

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

27 décembre 2023

Complexité(s)

Depuis plusieurs semaines, les effets collatéraux du conflit au Moyen-Orient se manifestent aux larges des côtes yéménites, dans le détroit de Bab-el-Mandeb, passage entre le Golfe d'Aden et la mer Rouge vers le canal de Suez. Les attaques de bateaux commerciaux se sont multipliées, ce qui a conduit les principales compagnies de transport maritime à cesser d'emprunter cette voie où passe plus de 10% du commerce mondial. En parallèle, plusieurs pays se sont coalisés pour organiser une défense des bateaux commerciaux y naviguant, dans ce qui ressemble à une nouvelle escalade des conflits et qui complexifie davantage les relations géopolitiques internationales.

Cette route est principalement utilisée pour le transport, vers l'Europe, des biens et machines en provenance d'Asie, notamment de Chine, et des matières premières. Le détroit d'Ormuz, par lequel transitent près de 17 millions de barils quotidiennement, reste le chemin commercial le plus important de la région pour l'économie mondiale car peu de solutions de contournement existent. Mais la recomposition du paysage énergétique mondial, consécutive au conflit en Ukraine, a favorisé le développement de nouvelles routes afin de réacheminer les hydrocarbures russes et de permettre à une partie de l'Europe de trouver de nouvelles sources d'approvisionnement en gaz, grâce au GNL. La mer Rouge joue un rôle majeur pour transporter le gaz en provenance du Qatar notamment, mais est aussi un lieu de passage à l'importance grandissante pour le pétrole. Près de 8% du GNL* transite désormais par ce chemin, ainsi que 8 millions de barils de pétrole chaque jour. Une fermeture de cette route n'est donc pas sans conséquences potentielles sur le prix de ces marchandises, même si la faculté à y naviguer sans encombre dépendra, sans doute, de la nationalité des compagnies opérant les bateaux. Pour les clients, le choix des fournisseurs est donc très complexe.

Cette crise aura également un impact sur les coûts de transport. Le prix des assurances des bateaux s'envolent déjà. Ils représentent aujourd'hui 0.5% de la valeur des bateaux par voyage dans la zone, soit dix fois plus qu'en septembre. C'est pour cette raison que le reroutage est envisagé par de nombreux acteurs. Le temps de trajet augmente alors significativement, de 40% par exemple pour un bateau reliant Singapour à Rotterdam qui passerait désormais par le cap de Bonne espérance. Les incidences sur les frais liés au carburant et à la mobilisation des équipages sont évidentes. Enfin, l'utilisation plus longue des bateaux se répercute sur l'ensemble de l'offre, ce qui crée mécaniquement un besoin supplémentaire en navires et une pression possible sur les prix du fret. C'est une aubaine pour les compagnies opérant ces flottes. Après deux années exceptionnelles, 2023 fut extrêmement difficile pour elles et l'année 2024 s'annonçait encore plus mauvaise. Les modifications des chaînes d'approvisionnement et la régionalisation ont fait naître un risque de surcapacité, entraînant les prix du fret à la baisse, alors que, dans le même temps, les coûts ont augmenté. Les excédents bruts d'exploitation ont été divisés par 4, retrouvant les niveaux de 2020. Pour ces sociétés également, l'adaptation à un environnement aussi mouvant est complexe. Maersk venait ainsi d'annoncer près de 10 000 licenciements en réponse à ces inquiétudes.

Dans nos Perspectives économiques et financières, nous soulignons les risques structurels liés à la fois à la bipolarisation du monde, aux conséquences de la régionalisation et à l'approvisionnement énergétique. Cet événement illustre à nouveau ces dangers : les entreprises s'adaptent, elles trouvent des solutions, mais le processus se veut continu tant le monde se complexifie. Cet environnement est porteur d'incertitudes et de risques inflationnistes qui exigent une agilité constante des entreprises.

