financières et constitue un axe d'investissement dans les portefeuilles sous gestion.



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	05/01/24	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	4 697	4 770	4 347	3 840	3 895	-1,5 ↓	8,0 ↑	22,3 ↑	20,6 ↑	-0,7 ↓	5,3 ↑	19,7 ↑	17,3 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	37 466	37 690	33 892	33 147	33 631	-0,6 ↓	10,5 ↑	13,0 ↑	11,4 ↑	0,3 ↑	7,8 ↑	10,6 ↑	8,4 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	14 524	15 011	13 521	10 466	10 569	-3,2 ↓	7,4 ↑	38,8 ↑	37,4 ↑	-2,4 ↓	4,7 ↑	35,7 ↑	33,7 ↑
Japon Nikkei 300	506	500	496	401	394	1,3 ↑	2,0 ↑	26,3 ↑	28,5 ↑	-0,3 ↓	4,1 ↑	12,1 ↑	14,1 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 578	2 655	2 427	2 280	2 290	-2,9 ↓	6,2 ↑	13,1 ↑	12,6 ↑	-3,6 ↓	3,5 ↑	5,4 ↑	4,4 ↑
Chine - Shanghai	2 929	2 975	3 053	3 089	3 158	-1,5 ↓	-4,1 ↓	-5,2 ↓	-7,2 ↓	-1,3 ↓	-4,5 ↓	-10,8 ↓	-13,9 ↓
Hong Kong Hang Seng	16 535	17 047	17 511	19 781	20 992	-3,0 ↓	-5,6 ↓	-16,4 ↓	-21,2 ↓	-2,2 ↓	-8,0 ↓	-18,3 ↓	-23,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 002	1 024	956	956	989	-2,1 ↓	4,8 ↑	4,8 ↑	1,4 ↑	-1,3 ↓	2,2 ↑	2,5 ↑	-1,4 ↓

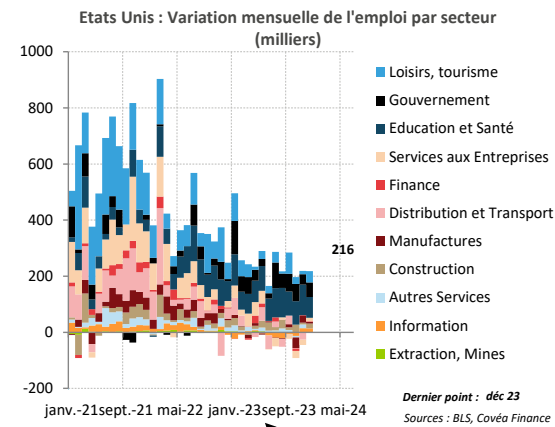
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le marché du travail américain poursuit sa normalisation »

Le marché du travail est resté bien orienté en décembre. **L'économie américaine a créé 216 000 postes au cours du mois, totalisant ainsi 2,7 millions nouveaux postes sur l'ensemble de l'année, après 4,8 millions en 2022. Si on a bien assisté à un ralentissement continu de la dynamique des embauches en 2023**, le rythme au quatrième trimestre reste relativement solide avec 165 000 postes par mois en moyenne. Les estimations des mois d'octobre et novembre ont toutefois été révisées en baisse à respectivement 105 000 et 173 000. Les embauches en décembre sont restées concentrées dans la santé et l'éducation (74 000), le tourisme et loisirs (40 000), ainsi que dans le secteur public (52 000). L'emploi temporaire dans les services continue en revanche à détruire des postes (-33 000) et la tendance reste faible dans le manufacturier (6 000), après deux mois perturbés par les grèves dans l'automobile. Du côté des rémunérations, **le salaire horaire affiche un gain mensuel de 0,4%, ce qui pousse la croissance annuelle à 4,1%**, après 4% le mois précédent.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ISM Manuf.	Indice	déc.-23	47,4	46,7	60,7	53,5
ISM Services	Indice	déc.-23	50,6	52,7	62,4	56,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	déc.-23	45,2	49,9	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	déc.-23	47,1	48,3	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	déc.-23	47,0	46,2	72,9	57,3
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	nov.-23	3,1	-1,9	19,8	12,5
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	nov.-23	18,1	21,3	-1,3	9,0
Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-23	3,7	3,7	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	déc.-23	216	173	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	déc.-23	4,1	4,0	4,3	5,3

*Du 01/01/2024 au 07/01/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Le taux de chômage est stable à 3,7%, mais le taux de participation à la population active recule nettement à 62,5%, contre 62,8% en novembre, fragilisant la dynamique favorable de ces derniers mois qui avait permis un rééquilibrage de l'offre et de la demande de travail. Même si la tendance est désormais moins soutenue, **ce rapport indique que les embauches demeurent solides, tout comme la croissance des salaires, ce qui devrait conduire la Réserve fédérale (Fed) à rester prudente quant à un futur assouplissement monétaire.**

Par ailleurs, le rapport JOLTS du mois de novembre décrit une poursuite de la normalisation du marché du travail. Les offres d'emploi à pourvoir ont reflué en novembre par rapport au mois précédent, mais l'estimation d'octobre a finalement été révisée en hausse. Les licenciements ont nettement reculé sur le mois, tout comme le nombre de démissions qui est désormais normalisé et a retrouvé le niveau pré-pandémique. Au total, ce rapport décrit une poursuite du rééquilibrage entre offre et demande, sans décrochage particulier.

