

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés obligataires ont évolué au gré de deux éléments : les importants volumes d'émissions, tant souverain que crédit, et les données macroéconomiques en provenance des Etats-Unis. Ces statistiques n'ont pas inversé les attentes des investisseurs de baisses significatives des taux directeurs par la Réserve Fédérale, 175 points de base (pbs) de baisse attendus pour l'année 2024, qui porteraient les taux directeurs à 3,50%-3,75% en fin d'année. Les taux à 10 ans des pays cœur européens sont stables sur la semaine, avec un taux à 10 ans allemand à 2,18%, tandis qu'il est en baisse de 11 pbs à 3,94% aux Etats-Unis.

Sur le marché du crédit, les primes de risque se resserrent de 5 pbs pour la catégorie Investissement à 139 pbs (soit un taux de 3,87%) et de 27 pbs pour le haut rendement à 382 pbs (soit un taux de 6,71%). Le marché primaire reste très dynamique. Les volumes d'émissions ont atteint 25 Mds€ pour le crédit de catégorie Investissement (avec par exemple l'obligation Terna 2031), 5 Mds€ pour le crédit Haut rendement, (notamment les obligations Schaeffer 2026 et 2029) 58 Mds€ pour les Etats et 37 Mds€ pour les agences gouvernementales.

Le Focus de la semaine : Bilan 2023 du marché du crédit Euro catégorie investissement (IG)

Le marché des obligations d'entreprise de la zone Euro de la catégorie investissement a réalisé en 2023 une performance de 8,19%. Ce bon millésime est le reflet à la fois de la baisse des taux souverains, essentiellement sur la partie intermédiaire et longue de la courbe de taux, et, dans une moindre mesure, du resserrement des primes de risque.

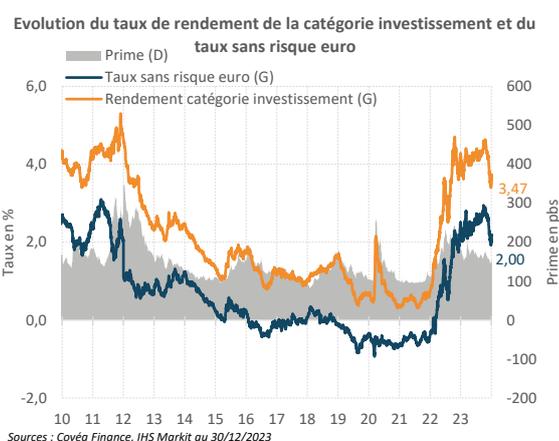
Sur la période, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente s'est contracté de 64 pbs, à 1,95%. Après neuf mois de hausse modérée des taux (+31 pbs, à 2,89% sur la référence 5 ans allemand), le changement de dynamique observé sur les données d'inflation et d'emploi a accredité pour les marchés la thèse d'un prochain retournement dans le cycle des taux directeurs des trois grandes banques centrales, enclenchant une forte dynamique de baisse de taux.

Sur l'année, les primes de risque se sont resserrées de 30 pbs, à 148 pbs, évoluant dans une bande de fluctuation descendante relativement serrée. Seuls les événements observés en mars dans le secteur bancaire aux Etats-Unis et en Suisse, dont les maux diffèrent, ont cassé temporairement cette dynamique. Mais les différentes mesures prises par les autorités américaine et suisse ont permis de rapidement reprendre cette tendance. Par notation, les investisseurs ont privilégié les émetteurs les moins bien notés du segment IG. Ces derniers bénéficient, d'une manière générale, d'un bon positionnement (autour du 4 ans) sur une courbe de taux sans risque inversée et offrent des primes de risque relativement généreuses, en lien avec leur profil crédit. Dès lors, les primes de risque des émetteurs du segment « BBB » se sont resserrées de 59 pbs à 157 pbs, soit un taux de 3,81%. Dans une moindre ampleur, le mouvement a été similaire pour les entreprises appartenant au segment « A » avec une contraction de 11 pbs des primes de risque à 137 pbs (soit un taux de 3,36%). Les émetteurs bénéficiant de meilleures notations, appartenant aux segments « AA » et « AAA » ont enregistré une augmentation de leurs primes de risque, respectivement de 36 pbs (à 136 pbs, soit un taux de 3,09%) et de 39 pbs (à 109 pbs, soit un taux de 2,73%). D'un point de vue sectoriel, les primes de risques se sont resserrées dans l'ensemble des secteurs. Toutefois, les trois principaux contributeurs au resserrement des primes de risque sont l'Immobilier (-94 pbs à 272 pbs, soit un taux de 4,76%), l'Assurance (-48 pbs à 206 pbs, soit un taux de 3,65%) et les Médias (-41 pbs à 118 pbs, soit un taux de 3,21%).

Dans ce contexte, le volume d'émissions s'élève à 525 Mds€. Sur l'année 2023, 51% de ce montant proviennent d'entreprises non financières et 49% d'émetteurs du secteur financier. Les premières ont davantage émis qu'au cours des 2 précédents exercices. L'augmentation est en moyenne de 27%. Les seconds sont relativement constants dans leur montant d'émissions en raison de besoins récurrents en dettes réglementaires (Senior non préférée et Tier 2).

Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.