* Source : Département américain de l'énergie

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Jacques-André Nadal

Responsable du pôle Gestion Actions Europe

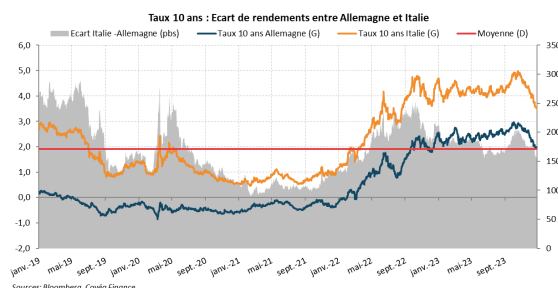


Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux souverains ont poursuivi leur mouvement de baisse la semaine dernière dans un contexte de faible liquidité. Les investisseurs anticipent un assouplissement monétaire d'ampleur et rapide de la part des banques centrales (BCE, BOE et Fed) à l'image des taux directeurs de la BCE dont le marché prévoit à présent, près de 180 points de base (pb) de baisse en 2024. L'autre tendance forte de cette fin d'année est la performance des actifs obligataires les plus risqués. Ainsi, le rendement à 10 ans de l'Italie a perdu 17pb sur la semaine à 3.56%, soit son niveau le plus bas de l'année, et l'écart par rapport à la dette allemande est passé sous les 160pb, également au plus bas. Le marché du crédit profite également de cette tendance. Sous l'effet, à la fois, de la baisse des taux et des primes de risque, les performances, en particulier du segment du haut rendement, sont supérieures à 10% depuis le début d'année.



Le Focus de la semaine : Quels financements pour la défense ?

L'Agence Européenne de Défense a publié fin novembre son rapport pour l'année 2022. Les dépenses militaires des 27 Etats membres ont atteint 240Mds€. Ce montant inégalé auparavant reste loin de l'objectif des 2% du PIB (316Mds€), niveau souvent cité en référence. La dynamique des investissements engagés ces dernières années devrait se poursuivre, voire s'accélérer. Dans le même temps, le secteur souffre de nombreuses exclusions thématiques de la part des investisseurs et cherche à diversifier ses sources de financement. Cela s'est ressenti sur le marché obligataire. Thalès, émetteur d'habitude plutôt rare, s'est présenté deux fois en 2023 pour émettre quatre souches obligataires d'un montant total de 2.3Mds€. Dans ce contexte, le Président du Conseil européen, Charles Michel, a appelé à la création « d'obligations de défense européennes » à l'image du programme d'emprunt post-pandémie NextGeneration EU. Mentionnant un montant de 600 Mds€ sur dix ans, il relance l'idée d'une « Europe de la défense ». Côté français, un soutien plus massif de la Banque Européenne d'Investissement (BEI), pour pallier aux difficultés d'accès aux financements bancaires classiques, est défendu sans que cette proposition n'ait, à ce stade, trouvé un écho favorable du côté de la BEI. La réticence de certains montre que sur ce sujet aussi, les intérêts des Etats membres sont parfois antagonistes. Le projet d'avion de combat du futur (SCAF) entre la France, l'Allemagne et l'Espagne l'illustre bien. Décidé en 2017, ce projet peine à décoller. La France veut avancer conjointement avec ses voisins. Face à elle, l'Allemagne n'a pas apprécié le refus de Dassault de divulguer ses secrets technologiques à ses homologues. La commande d'appareils américains que l'Allemagne a passé a, d'ailleurs, envoyé un signal négatif. Elle pourrait, à présent, être tentée d'encourager une fusion avec le projet concurrent mené par le Royaume-Uni, l'Italie et le Japon. Cet énième revirement serait une des causes du veto infligé début novembre par le gouvernement italien à l'acquisition par le français Safran de Microtecnica (activité de commandes de vol). La raison évoquée d'«une menace exceptionnelle sur les intérêts essentiels de la défense et de la sécurité nationales» a surpris, d'autant que ces actifs sont actuellement sous pavillon américain. La situation patine également pour le char du futur (MGCS), censé remplacer le char Leclerc. Alors que le monde est plus conflictuel, les autres puissances accélèrent en matière de défense. Ces mésestantes font perdre à l'Europe un temps précieux en matière de recherche et développement. Quoi qu'il en soit, en attendant d'éventuelles avancées sur le plan européen, la France a prévu que le livret A pourra financer les entreprises du secteur de la défense qui font face aux refus de financement des banques et autres institutionnels.