Du côté des données d'enquête, **l'indice ISM manufacturier a légèrement progressé en décembre**, tout en demeurant sous le seuil de 50, à un niveau décrivant une contraction de l'activité (47,4 après 46,7). Les composantes de l'enquête sont également faibles : les nouvelles commandes se dégrade à 47,1 points, et l'emploi reste sans vigueur à 48,1. La composante production s'améliore en revanche et atteint 50,3 points, ce qui renvoie à une modeste croissance. Du côté des prix payés, la modération reste de mise (45,2).

Dans les services, l'indice ISM fléchit assez nettement, passant de 52,7 à 50,6 en décembre, au plus bas depuis mai dernier. Ce niveau renvoie à une croissance très faible de l'activité par rapport au mois précédent. L'indice a été pénalisé par la chute de la composante emploi (43,3, contre 50,7 en novembre), qui peut surprendre au regard de la résistance des autres éléments statistiques concernant le marché du travail, en particulier dans les services. Les autres composantes de l'enquête sont mitigées avec d'une part un rebond de la composante niveau d'activité (56,6) et d'autre part des nouvelles commandes en modération (52,8).

Les minutes de la réunion de décembre confirment que le comité estime le taux directeur « probablement à son maximum ou proche de son maximum » pour ce cycle de resserrement. Tous les participants reconnaissent de clairs progrès en 2023 sur l'inflation. Néanmoins les incertitudes sont jugées particulièrement élevées pour la suite. D'un côté, des risques haussiers sur l'activité et l'inflation sont mentionnés. En particulier, de nombreux membres estiment qu'un assouplissement des conditions financières trop marqué pourrait rendre plus difficile l'atteinte de la cible d'inflation. Du côté baissier, le risque que les effets du resserrement ne soit pas encore complètement diffusé est cité. Toutefois, il apparaît que la possibilité que l'économie évolue dans un sens qui rendrait nécessaire une hausse supplémentaire reste d'actualité et plusieurs participants jugent que le taux pourrait rester à un niveau élevé plus longtemps qu'actuellement anticipé. A contrario, **la possibilité d'une baisse rapide du taux directeur n'a pas émergé dans les discussions, ce qui suggère qu'un assouplissement imminent n'est pas le scénario privilégié.** Sur la politique quantitative, plusieurs participants estiment que le comité devrait commencer à discuter du ralentissement du rythme de baisse de la détention d'actifs de la Réserve fédérale, afin de pouvoir communiquer en amont au public sur les modalités de ces ajustements. Les débats lors des prochaines réunions devraient donc porter à la fois sur la politique de taux et sur la politique quantitative.

Le Président de la Fed de Richmond, Thomas Barkin (membre votant), a déclaré cette semaine que le scénario d'atterrissage en douceur de l'économie américaine est désormais plus probable, mais pas encore certain. Il ne s'est pas prononcé sur une éventuelle baisse dès le mois de mars, ne voulant pas se positionner en amont d'une réunion encore lointaine, et a réitéré la possibilité d'une hausse supplémentaire, si les données d'inflation devaient ne pas continuer à s'améliorer. La Présidente de la Fed de Dallas Lorie Logan (non votante) a également souligné les progrès sur le front de l'inflation mais a indiqué que compte tenu de l'assouplissement des conditions financières au cours des derniers mois, la possibilité d'une hausse supplémentaire de taux directeur n'est pas écartée.

Sur le plan budgétaire, les leaders Démocrates et Républicains sont parvenus à un accord de principe pour adopter un budget 2023 de 1600 Mds\$ de dépenses, en amont de l'échéance du 19 janvier, au-delà de laquelle une partie des agences gouvernementales fermerait en l'absence de vote au Congrès. Le scrutin est toutefois encore très incertain, l'aile conservatrice des Républicains s'étant d'ores et déjà montrée très critique de l'accord, l'estimant trop dispendieux.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