* pbs = points de base



Sources : Covéa Finance, IHS Markit au 30/12/2023

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)		
	12/01/24	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												
	Variations (en pbs)					Variations (en pbs)						
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,50	0,00	⇒	1,00	↑	1,00	↑	
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,50	0,00	⇒	2,00	↑	2,00	↑	
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,00	0,00	⇒	2,00	↑	2,00	↑	
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,50	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	⇒	
Taux 10 ans												
	Variations (en pbs)					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
Etats-Unis	3,94	4,05	4,62	3,87	3,44	-11	↓	6	↑	50	↑	
Allemagne	2,18	2,16	2,65	2,57	2,16	3	↑	-39	↓	3	↑	
France	2,68	2,70	3,23	3,12	2,62	-2	↓	-44	↓	6	↑	
Italie	3,73	3,85	4,51	4,72	4,00	-12	↓	-98	↓	-27	↓	
Royaume-Uni	3,79	3,79	4,27	3,67	3,41	1	↑	12	↑	38	↑	
Japon	0,61	0,61	0,84	0,42	0,51	0	↓	19	↑	10	↑	
Crédit												
	Variations (en pbs)					Variations (en pbs)						
Indice Itraxx Main	60,0	63,7	75,6	90,6	80,2	-3,7	↓	-15,6	↓	-20,1	↓	
Indice Itraxx Crossover	321,5	339,0	408,2	474,1	414,8	-17,5	↓	-86,8	↓	-93,3	↓	

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

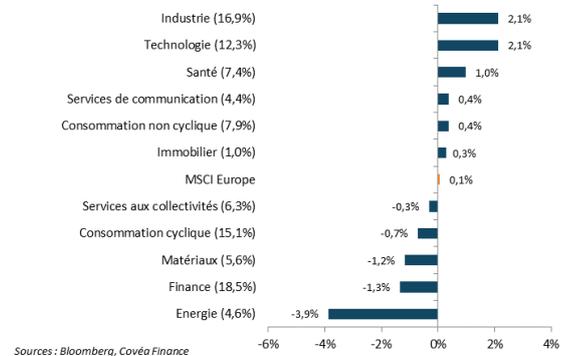
Sur la semaine écoulée, les marchés actions en Europe (MSCI Europe) sont restés stables, malgré une alternance marquée entre séances de hausse et de baisse. Les commentaires des banques centrales et les publications d'indicateurs liés à l'inflation constituent les principales sources de volatilité.

Les secteurs de la technologie et de l'industrie reprennent des couleurs affichant les meilleures performances avec des hausses hebdomadaires supérieures à 2%. A l'inverse, le secteur de l'énergie ferme la marche avec une baisse de 3,9%, affecté par les annonces de l'Arabie Saoudite au sujet de la baisse des prix sur ses exportations en début de semaine.

On notera plus spécifiquement que le laboratoire espagnol de protéines plasmatiques Grifols chute de 39,1% suite à la publication d'un rapport de recherche d'un vendeur à découvert suggérant que le niveau réel de dettes de la société est actuellement sous-estimé.

Enfin, en termes géographiques, l'indice grec progresse le plus (+3,1%), soutenu par les banques, alors qu'à l'opposé l'indice irlandais recule de 2,8% pénalisé par la baisse de la société de paris Flutter Entertainment suite à une recommandation défavorable d'un courtier. Depuis le début de l'année, le MSCI Europe (-0,4%) surperforme le MSCI EMU (-0,7%) et l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (-1,1%).

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



Le Focus de la semaine : Les réseaux intelligents - un nouvel enjeu stratégique majeur

Nous rappelons dans notre éditorial précédent que l'expansion et la résilience du réseau électrique étaient des enjeux stratégiques majeurs pour l'Union Européenne. La Commission Européenne a d'ailleurs intensifié ses efforts en dévoilant un plan ambitieux, mettant en avant la modernisation de celui-ci, l'intégration des énergies renouvelables et davantage de flexibilité. Concrètement, cela passe par le traitement d'un nombre important de données afin d'ajuster quasiment en temps réel les flux et de maximiser l'efficacité dans la gestion du réseau. C'est ce que recouvre la notion de « réseaux intelligents » que nous illustrons ici.

En effet, dans un contexte où la production d'électricité se décentralise, les sources d'énergie se diversifient et où la gestion des interconnexions nécessite davantage de sécurisation, il devient impératif d'adopter de nouveaux outils pour transformer et adapter la gestion du réseau. Les applications sont multiples et se situent à différents niveaux de la chaîne de valeur. A titre d'exemple, les compteurs intelligents permettent la collecte en temps réel des données de consommation, contribuant ainsi à améliorer la gestion de l'énergie et les goulots d'étranglements. Les systèmes de contrôle et de surveillance automatisés simplifient la surveillance des flux d'électricité dans les sous-stations et les points clés du réseau, permettant une meilleure gestion lors des pics de consommation ou quand la production renouvelable est insuffisante. De manière distincte, la fluidité des technologies de communication facilite la transmission rapide et sécurisée des données entre les composants du réseau, afin de prévenir des pannes et interruptions électriques. Concernant les interconnexions électriques au sein de l'Union Européenne, le réseau intelligent garantit sécurité et harmonisation par des protocoles sophistiqués via les dispositifs de contrôle et de surveillance. Les systèmes de stockage d'énergie, intégrés au réseau, représentent une autre approche permettant de s'adapter aux variations de l'offre et de la demande et de redistribuer efficacement l'électricité stockée. D'ailleurs, la demande croissante de véhicules électriques implique l'installation et la gestion d'un grand nombre de bornes. La recharge simultanée de véhicules électriques est optimisée par le réseau intelligent, ajustant la fourniture en temps réel d'énergie et minimisant les congestions. Autant d'illustrations qui témoignent des éléments mis en œuvre pour améliorer l'efficacité, la fiabilité et la durabilité du réseau électrique.

Les enjeux et besoins en gestion de réseau représentent un défi auquel le réseau intelligent répond. Ainsi il permet l'anticipation de périodes d'excès, et les diverses technologies préviennent des interruptions, tout en entraînant une gestion optimisée du circuit.