Lucas Couvert

Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	22/12/23	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
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,50	0,00	⇒	0,00	⇒	1,00	↑
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,50	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,00	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,50	0,00	⇒	0,00	⇒	1,75	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,90	3,91	4,62	3,87	3,68	-2	↓	-73	↓	2	↑
Allemagne	1,98	2,02	2,65	2,57	2,36	-4	↓	-67	↓	-59	↓
France	2,48	2,55	3,23	3,12	2,90	-6	↓	-75	↓	-63	↓
Italie	3,56	3,72	4,51	4,72	4,48	-17	↓	-96	↓	-116	↓
Royaume-Uni	3,51	3,69	4,27	3,67	3,57	-18	↓	-77	↓	-17	↓
Japon	0,63	0,70	0,84	0,42	0,40	-7	↓	-21	↓	20	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	59,1	61,0	75,6	90,6	94,4	-1,9	↓	-16,5	↓	-31,5	↓
Indice Itraxx Crossover	316,4	331,7	408,2	474,1	477,7	-15,3	↓	-91,8	↓	-157,7	↓

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

Analyse de l'évolution des marchés

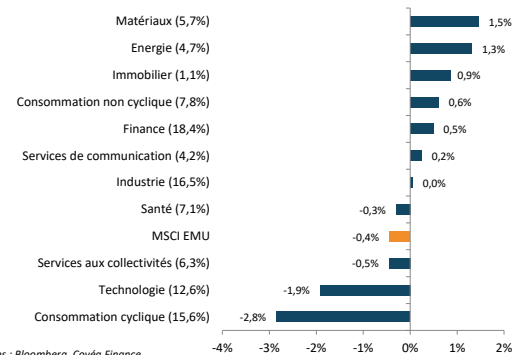
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée le MSCI EMU dividendes non réinvestis recule de 0,4%, après plusieurs semaines de progression. Le secteur qui contribue le plus à cette baisse est celui de la consommation cyclique (-2,8%). Plus précisément, la sphère des équipements pour le sport a souffert en fin de semaine de la publication de ventes décevantes de l'entreprise américaine Nike. La poursuite du ralentissement des ventes en Chine en est la principale cause et pénalise donc logiquement des titres comme Adidas ou Puma, en baisse respective de -4,3% et -5,6% sur la semaine. L'entreprise Prosus, véhicule de participation dans Tencent coté en Europe, fait face à la menace d'une nouvelle réglementation de l'industrie du jeu en Chine. Elle baisse de -15,7% et pèse donc également sur la performance du secteur.

A l'inverse le segment de l'énergie (+1,3%) rebondit avec le prix du baril de pétrole (+3,3% sur la référence Brent) tandis que celui des matériaux (+1,5%) bénéficie des annonces d'OCI (+27,3%), société chimique cotée aux Pays-Bas, de se séparer de plusieurs entités afin de réduire son niveau d'endettement.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 15/12/2023 au 22/12/2023 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Des performances hautement concentrées pour le MSCI EMU en 2023

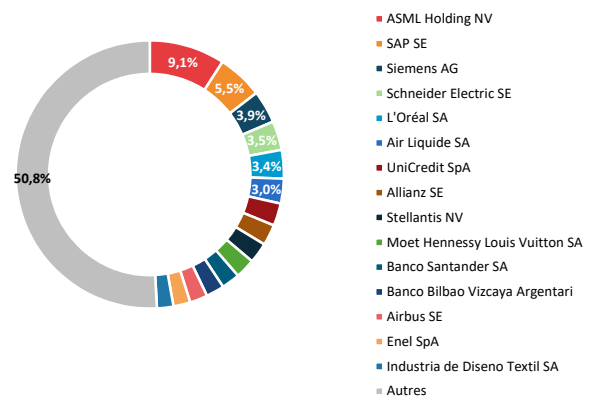
Nous profitons de cette fin d'année 2023 pour apporter un éclairage sur la concentration des performances depuis le début de l'année de l'indice que nous suivons chaque semaine, le MSCI EMU. A l'image de ce qui se passe sur l'indice américain, le S&P 500, nous observons également une forte concentration des performances en Europe avec près de 50% de la variation de l'indice expliquée par seulement 15 des ses 228 membres au 27/12/2023. Ces membres représentaient en début d'année un peu plus de 27% de l'indice.