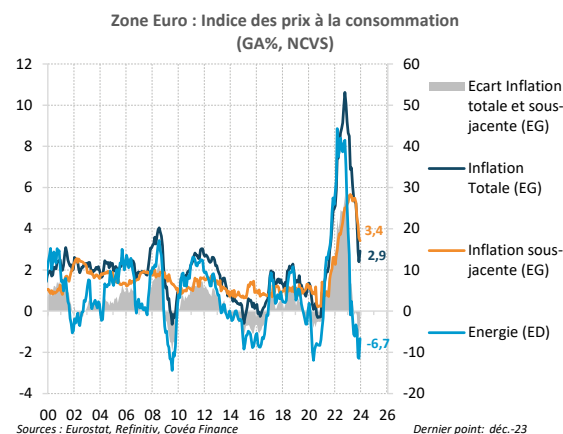


Suivi Macroéconomique

Europe

« Zone euro : rebond de l'inflation en décembre »

Dans la zone euro, l'inflation a légèrement rebondi en décembre. L'indice des prix à la consommation a augmenté de 0,2% par rapport au mois précédent et il s'est affiché en hausse de 2,9% sur un an contre 2,4% en novembre. Ce rebond est essentiellement dû à une moindre contribution négative de la composante énergie. Bien qu'elle ait encore reculé de 1,5% en séquentiel, son rythme de baisse sur douze mois est revenu de -11,5% en novembre à -6,7% en décembre. L'inflation sous-jacente (hors alimentation, énergie, tabac & alcool) a aussi diminué, à 3,4% sur un an contre 3,6% en novembre, grâce à la poursuite du ralentissement des prix des biens hors-énergie. Le ralentissement des prix des services s'est, en revanche, interrompu, son rythme de progression sur douze mois restant stable à 4,0%.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prêts aux Entreprises <small>Val, CVS, GA%</small>	nov.-23	0,0	-0,3	4,3	6,4
	Inflation <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	déc.-23	2,9	2,4	2,6	8,4
	Inflation sous-jacente <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	déc.-23	3,4	3,6	1,5	3,9

* Du 01/01/2024 au 07/01/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Pour la première fois depuis le mois de février, les dépôts des ménages auprès des banques de la zone euro ont augmenté, de près de 19Mds€, en novembre. Le rythme de baisse de l'encours de leurs dépôts à vue et des formes les moins liquides d'épargne monétaire a légèrement diminué alors que l'engouement pour les placements liquides rémunérés s'est maintenu. Parallèlement, le recul de l'encours des dépôts à vue des entreprises a atteint un plus bas depuis que le mouvement a commencé, à moins de 3Mds€ contre une moyenne de près de 50Mds€ par mois depuis septembre 2022. Les avoirs monétaires des entreprises non-financières ont ainsi augmenté pour le quatrième mois consécutif en novembre. Les crédits des institutions financières et monétaires (IFM) aux agents privés ont aussi augmenté en novembre, tirés par les prêts aux ménages, mais aussi par un rebond de la demande de financement à court terme des entreprises non-financières (+10,4Md€, un plus haut depuis septembre 2022).

En Allemagne, les ventes au détail, en volume, ont de nouveau chuté en novembre (-2,5% par rapport au mois précédent). En octobre, elles avaient rebondi de 1,3%, après quatre mois consécutifs de baisse. Elles sont ainsi en baisse de 2,4% sur un an. L'office fédéral des statistiques estime que les ventes au détail en volume devraient s'être contractées de 3,1% entre décembre 2022 et décembre 2023.

Par ailleurs, **le parti libéral (FDP) reste dans la coalition gouvernementale allemande.** Alors que la crise budgétaire ouverte par la décision de la Cour constitutionnelle de recaler certaines privautés prises par le gouvernement dans sa pratique budgétaire, mi-novembre, avait mis en exergue de profondes lignes de fractures entre les partenaires de la coalition SPD/Verts/FDP, ce dernier parti avait décidé de consulter ses militants sur sa présence au

gouvernement. Le vote a débouché sur une légère majorité (52%) en faveur du maintien de la participation du FDP à la coalition, alors qu'un tiers des militants ont pris part au vote.

En revanche, le compromis trouvé au sein de la coalition gouvernementale sur le budget 2024 semble plus fragile que jamais. Sous la pression des agriculteurs, la diminution des avantages consentis à ces derniers a été en grande partie édulcorée : les exonérations de taxes sur les véhicules agricoles vont perdurer et la disparition des exonérations sur les carburants agricoles sera très progressive. En contrepartie, un fonds de sauvegarde de la mer sera réduit. Malgré ces concessions, les agriculteurs allemands continuaient à protester.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