Dans la perspective d'un système énergétique européen solide et décarboné, l'essor des énergies renouvelables s'accompagne de la nécessité de développer les réseaux électriques en adéquation. Les sociétés offrant des solutions aux contraintes de ressources dans le cadre de la réorganisation du complexe énergétique s'inscrivent dans nos thématiques abordées dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Margot Lièvre-Cormier

Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)						
	12/01/24	J-7	09/11/23	29/12/23	T-12 mois	J-7	09/11/23	29/12/23	sur 12 mois			
MSCI EMU	152	151	143	153	143	0,3	↑	6,2	↑	-0,7	6,2	↑
MSCI EMU Mid Cap	959	960	900	966	972	-0,1	↓	6,6	↑	-0,8	-1,4	↓
MSCI EMU Small Cap	417	415	382	426	402	0,4	↑	9,0	↑	-2,1	3,6	↑
MSCI Europe	160	160	150	161	151	0,1	↑	6,3	↑	-0,4	5,9	↑
France CAC 40	7 465	7 421	7 114	7 543	6 976	0,6	↑	4,9	↑	-1,0	7,0	↑
Allemagne DAX 30	6 610	6 567	6 075	6 629	6 156	0,7	↑	8,8	↑	-0,3	7,4	↑
Italie MIB	30 471	30 441	28 644	30 352	25 734	0,1	↑	6,4	↑	0,4	18,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 625	7 690	7 456	7 733	7 794	-0,8	↓	2,3	↑	-1,4	-2,2	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 878	8 938	8 543	8 920	8 769	-0,7	↓	3,9	↑	-0,5	1,2	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les performances en Asie ont été contrastées, avec le Japon et l'Inde qui affichent les plus fortes progressions. A l'inverse, la Corée du Sud a souffert de la baisse sensible de Samsung, suite à une publication de résultats décevante, tandis que les marchés chinois ont encore reculé dans un contexte marqué par des indices de prix déflationnistes, des données de commerce extérieur défavorables et l'annonce de la faillite de Zongzhi, un géant de la gestion d'actifs fragilisé par son exposition au secteur immobilier. Parallèlement, on notera que l'agence chinoise de l'immigration a simplifié ses règles d'attribution de visa afin de relancer le tourisme.

Aux Etats-Unis, les grands indices américains ont clôturé la semaine en hausse (S&P500 +1,8%, Nasdaq +3,1%), les flux d'achat étant largement orientés vers les plus grands titres de la côte (à l'exception de Tesla), plutôt que vers les valeurs plus petites (S&P400 +0,6%, S&P600 -0,1%). Le marché a bénéficié d'un nouveau reflux de volatilité (à 12,7% pour l'indice VIX), tandis que le rendement du bon du Trésor à 10 ans repassait en dessous de 4%. En termes sectoriels, les valeurs de croissance surperforment (technologie, services de communication et consommation discrétionnaire), tandis que l'énergie et les services publics ont subi des dégagements. Sur la semaine, Tesla s'est replié de près de 8% en réaction à la fermeture provisoire de son usine allemande (ruptures d'approvisionnement causées par les troubles en mer Rouge) et à l'annonce de Hertz de vendre un tiers de sa flotte américaine de véhicules électriques (20,000 unités, en raison d'une faible demande des clients et de coûts de réparation trop élevés).

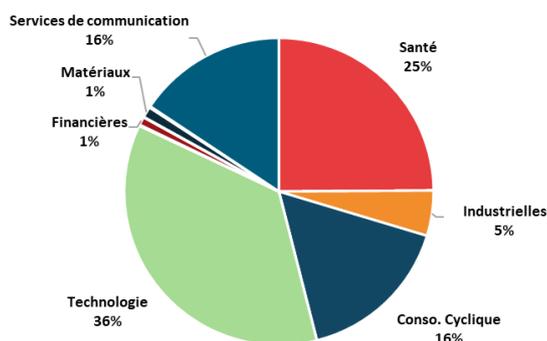
Le Focus de la semaine : L'IA fait son show au CES 2024 de Las Vegas

Le Consumer Electronics Show (CES), salon international emblématique consacré à la technologie, s'est tenu la semaine dernière à Las Vegas et a été l'occasion pour les grandes sociétés de dévoiler leurs dernières innovations. Cette année encore, l'intelligence artificielle (IA) a capté l'attention du monde entier, tant les annonces ont été significatives et pas uniquement dans le secteur technologique. Walmart a fait sensation lors de sa première apparition, avec plusieurs grandes applications telles que : 1/ un outil d'IA générative permettant de rechercher des produits en fonction de cas d'utilisation plutôt que selon une appellation spécifique, 2/ « self-scan », une combinaison de caméras et de logiciels dans les zones de sortie des magasins pour vérifier automatiquement le paiement des articles, ou 3/ des livraisons par drone, accessibles à 1,8 millions de foyers américains et rendues possibles via l'optimisation des inventaires au sein de ses centres de distribution grâce à l'IA.

Microsoft a annoncé la commercialisation du premier clavier disposant d'une touche « Co-Pilot » destinée à activer les fonctionnalités d'IA sur les PC grand public. Les sociétés de semi-conducteurs n'ont pas été en reste, avec 1/ le lancement par Nvidia de nouvelles cartes graphiques plus performantes et moins chères (gamme grand public « 4070/4080 Super ») afin de permettre une utilisation croissante de solutions logicielles basées sur l'IA générative, 2/ l'annonce d'un partenariat entre Qualcomm (puces) et Meta (langage Llama2) pour proposer de nouvelles fonctionnalités sur les prochains smartphones, ou encore 3/ la présentation par Samsung de Gauss, son modèle d'IA générative, bientôt intégré sur les modèles Galaxy S24 et qui offrira l'application « AI Live Translate Call », outil de traduction en temps réel des paroles prononcées (sous forme de texte). Enfin, le secteur automobile s'est également distingué, avec une adoption croissante de l'IA au sein des véhicules à l'image de Cerence, fournisseur de solutions d'assistance vocale, qui a annoncé un partenariat avec Volkswagen pour intégrer sa solution d'IA générative basée sur ChatGPT afin d'améliorer l'expérience d'info-divertissement au sein des véhicules du constructeur, ou encore de Gentex qui a annoncé intégrer l'IA au sein de ses rétroviseurs connectés afin d'optimiser les flux vidéo.

Toutes ces innovations (en particulier celles reposant sur des modèles de langage) témoignent de la profondeur des ruptures technologiques et de la prééminence des grands leaders technologiques, notamment américains. Les développements autour de l'IA et de sa diffusion dans les modèles des entreprises (à l'image de Walmart) sont au cœur des réflexions sur nos Perspectives Economiques et Financières.