Ce sont ASML (semi-conducteurs - Pays-Bas) et SAP (Logiciels - Allemagne), deux leaders du secteur de la technologie en Europe qui mènent ce classement. Viennent ensuite Siemens et Schneider Electric, deux sociétés industrielles que nous avons identifiées dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières pour leur positionnement essentiel dans l'automatisation des processus. Ces deux acteurs fournissent aux autres entreprises des moyens de sécuriser leurs chaînes de production et de répondre aux défis de la relocalisation notamment en termes de ressources humaines.

Notons ensuite que la France est bien représentée au sein des meilleurs contributeurs à la performance de l'indice puisque L'Oréal, Air Liquide, LVMH et Hermes sont toutes les quatre responsables de 2% à 3% de la performance de l'indice sur la période. La capacité de ces entreprises à préserver ou à améliorer leur rentabilité ainsi que leur structure financière saine expliquent ces performances.

En outre, la présence de plusieurs sociétés du secteur de la finance, Unicredit (Italie), Allianz (Allemagne) et les deux banques espagnoles BBVA et Banco Santander, reflète le changement d'environnement de taux d'intérêt que nous avons connu cette année.

Décomposition de la performance du MSCI EMU par titres depuis le début de l'année



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Enfin, 75 sociétés, soit un tiers des membre de l'indice, affichaient une performance nulle ou négative sur cette même période. C'est pour cette raison qu'il nous paraît particulièrement important de suivre et comprendre la structure et la composition des indices et leurs évolutions au travers du temps.

Julien Chevalier

Responsable d'équipe Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	22/12/23	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	132	-0,4	↓	7,0	↑	16,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	965	962	900	907	909	0,3	↑	7,3	↑	6,4	↑
MSCI EMU Small Cap	423	415	382	370	367	2,0	↑	10,8	↑	14,4	↑
MSCI Europe	160	160	150	143	143	0,2	↑	6,4	↑	12,4	↑
France CAC 40	7 569	7 597	7 114	6 474	6 518	-0,4	↓	6,4	↑	16,9	↑
Allemagne DAX 30	6 611	6 629	6 075	5 693	5 688	-0,3	↓	8,8	↑	16,1	↑
Italie MIB	30 353	30 374	28 644	23 856	23 813	-0,1	↓	6,0	↑	27,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 698	7 576	7 456	7 452	7 469	1,6	↑	3,2	↑	3,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 878	8 817	8 543	8 417	8 486	0,7	↑	3,9	↑	5,5	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices ont terminé la semaine globalement en baisse. La Corée du Sud affichait la meilleure performance soutenue par des rumeurs de mise en place d'incitations fiscales à l'investissement en actions. Les fabricants de puces pour les mémoires (Samsung et Sk Hynix) bénéficiaient aussi de la bonne publication de leur rival américain Micron. A l'inverse, les marchés chinois finissent en forte baisse, pénalisés par les annonces de nouvelles mesures de contrôle par le gouvernement chinois sur certaines activités. Dans la lignée des mesures prises en 2021, Pékin a annoncé son intention d'appliquer de nouvelles restrictions sur les jeux en ligne afin de lutter contre une addiction de sa population, qui met « en péril l'unité nationale ». Par ailleurs, il semblerait que les entreprises d'Etat en Chine et agences gouvernementales de huit provinces (sur 22) auraient interdit à leurs employés d'apporter des appareils d'origine étrangère sur leur lieu de travail, visant plus particulièrement la marque Apple. Sur le front des tensions géopolitiques, le président Biden, dans le cadre de la loi de défense nationale, vient d'allouer une enveloppe de \$14,7 Mds en faveur des alliés des Etats-Unis dans la région Asie-Pacifique (notamment Taiwan).

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en hausse, pour la huitième semaine consécutive, soutenu par la publication de chiffres d'inflation en ralentissement. Par secteur, les services de communication affichaient la meilleure performance après les annonces de réorganisation de la division publicité d'Alphabet face à l'utilisation croissante de l'Intelligence artificielle pour le placement publicitaire. L'énergie était soutenue par la hausse des prix du baril, conséquence des tensions en mer Rouge. La consommation cyclique était pénalisée par la baisse des prévisions annuelles de ventes de l'entreprise Nike, qui doit s'adapter à une demande plus faible qu'attendue. L'industrie était pénalisée par la mauvaise publication de Fedex qui subit le repli de ses services de transport de colis express aérien, les clients privilégiant des modes de livraison moins coûteux. Côté sociétés, on notera l'offre de rachat du sidérurgiste américain US Steel par son rival japonais Nippon Steel pour \$14.9 Mds. Bien que le Japon soit un pays allié, à l'approche des élections américaines, l'administration Biden pourrait conditionner l'accord pour cette opération aux conclusions du comité sur l'investissement étranger concernant les effets d'une telle opération sur la sécurité nationale et la fiabilité des chaînes d'approvisionnement.