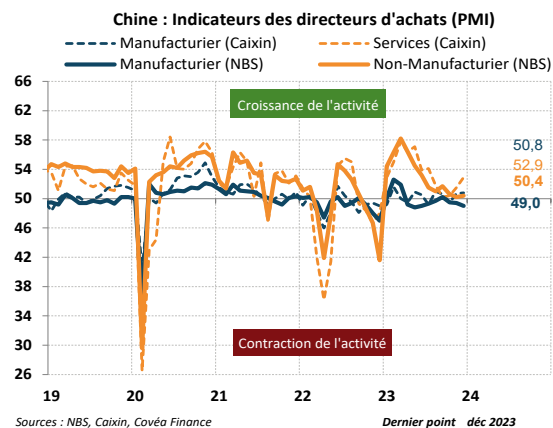
Asie

« Les autorités chinoises renforcent le soutien à l'activité »

En Chine, la reprise du tourisme semble avoir soutenu l'activité de services en décembre. L'entrée en vigueur de la dispense temporaire de l'obligation de disposer d'un visa pour les ressortissants de France, d'Allemagne, d'Italie, des Pays-Bas, d'Espagne et de Malaisie souhaitant visiter la Chine aurait permis une hausse de 28,5% du nombre de voyageurs issus de ces pays en décembre par rapport à novembre, selon les autorités chinoises. **Cette dynamique favorable semble en partie expliquer la vigueur de l'enquête PMI services de Caixin qui a affiché une forte progression en décembre avec un indice à 52,9 contre 51,5 en novembre.** Il s'agit de l'expansion de l'activité de services la plus soutenue rapportée par l'enquête sur les cinq derniers mois, tirée par la dynamique des nouvelles commandes. Toutefois, le contraste reste marqué entre l'enquête de Caixin et celle du Bureau national des statistiques qui indiquait

au contraire, quelques jours plus tôt, une contraction dans les services pour un deuxième mois consécutif en décembre. Les entreprises interrogées par Caixin, qui sont relativement plus exposées aux exportations et situées plus à proximité des côtes, semblent avoir davantage bénéficié de la reprise du tourisme.

La Banque populaire de Chine (PBoC) renforce le soutien à l'activité via le Pledged supplementary lending (PSL). A travers cet instrument – souvent assimilé à une forme d'assouplissement quantitatif (*quantitative easing*) pour soutenir l'immobilier et les infrastructures – la PBoC accorde directement des prêts aux banques d'Etat (dont en particulier la *China Development Bank*) pour qu'elles diffusent ces fonds dans l'économie réelle. Selon les données publiées cette semaine par la banque centrale, l'encours du PSL aurait augmenté fortement de 49 Mds\$ durant le mois de décembre 2023 pour atteindre un total de 458 Mds\$. Cette hausse intervient après une longue période de contraction de l'encours des prêts PSL courant 2023. Le PSL a été utilisé pour le programme de rénovation des bidonvilles entre 2015 et 2018 et, à la fin de 2022, cet instrument avait également été utilisé pour soutenir l'investissement dans les infrastructures liées à la lutte contre l'épidémie de Covid-19. Jusqu'à présent, la PBoC n'a pas communiqué d'informations sur les



régions qui bénéficient des nouveaux financements su PSL. **Le soutien des autorités se renforce alors que la contagion des difficultés du secteur immobilier au système financier s'est concrétisée la semaine dernière par la demande de mise en faillite de la société financière non-bancaire, Zhongzhi Enterprise Group,** au motif qu'elle ne parvenait pas à rembourser ses dettes face au déséquilibre marqué entre ses actifs (38 Mds\$) et ses passifs (64 Mds\$). Les difficultés de ce groupe – fortement exposé au secteur immobilier – à assurer le service de sa dette avaient émergé dès juillet dernier.

Sur le plan géopolitique, les autorités taïwanaises ont signalé un renforcement des activités militaires de la Chine autour de l'île. Des ballons chinois auraient survolé Taïwan et des avions de chasse et navires de guerre ont également été aperçus aux alentours de l'île. Après les restrictions commerciales annoncées par la Chine le mois dernier et la réaffirmation des revendications chinoises sur l'île par Xi Jinping lors de son discours du nouvel an, ces manœuvres peuvent être vues comme une nouvelle tentative d'intimidation à l'encontre des Taïwanais à quelques jours d'un scrutin décisif. Le 13 janvier, les électeurs décideront en effet si l'île restera gouvernée par le Parti démocrate progressiste (favorable à l'indépendance) ou par un des deux autres partis en lice, le Kuomintang et le Parti populaire taïwanais, perçus comme relativement plus favorables à Pékin. Les intentions de vote n'indiquent pas de clair favori.

En outre, la Chine a annoncé de nouvelles sanctions à l'encontre de cinq entreprises américaines du secteur de la défense, en réponse à leurs derniers contrats de vente d'armes à Taïwan. Les sanctions concernent un gel de tous les actifs de ces entreprises en Chine et une interdiction adressée aux organisations et individus chinois d'entretenir des relations commerciales avec ces sociétés.

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.