Répartition par secteur des dépenses R&D depuis 2020



Sources: Bloomberg, Covéa Finance au 3T23

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale			en €				
	12/01/24	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	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	4 784	4 697	4 347	3 840	3 999	1,8	10,0	24,6	19,6	1,8	7,2	21,8	18,3
Etats-Unis - Dow Jones	37 593	37 466	33 892	33 147	34 303	0,3	10,9	13,4	9,6	0,3	8,1	10,9	8,4
Etats-Unis - Nasdaq	14 973	14 524	13 521	10 466	11 079	3,1	10,7	43,1	35,1	3,0	7,9	39,8	33,7
Japon Nikkei 300	530	506	496	401	399	4,7	6,8	32,3	32,9	4,5	8,7	17,1	16,0
Corée du Sud KOSPI	2 525	2 578	2 427	2 280	2 386	-2,1	4,0	10,7	5,8	-2,2	1,2	3,2	-1,0
Chine - Shanghai	2 882	2 929	3 053	3 089	3 195	-1,6	-5,6	-6,7	-9,8	-1,9	-6,4	-12,5	-16,6
Hong Kong Hang Seng	16 245	16 535	17 511	19 781	21 739	-1,8	-7,2	-17,9	-25,3	-2,0	-9,8	-19,9	-26,2
Marchés Emergents - MSCI	996	1 002	956	956	1 030	-0,6	4,2	4,2	-3,3	-0,6	1,5	1,8	-4,3

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

2026 : l'Europe prend ses responsabilités concernant les déchets plastiques

L'Union Européenne n'a pas attendu que la lutte contre la pollution plastique s'organise à l'échelle internationale – un traité mondial juridiquement contraignant est en cours de négociation et devrait être finalisé d'ici fin 2024 – pour prendre les devants et réglementer en la matière. Lors de la dernière décennie, les Vingt-Sept ont d'ores et déjà amorcé la réduction de leurs exportations de déchets plastiques (cf. premier graphique ci-contre). Pourtant, l'Europe n'en reste pas moins l'un des plus importants producteurs de déchets plastiques par habitant, et l'un des plus grands exportateurs de déchets plastiques au monde.

En 2022, 50% des déchets plastiques européens ont ainsi été expédiés vers la Malaisie, le Viêt Nam et l'Indonésie où ils finissent pour la plupart jetés ou brûlés à l'air libre. En conséquence, ces pays sont pointés du doigt pour leur contribution à la pollution plastique marine, le « septième continent de plastique » se situant dans le nord-est de l'océan Pacifique. L'Europe envoyait auparavant la plupart de ses déchets en Chine, jusqu'à l'interdiction totale d'importation de déchets solides par le pays lui-même le 1^{er} janvier 2021.

Fin 2023, les Etats membres de l'Union Européenne se sont mis d'accord pour ne plus exporter leurs déchets plastiques en dehors de l'OCDE d'ici 2026. Au bout de cinq ans suivant son application, les pays non membres de l'OCDE souhaitant reprendre l'importation de plastique européen ne pourront le faire qu'en démontrant à la Commission européenne qu'ils gèrent les déchets de manière appropriée. Les autres types de déchets pourront encore être exportés vers les pays hors OCDE, mais sous des exigences environnementales durcies.

Lorsque ce texte sera formellement adopté par le Conseil de l'UE et le Parlement européen, celui-ci prendra la forme d'un règlement et non d'une directive. Ce choix indique la forte volonté d'harmonisation au niveau européen. Les règlements sont applicables dès leur entrée en vigueur, contrairement aux directives qui doivent d'abord être transposées dans le droit national de chaque pays. Un règlement est par ailleurs obligatoire dans l'entièreté de ses éléments.

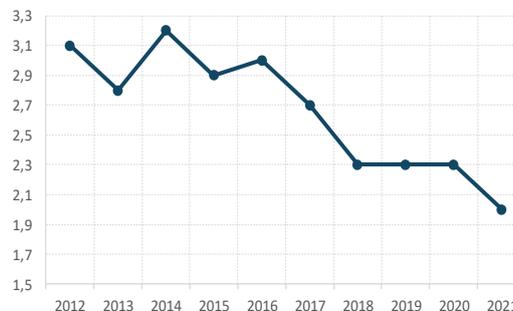
Alors que la Turquie, pays membre de l'OCDE est déjà le principal importateur de déchets plastiques de l'Union Européenne (plus d'un tiers, cf. second graphique ci-contre), ce pays pourrait bien devenir à partir de 2026 le réceptacle de la majorité des déchets plastiques européens.

S'agissant des déchets plastiques recyclés, ils seront soumis à ce même règlement, suscitant le scepticisme de l'EuRIC (confédération européenne de l'industrie du recyclage). En effet, les recycleurs ont souligné que les matériaux recyclés de qualité inférieure ne trouvent pas forcément d'acheteurs en Europe et risqueraient de finir incinérés faute d'accès aux marchés d'exportation.

Toutefois, en imposant des taux d'incorporation minimum de matières recyclées dans la fabrication des produits (exemple de la directive SUP qui impose un minimum de 25% de plastique recyclé en 2025 pour les bouteilles en plastique de type PET), la réglementation européenne devrait progressivement étendre les usages et donc la montée en gamme des matières plastiques recyclées.

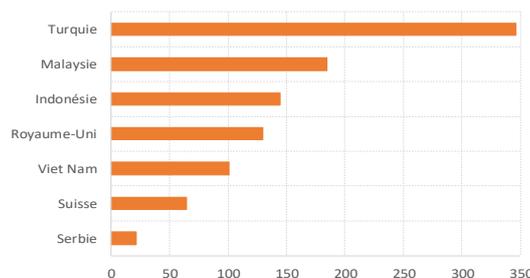
Sous une double contrainte réglementaire, l'Europe pourrait finalement devoir accélérer l'organisation de son industrie du recyclage. Si les bénéfices pour la planète semblent évidents, reste à mesurer les impacts pour la compétitivité des entreprises européennes et les conséquences en matière d'inflation.