Le Focus de la semaine : L'uranium russe importé aux Etats Unis, un vote sous les radars, pourtant majeur !

Le 11 décembre, la Chambre des représentants a voté un projet de loi visant à bannir les importations d'uranium enrichi en provenance de Russie. A l'heure actuelle, la Russie fournit encore près de 25% de ce combustible utilisé pour alimenter les quelques 93 centrales nucléaires américaines (les américains ne produisant « que » 27% de leurs besoins, l'Allemagne en fournissant 12%, le Royaume Uni 11% et les Pays Bas 9%). Ce projet doit encore passer devant le Sénat avant une promulgation qui est censée bannir les importations russes dans les 90 jours suivant. Pour le moment, le texte reste bloqué au Sénat pour des raisons annexes, mais le soutien bipartisan sur ce texte est important, et une promulgation semble faire peu de doute en 2024. C'est clairement un pas de plus vers l'indépendance énergétique des Etats Unis.

Si l'industrie commerciale nucléaire américaine semble unanimement satisfaite de cette reconquête d'indépendance, le niveau de préparation à un tel choc d'offre paraît encore faible. Les industriels attendaient donc impatiemment le passage d'une autre loi sur la sécurité nationale en matière d'approvisionnement en combustible nucléaire, chose également faite depuis le 14 décembre au travers de la loi de défense nationale. Cela devrait permettre de débloquer plus de \$2 Mds de subventions pour financer des projets en matière de production domestique, de conversion et d'enrichissement d'uranium, sans, toutefois, que cela ne permette de garantir, à court terme, l'approvisionnement complet sur le sol domestique! Le législateur a donc pris soin de mettre en place des exemptions à son texte de loi (jusqu'en 2028) pour permettre de continuer à s'approvisionner en Russie en cas d'urgence ou d'incapacité à substituer les besoins domestiques par d'autres sources. Les producteurs d'électricité disent disposer de 4 à 5 ans de stocks. Elles seraient donc en mesure de passer cette période, pour autant que d'autres événements ne viennent pas détériorer davantage la situation.

Toutefois, si les Etats Unis se laissent une porte de sortie en cas de besoins critiques, quid de la volonté des Russes (Rosatom) de bien vouloir y répondre favorablement ? Nul doute qu'un retrait des exportations russes entrainerait des déséquilibres à court terme sur le marché de l'uranium ! Autres conséquences à ne pas sous-estimer : la reconstruction de la filière américaine et l'arrêt d'importations russes moins onéreuses auront des conséquences sur les prix. La commission budgétaire du congrès (CBO) estime une hausse des prix du combustible de l'ordre de 13% pour les Etats Unis ... un coût supplémentaire qui devra être répercuté sur les prix de l'électricité à long terme. Les effets structurels de la réorganisation des chaînes d'approvisionnement dans un contexte géopolitique tendu n'ont sans doute pas fini de se diffuser dans les prix à la production et à la consommation.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale			en €				
	22/12/23	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	4 755	4 719	4 347	3 840	3 845	0,8 ↑	9,4 ↑	23,8 ↑	23,7 ↑	-0,3 ↓	5,9 ↑	20,4 ↑	19,2 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	37 386	37 305	33 892	33 147	33 204	0,2 ↑	10,3 ↑	12,8 ↑	12,6 ↑	-0,9 ↓	6,8 ↑	9,6 ↑	8,5 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	14 993	14 814	13 521	10 466	10 498	1,2 ↑	10,9 ↑	43,2 ↑	42,8 ↑	0,1 ↑	7,4 ↑	39,2 ↑	37,7 ↑
Japon Nikkei 300	494	494	496	401	399	0,0 ↓	-0,5 ↓	23,2 ↑	23,8 ↑	-1,3 ↓	2,4 ↑	10,3 ↑	11,4 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 600	2 564	2 427	2 280	2 314	1,4 ↑	7,1 ↑	14,0 ↑	12,4 ↑	0,8 ↑	4,9 ↑	6,9 ↑	6,6 ↑
Chine - Shanghai	2 915	2 943	3 053	3 089	3 046	-0,9 ↓	-4,5 ↓	-5,6 ↓	-4,3 ↓	-2,2 ↓	-5,4 ↓	-11,6 ↓	-9,6 ↓
Hong Kong Hang Seng	16 340	16 792	17 511	19 781	19 593	-2,7 ↓	-6,7 ↓	-17,4 ↓	-16,6 ↓	-3,9 ↓	-9,7 ↓	-19,8 ↓	-19,7 ↓
Marchés Emergents - MSCI	992	1 001	956	956	955	-0,9 ↓	3,8 ↑	3,8 ↑	3,9 ↑	-1,9 ↓	0,5 ↑	0,8 ↑	0,2 ↑

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

Les données publiées cette semaine témoignent d'une poursuite de la résilience de l'économie américaine au quatrième trimestre. Du côté des ménages, le revenu et la consommation sont restées solides en novembre. Le revenu disponible réel a progressé de 0,4% sur le mois, tiré par la bonne dynamique des salaires. Cette vigueur a soutenu les dépenses personnelles de consommation (+0,3% en volume), les achats étant particulièrement bien orientés pour les biens durables (+0,9%), tandis que les biens non durables et les services s'inscrivent en hausse plus modérée (+0,3% et +0,2%). Le taux d'épargne passe de 4,0% à 4,1% du revenu disponible. L'indice des prix des dépenses personnelles de consommation a reculé sur le mois (-0,1%), sous l'effet d'un repli marqué des prix de l'énergie (-2,7%). **L'indice des prix hors alimentation et énergie ne progresse que de 0,1%, un rythme similaire au mois précédent qui semble confirmer une modération de la dynamique des prix.** Ainsi l'inflation mesurée par l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) ralentit à 2,6% en rythme annuel. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) fléchit également à 3,2%, contre 3,4% le mois précédent. Par ailleurs, l'indice de confiance du consommateur du Conference Board enregistre un très net rebond en décembre, passant de 101 à 110,7 points. Le regain d'optimisme concerne à la fois la situation présente et les perspectives. On peut relever également que la hausse est particulièrement marquée pour les ménages à faibles revenus. Les consommateurs se sont montrés plus confiants dans les perspectives économiques et dans l'orientation du marché action. L'évaluation de la situation de l'emploi est également en amélioration, et renvoie à un marché du travail encore en tension.

Dans l'immobilier, les mises en chantier de logements ont fortement rebondi en novembre (+14,8% en glissement mensuel) et retrouvent les niveaux d'août dernier. Les progrès ne concernent pas uniquement la composante immeuble d'habitation (+6,9%), par nature plus volatile, mais aussi les maisons individuelles (+18%). Les permis de construire s'inscrivent en revanche en recul en novembre (-2,5%). Sur la base des données pour octobre et novembre, l'investissement résidentiel devrait être bien orienté au quatrième trimestre et contribuer favorablement à la croissance du PIB. Par ailleurs, la dynamique baissière des ventes de logements dans l'ancien s'est interrompue en novembre (+0,8% en glissement mensuel) après cinq mois consécutifs de recul. Du côté des prix, la résistance reste de mise. La croissance annuelle du prix médian s'affiche désormais à 4%, contre 3,4% le mois précédent.

Europe

Les banquiers centraux européens se sont employés à calmer les ardeurs des investisseurs qui envisagent que les taux directeurs européens pourraient commencer à baisser dès le mois de mars 2024. C'est, selon ceux qui se sont exprimés, improbable. Certains ajoutent qu'ils ne pourront pas envisager d'inverser la tendance des taux avant d'avoir des indications sur les négociations salariales dont les conclusions sont attendues au milieu de l'année prochaine.

Le taux de vacances de l'emploi a reculé de 0,1 point au troisième trimestre dans la zone euro, pour revenir à 2,9%. Au plus haut, il a atteint 3,1% au deuxième trimestre 2022. Malgré la (très) lente tendance à la baisse amorcée depuis, il reste très au-dessus du niveau d'avant la pandémie de Covid-19.