Quantité de déchets plastiques exportés par l'Union Européenne (en millions de tonnes)



Source: Commission Européenne (Eurostat)

Destinations principales des exportations européennes de déchets plastiques (en millions de kg)



Source: Commission Européenne (Eurostat), estimations pour 2022

Andréa Lemaire - Suau

Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

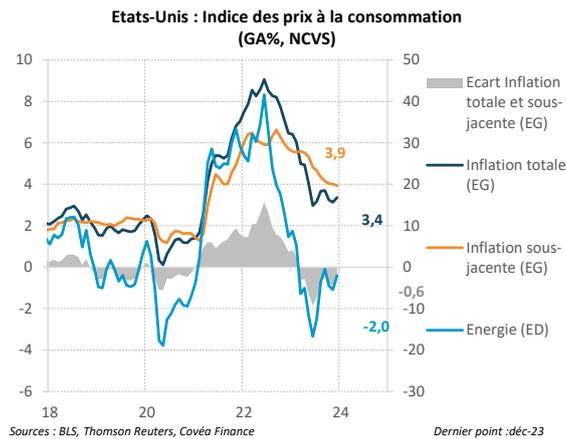
États-Unis

« L'inflation sous-jacente a poursuivi son lent recul en décembre »

Le repli des tensions inflationnistes demeure progressif. L'indice des prix à la consommation a progressé en décembre de 0,3% en glissement mensuel (+0,1% en novembre), tout comme l'indice sous-jacent (hors alimentation et énergie). En rythme annuel, l'inflation accélère à 3,4%, après 3,1% en novembre, tandis que l'inflation sous-jacente poursuit en revanche son lent recul à 3,9%, après 4,0% le mois précédent. Sur le mois, l'énergie progresse de 0,4%, tirée par les prix de l'électricité (+1,3%). Les prix des biens hors alimentation et énergie se sont stabilisés, malgré le rebond des prix des véhicules neufs (+0,3%) et d'occasion (+0,5%). La dynamique des services hors alimentation et énergie reste soutenue (+0,4%) sous l'effet d'une accélération des prix des services médicaux (+0,7%), des assurances de véhicules (+1,5%), et du transport aérien (+1%). Par ailleurs, la résistance de la composante logement perdure (+0,5%).

Hors logement, alimentation et énergie, les prix des services affichent une hausse de 0,4% pour le deuxième mois consécutif, ce qui reste élevé et ne devrait pas aider la Réserve fédérale (Fed) à asseoir ses certitudes quant à un retour durable à court terme de l'inflation à 2%. Sur la base de cette publication, **les banquiers centraux américains devraient rester patients pour aborder la normalisation de la politique monétaire.** Les prix à la production sont en revanche un peu plus encourageants. L'indice recule de 0,1% sur le mois et les prix hors alimentation et énergie sont restés stables.

Plusieurs membres du comité de politique monétaire ont pris la parole la semaine dernière. Le Président de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic (membre votant en 2024), a notamment déclaré que son biais restait restrictif, malgré les progrès sur l'inflation. Il s'est dit favorable à un assouplissement en 2024 mais seulement à partir du troisième trimestre et dans une ampleur modérée : deux baisses de 25 points de base, ce qui le situe en deçà de la médiane des prévisions des membres du FOMC publiées en décembre dernier (-75 bp en 2024). De son côté, la Gouverneure Michelle Bowman (membre votante permanente) s'est contentée de déclarer que la politique monétaire est suffisamment restrictive. Si l'inflation continue de se rapprocher de la cible de 2%, elle estime qu'il deviendra approprié de baisser le taux directeur. **Enfin le Président de la Fed de New York John Williams (membre votant permanent) a lui aussi conservé un ton restrictif.** S'il reconnaît des progrès significatifs sur la baisse de l'inflation, il estime que la tâche n'est pas encore terminée pour ramener l'inflation durablement vers la cible de 2%. Il estime que le comité devra « maintenir une politique restrictive pendant un certain temps pour atteindre pleinement ses objectifs ». Concernant le bilan de la Réserve fédérale, M. Williams a déclaré que les niveaux de liquidité du secteur bancaire ne signalent pas de besoin à court terme pour la Fed d'arrêter la contraction de son bilan, précisant que cette question serait débattue par le comité de politique monétaire en 2024. Ces propos divergent quelque peu de ceux de Lorie Logan, Présidente de la Fed de Dallas, qui appelait la semaine dernière le comité de politique monétaire à aborder cette question.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
Indice de confiance NFIB	Indice	déc.-23	91,9	90,6	98,8	92,4
Inflation	IPC, GA%, NCVS	déc.-23	3,4	3,1	4,7	8,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	déc.-23	3,9	4,0	3,6	6,2
Importations	Val, NCVS, GA%	nov.-23	0,0	-1,7	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA%	nov.-23	-3,2	-1,2	22,9	17,5

*Du 08/01/2024 au 14/01/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'indicateur NFIB de confiance des PME a légèrement progressé en décembre, augmentant de 1,3 points à 91,9 points, au plus haut en 2023, mais toujours très nettement en deçà de sa moyenne de long terme qui se situe à 98. Les éléments sur les conditions de crédit restent dégradés et les perspectives sur l'économie demeurent faibles, bien qu'on relève un léger redressement sur le mois (-36 après -43).