Après trois mois de hausse, l'indice IFO de climat des affaires en Allemagne a reculé de 0,8 point en décembre, à 86,4. Les deux composantes principales de l'enquête, sur la situation présente et sur les perspectives à six mois, se sont dégradées.

Les ministres des finances des 27 pays membres de l'UE se sont mis d'accord sur une réforme du pacte de stabilité et de croissance. Le compromis donne des gages à toutes les tendances qui s'étaient dessinées pendant les négociations. Les critères de 3% de déficit et 60% de dette publique sont conservés, mais différents mécanismes d'ajustement en cas de dépassement sont envisagés et prévoient des marges de manœuvre, notamment en fonction des investissements dans les transitions énergétique et numérique.

Au Royaume-Uni, la baisse de l'inflation s'est poursuivie en novembre. La progression sur un an de l'indice des prix à la consommation est revenue à 3,9%, après 4,6% en octobre. Hors alimentation, énergie, tabac et alcool, l'inflation sous-jacente est revenue de 5,7% en octobre à 5,1% en novembre. Les ventes au détail ont nettement rebondi en novembre (+0,3% GM) et renouent avec la hausse sur un an (+0,1% contre -2,7% en octobre).

Asie

Les tensions se renforcent entre Pékin et Taiwan alors que des élections clés se tiendront sur l'île le 13 janvier. Les autorités chinoises ont annoncé la suspension, à partir du 1er janvier, des réductions tarifaires accordées à Taiwan pour ses exportations de 12 produits chimiques (dont l'acrylique et le p-xylène) vers la Chine. Selon Pékin, il s'agirait d'une réaction à une violation de l'accord commercial conclu par les deux pays en 2010 alors que « l'adhésion obstinée du Parti démocrate progressiste (PDD) à l'indépendance de Taiwan » rendrait difficile la résolution correcte de ce type de problèmes – la Chine a cessé toutes relations diplomatiques officielles avec l'île depuis l'arrivée de ce parti pro-indépendance au pouvoir en 2016. En réponse, le gouvernement taïwanais a dénoncé une « coercition économique typique » et de la « manipulation politique » à l'approche du scrutin qui décidera du maintien au pouvoir du PDD. Les intentions de vote indiquent une élection très serrée entre le PDD et les deux autres partis en lice, le Kuomintang et le Parti populaire taïwanais, perçus comme relativement plus favorables à Pékin.

Les échanges extérieurs du Japon se sont fortement contractés en novembre. Les exportations nominales ont enregistré une deuxième baisse mensuelle consécutive, chutant de 1,8% en glissement mensuel (corrige des variations saisonnières) sur le mois. Ce recul atteint même 5,7% en termes réels et il est largement généralisé aux principaux biens d'exportations et partenaires économiques du pays, dont en particulier les Etats-Unis. Les importations ont également diminué sur le mois (-2,7% en valeur ; -6,3% en volume) après la hausse d'octobre. Ainsi, le solde commercial reste déficitaire, à -2,9 Mds\$ sur le mois (corrige des variations saisonnières).

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Jean-Louis Mourier

Economiste



Louis Martin

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : la Banque du Japon reste la seule banque centrale au monde avec un taux directeur négatif

Alors que les grandes banques centrales occidentales arrivent au terme d'un cycle de resserrement historique, la Banque du Japon (BoJ) reste à contre-courant avec une politique monétaire extrêmement accommodante.

Malgré des déclarations de banquiers centraux au cours des dernières semaines qui ont alimenté les attentes d'une certaine inflexion, la BoJ a maintenu le statu quo lors de sa réunion du 18-19 décembre. Le taux directeur est maintenu à -0,10% (inchangé depuis 2016) et la banque centrale poursuivra ses achats d'ETF, de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises. La politique de contrôle de la courbe des taux est aussi restée inchangée après les assouplissements de la fourchette ciblée en décembre 2022 puis en juillet et octobre 2023.