Sur le plan budgétaire, les responsables démocrates et républicains seraient parvenus à un accord pour un budget provisoire qui prolongerait le financement de l'Etat fédéral jusqu'au 1^{er} et 8 mars. Cet accord doit toutefois être voté par le Congrès, ce qui n'est pas acquis au regard de la défiance de l'aile conservatrice des Républicains de la Chambre des Représentants.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

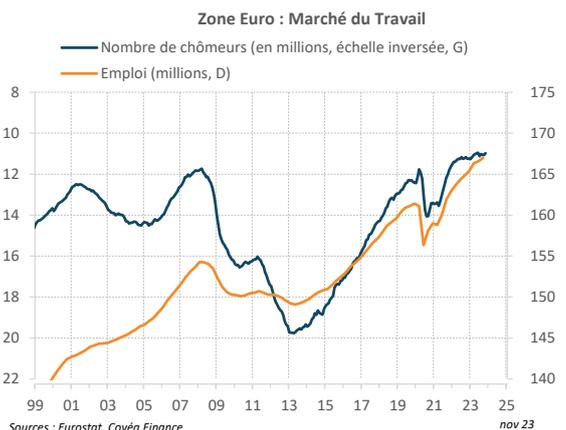
« Un climat des affaires un peu moins négatif en zone euro »

Les banquiers centraux européens se sont beaucoup exprimés la semaine dernière. L'idée dominante est que les taux directeurs devraient commencer à baisser cette année, mais seulement une fois qu'ils seront convaincus que l'atteinte de l'objectif d'inflation est assurée. Pour François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, la première baisse pourra intervenir quand les perspectives de retour de l'inflation à 2% seront solidement ancrées et basées sur des données effectives et solides. De son côté, Isabel Schnabel a répété qu'il est trop tôt pour parler de baisse des taux, alors que de nombreux risques plaident pour une accélération des prix à court terme. Le gouverneur de la Banque centrale croate a précisé que la BCE attend une stabilisation de l'inflation entre 2,5% et 3,0% cette année et que les données sur la dynamique des salaires du premier trimestre seront particulièrement importantes. Or, celles-ci devraient être publiées en mai. Il admet toutefois qu'une première baisse des taux directeurs pourrait intervenir plus tôt... si l'inflation baissait plus

rapidement qu'attendu. Une voix discordante s'est fait entendre : le gouverneur de la banque centrale du Portugal estime que le Conseil des gouverneurs devrait commencer, dès le premier trimestre, à débattre de la détente de la politique monétaire et qu'il n'est pas nécessaire d'attendre les statistiques de salaires publiées en avril-mai. Mais, intervenant lors d'une conférence à Dublin, Philip Lane a affirmé, vendredi, que les dernières statistiques d'inflation confirment le scénario exposé par la banque centrale en décembre, impliquant que « la baisse des taux n'est pas un sujet à court terme ».

L'indicateur de sentiment économique de la zone euro, calculé par la Commission européenne, a progressé de 2,4 points en décembre, à 96,4. Il a cessé de baisser depuis quatre mois et retrouve un plus haut depuis mai. Les industriels sont un peu moins pessimistes en dépit d'une demande, en particulier extérieure, toujours déprimée. Leurs perspectives de prix de vente se sont légèrement redressées par rapport à novembre. Dans les services, l'indicateur global a atteint un plus haut depuis avril dernier. Le redressement des indicateurs d'activité (actuelle et future) permet une amélioration des perspectives d'emploi. L'indicateur de prix de ventes poursuit sa progression, alors que l'incertitude est jugée en baisse. Les consommateurs sont aussi moins pessimistes, mais ils envisagent d'augmenter leur épargne cette année. La confiance s'améliore aussi dans la distribution de détail et dans la construction, avec, là aussi, une progression des perspectives de prix de vente.

Dans la zone euro, le taux de chômage a baissé de 0,1 point au mois de novembre, pour retrouver, à 6,4%, son plus bas historique. En novembre, le nombre de chômeur a encore diminué de 99 000, portant la baisse cumulée à 270 000 depuis le début de l'année et à 282 000 en un an. **Malgré la déprime de l'activité économique, le marché du travail reste tendu.** Les ventes au détail ont reculé de 0,3% en volume en novembre par rapport au mois précédent, seules les ventes de carburants progressant. Elles étaient ainsi en baisse de 1,1% sur un an, les ventes de biens alimentaires et non-alimentaires, comme de carburants étant en retrait. En France, la consommation des ménages a progressé de 0,7%



Sources : Eurostat, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-23	6,4	6,5	7,7	6,7
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-23	-1,1	-0,8	5,1	0,9
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-23	-4,9	-3,6	4,6	-0,4
FR	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-23	0,6	2,0	5,7	-0,1
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-23	-2,9	-1,2	11,7	0,4
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-23	0,8	-1,4	7,3	2,8
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-23	-0,1	-0,5	-3,9	-3,5

*Du 08/01/2024 au 14/01/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

en glissement mensuel (GM) en novembre, toujours soutenue par les ventes de matériels de transport.

En Allemagne, alors que les commandes manufacturières, en volume, avait légèrement rebondi en novembre, « grâce » aux grands contrats, la production industrielle s'est contractée de 0,7% sur le mois, portant sa baisse sur un an à 4,8%. La production des branches les plus énergivores a pourtant rebondi de plus de 3% en séquentiel (-0,9% lissé sur trois mois et -4,0% sur un an). La production industrielle a aussi diminué en Italie au mois de novembre (-1,5% GM), amplifiant sa tendance à la baisse, avec une poursuite de la contraction marquée de l'activité dans les branches les plus énergivores. En France, en revanche, la production industrielle a progressé de 0,5% en séquentiel en novembre, notamment soutenue par le secteur manufacturier. La production industrielle a aussi progressé en novembre (+0,8% GM), par rapport à octobre. Dans ces deux derniers pays, l'activité des branches les plus utilisatrices d'énergie s'est stabilisée depuis début 2023.

Avec une progression, à prix courants, de 3,7% (GM) des exportations et de 1,9% des importations, l'excédent commercial de l'Allemagne a continué à se redresser en novembre, pour atteindre 20,4Mds€, contre 17,7Mds€ le mois précédent. En France, le déficit des transactions courantes a diminué en novembre, à 2,8Mds€ contre 3,4Mds le mois précédent, sous l'effet d'une forte baisse du déficit des échanges de biens (-5,9Mds€ vs -8,5Mds€) qui reflète à la fois une contraction des importations et une progression des exportations.

La Commission européenne et le Fonds européen d'investissement lancent conjointement un fonds de 175 millions€ destiné à financer l'innovation européenne dans les technologies de défense. Les promoteurs de cette initiative espèrent que, avec la participation de fonds privés, les sommes disponibles atteindront 500 millions€.

Au Royaume-Uni, les données du PIB mensuel confirment le léger rebond de l'activité en novembre. Après une baisse de 0,3% du PIB en octobre (en glissement mensuel), le PIB a rebondi de 0,3% en novembre. Ce rebond est avant tout tiré par le secteur des services (+0,4% en glissement mensuel après -0,1%), qui a bénéficié de la bonne orientation des secteurs de l'information et communication et du commerce de gros et de détail. Dans l'industrie, la hausse de la production en novembre (+0,3% en glissement mensuel) n'efface qu'en partie la baisse du mois précédent (-0,3%). Sur un an, la production industrielle enregistre même un léger repli (-0,1% par rapport à novembre 2022). Enfin, le secteur de la construction poursuit son recul (-0,2% en novembre en glissement mensuel après -0,4%), pénalisé par un secteur immobilier toujours mal orienté. Ces données viennent confirmer le léger rebond observé dans les dernières enquêtes PMI.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

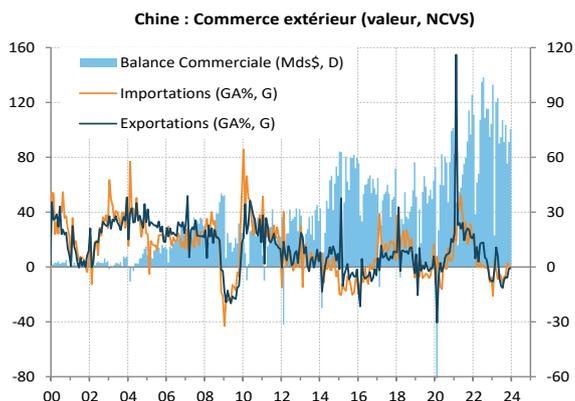


Suivi Macroéconomique

Asie

« Chine : l'excédent commercial augmente mais la demande intérieure reste fragile »

L'excédent commercial poursuit son redressement en décembre à 76 Mds\$, après 68 Mds\$ en novembre et 56 Mds\$ en octobre (823 Mds\$ en 2023 après 838 Mds\$ en 2022). Cette amélioration illustre la bonne dynamique des exportations, qui s'est progressivement redressée fin 2023 pour atteindre une croissance de 2,3% en glissement annuel (GA) en décembre, après une période de fort déclin (-9,9% au T3 en GA et -4,6% sur l'ensemble de l'année 2023). Par destinations, les exportations se sont reprises vers l'UE (-0,3% en GA contre -15,2% en novembre) et l'ASEAN (0,2% contre -7,4% en novembre) alors que les exportations vers les Etats-Unis retournent en contraction (-6,9%) et que celles à destination du Japon restent en baisse (-6,2%). Elles sont en outre restées très solides à destination de la Russie (+22,6%). Sur le plan sectoriel, la dynamique est restée surtout soutenue par la vigueur des exportations d'automobiles et châssis (+51,9% en GA). Les exportations de circuits intégrés ont également été en hausse (+7,6%). Malgré un léger redressement, la dynamique des importations reste faible (+0,2% sur un an contre -0,6% en novembre). Cela reflète toutefois en partie des effets prix sur l'énergie comme l'illustre le recul de 4,5% des importations de pétrole brut en valeur (+0,6% en volume). Les importations de charbon sont également restées particulièrement dynamiques, en hausse de 61,8% en volume sur l'année 2023 par rapport à 2022, notamment en lien avec la baisse temporaire des droits de douane sur ce combustible.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

La Chine termine l'année 2023 en déflation face à une demande domestique en demi-teinte. L'indice des prix à la consommation affiche néanmoins un moindre déclin sur un an, à -0,3% en décembre contre -0,5% en novembre. Ce léger redressement s'explique essentiellement par la reprise des prix de l'alimentation, bien que l'évolution de cette composante reste négative en glissement annuel, à -3,7%. Le prix des carburants de transports affiche également un moindre recul à -1,4%. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste inchangée à 0,6%. L'indice des prix à la production demeure aussi en nette contraction, à -2,7% sur un an contre -3% le mois précédent, entre faible demande domestique (en particulier du secteur de la construction) et recul des prix de l'énergie.

La modeste accélération des financements agrégés à l'économie en décembre (+9,5% en GA contre +9,4% en novembre) reflète essentiellement la dynamique des émissions d'obligations souveraines, en lien avec le renforcement des soutiens gouvernementaux. Elle masque en revanche le ralentissement des prêts bancaires (+10,6% en GA contre +10,9% en novembre) qui, à l'instar des données d'inflation et d'importations, souligne la fragilité de la demande du secteur privé. Malgré ces chiffres en demi-teinte, la Banque populaire de Chine a maintenu son taux inchangé sur sa facilité de prêt à moyen terme – fournissant des financements à 1 an aux institutions financières. Via des opérations de prêt sur cet instrument, elle a toutefois procédé à une injection nette de liquidités de 30,4 Mds\$ sur le mois.

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Salaires	CVS, GA%	nov.-23	0,3	1,5	0,4	1,7
	Total des flux de crédit	GA%	déc.-23	9,5	9,4	10,3	9,6
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-23	-0,3	-0,5	0,9	2,0
CH	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-23	0,6	0,6	0,8	0,9
	Exportations	Val, NCVS, GA%	déc.-23	-0,8	-1,4	30,0	7,1
	Importations	Val, NCVS, GA%	déc.-23	0,2	-0,6	30,1	0,7

*Du 08/01/2024 au 14/01/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans ce contexte, les autorités cherchent en revanche à stimuler la demande en favorisant l'arrivée d'étrangers en Chine. L'administration nationale de l'immigration a dévoilé la semaine passée un ensemble de mesures visant à assouplir les règles d'entrée sur le territoire (en particulier pour l'obtention d'un visa) pour les ressortissants étrangers qui viennent en Chine pour les affaires, les études et le tourisme.