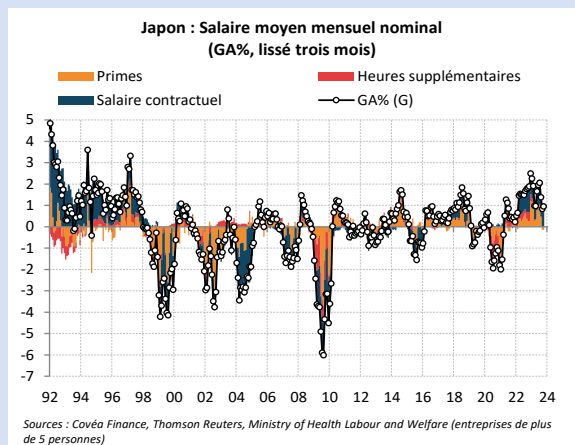
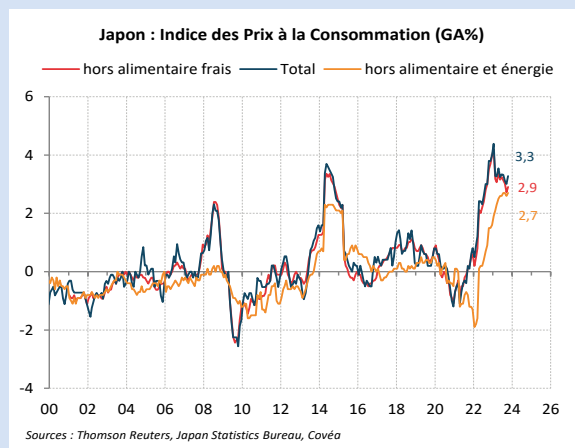
La BoJ a également réitéré son engagement en faveur du maintien d'une politique monétaire accommodante jusqu'à la réalisation de l'objectif – c'est-à-dire une inflation durable et stable de 2% alimentée par un cycle vertueux de progression des salaires et des prix. **Le communiqué de presse précise encore que la BoJ « n'hésitera pas à prendre des mesures d'assouplissement supplémentaires si nécessaire ».** Le retrait de cette mention explicitement accommodante pourrait, au cours des prochaines réunions, constituer une première étape vers une normalisation monétaire plus franche. En effet, si les ajustements de la politique de contrôle de la courbe des taux peuvent être vus comme l'amorce d'une normalisation, la BoJ présente plutôt ces mesures sous l'angle de la gestion des externalités négatives de sa politique.

Si la BoJ considère encore que l'inflation reste dominée par des facteurs temporaires, elle s'attend à ce que des tensions plus durables se renforcent progressivement sur les prix, notamment en lien avec la hausse de la concurrence pour la main d'œuvre (entretenu par le déclin démographique) et ses répercussions sur les salaires. **Selon le gouverneur Ueda, la probabilité d'atteindre l'objectif de hausse des prix serait en augmentation progressive. Toutefois, les données disponibles seraient encore trop limitées pour observer la réalisation de l'objectif avec suffisamment de certitude pour justifier une normalisation de la politique monétaire.**

Les données du mois de novembre illustrent, de fait, la poursuite d'une baisse progressive de l'inflation. Mais cette dernière reste significativement au-dessus de l'objectif de la banque centrale, avec une progression de 2,8% sur un an de l'indice des prix à la consommation. Hors produits alimentaires frais et énergie, l'inflation sous-jacente reste même proche de ses plus hauts récents, à 3,8% en novembre contre 4,3% entre juin et septembre.

Concernant les salaires, K. Ueda explique notamment que, si certains grands groupes ont déjà annoncé des hausses de salaires significatives, de nombreuses entreprises n'ont pas encore décidé de leur politique salariale pour l'année prochaine en raison du manque de visibilité sur les perspectives. En outre, il a relevé que certaines petites entreprises semblent avoir du mal à répercuter la hausse des coûts des matières premières et de la main-d'œuvre sur les prix.

Ainsi, une éventuelle sortie de la politique de taux directeur négatif de la BoJ reste tributaire de l'évolution des données économiques. Malgré une tendance à l'accélération, la dynamique des salaires semble encore bien insuffisante, à 1,5% en octobre en glissement annuel, alors que le précédent gouverneur, A. Kuroda, indiquait qu'une progression de 3% était nécessaire pour entretenir l'inflation à la cible. Au cours des prochains mois, le versement des primes de fin d'année et les négociations salariales de printemps seront des échéances importantes pour l'orientation future de la politique monétaire de la BoJ.



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.