Au Japon, la dynamique des salaires reste insuffisante pour justifier une normalisation de la politique monétaire. Les salaires ont ralenti fortement en novembre, à seulement 0,2% en glissement annuel contre 1,5% le mois précédent. Cela s'explique en grande partie par la chute des paiements spéciaux (qui comprennent surtout les primes) de -13,2%, qui reflète notamment les difficultés de l'industrie manufacturière (les paiements spéciaux ont baissé de 26,1% dans ce secteur). Les salaires contractuels, une composante plus durable, se maintiennent en revanche à un niveau plus élevé avec une croissance de 1,2% en novembre. Les données de décembre, publiées le mois prochain, permettront d'avoir une vision plus complète sur le niveau des primes de fin d'année. Les salaires restent toujours bien moins dynamiques que l'inflation, comme l'illustre la baisse du salaire réel (-3% en GA).

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : Taïwan – le parti pro-indépendance se maintient au pouvoir

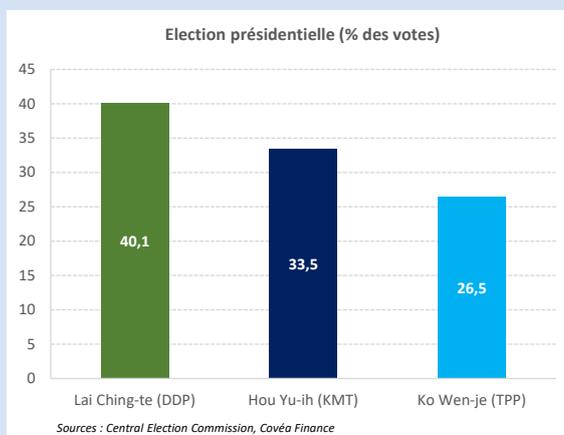
L'élection présidentielle taïwanaise a été remportée par Lai Ching-te, actuel vice-président, qui devrait s'inscrire dans la continuité de la Présidente Tsai Ing-wen. Le Parti démocratique progressiste (PDD), en faveur de l'indépendance de l'île, se maintient ainsi au pouvoir pour un 3ème mandat consécutif mais perd toutefois la majorité au parlement (51 sièges contre 61 en 2020 ; majorité à 57) ce qui devrait limiter ses marges de manœuvre. En outre, le PDD n'a remporté l'élection présidentielle qu'avec 40,1% des voix (contre 57,1% en 2020 et 56,1% en 2016), ce qui s'est avéré suffisant dans le cadre d'un scrutin uninominal majoritaire à un tour – les électeurs choisissent un candidat parmi plusieurs et le candidat ayant obtenu le plus grand nombre de voix l'emporte dès le premier tour. Hou Yu-ih (33,5% des voix) du parti Kuomintang et Ko Wen-je (26,5%) du Parti populaire chinois, des candidats plus favorables à un rapprochement avec la Chine, n'étaient pas parvenus à s'entendre pour une candidature commune lors d'une tentative de rapprochement en novembre dernier. A la suite de son élection, Lai Ching-te s'est déclaré « déterminé à protéger Taïwan des menaces et intimidations continues de la Chine », s'engageant néanmoins à « poursuivre les échanges et la coopération avec la Chine ».

Pour les autorités chinoises qui avaient qualifié Lai Ching-te de « grave danger » et d'« instigateur de la guerre », ce vote semble compromettre encore davantage la perspective d'une prise de contrôle pacifique de l'île à moyen terme. Une réunification que Xi Jinping avait qualifié d'« inévitabilité historique » lors de son discours de nouvel an. Avant le vote, les dirigeants chinois avaient appelé les électeurs taïwanais à faire « le bon choix », rappelant que « l'Armée populaire de libération de Chine maintient une vigilance élevée à tout moment et prendra toutes les mesures nécessaires pour écraser fermement les tentatives d'indépendance de Taïwan sous toutes leurs formes ». Selon la CIA, le président chinois aurait donné pour instruction à l'armée populaire de Chine « d'être prête d'ici à 2027 à mener une invasion réussie » de Taïwan. A court terme, le gouvernement chinois pourrait prendre de nouvelles mesures visant à relever les droits de douane sur les exportations taïwanaises, après celles déjà annoncées en décembre, et renforcer encore davantage la présence militaire autour de l'île.

Les responsables politiques du PDD devraient poursuivre une logique de prudence dans leurs actions et déclarations vis-à-vis de la Chine. En particulier, les dirigeants du PDD ont indiqué qu'ils n'avaient pas l'intention de faire une déclaration d'indépendance formelle dans la mesure où ils considèrent que Taïwan est déjà indépendante. Le rejet du « Consensus de 1992 » par le parti (un accord oral contesté entre dirigeants chinois et taïwanais impliquant que « les deux rives du détroit de Taïwan appartiennent à une seule Chine et travailleront ensemble à la réunification du pays ») s'était toutefois traduit par une interruption de la communication officielle entre Taïwan et la Chine depuis l'élection de 2016 et par des épisodes de tensions réguliers.

Les Etats-Unis ont réitéré, par la voix de Joe Biden, qu'ils ne soutenaient pas l'indépendance. S'ils ne reconnaissent pas formellement Taïwan comme un Etat, les Etats-Unis, sont les principaux garants de l'indépendance *de facto* de l'île. Le président Biden avait déclaré à deux reprises en 2022 que les États-Unis interviendraient pour défendre Taïwan si la Chine l'attaquait. A moyen long terme, le maintien du statu quo dépend surtout de la crédibilité du soutien américain.

Outre l'enjeu idéologique qu'incarne la démocratie taïwanaise dans l'opposition sino-américaine, Taïwan représente un enjeu économique stratégique pour les Etats-Unis du fait de sa spécialisation dans les semi-conducteurs haut de gamme. En juillet 2022, la secrétaire d'Etat au commerce, Gina Raimondo, a en effet déclaré que la dépendance des États-Unis à l'égard des semi-conducteurs taïwanais est « intenable et dangereuse ». Ces considérations ont notamment amené à l'adoption du « CHIPS and Science Act » en août 2022 pour promouvoir la production domestique de semi-conducteurs. A terme, cela pourrait toutefois réduire l'intérêt stratégique de Taïwan pour les Etats-Unis et ainsi la crédibilité de leur soutien au statu quo.



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.