

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

5 février 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Abondance de "bonds*"

Autrefois relayées au rang d'informations secondaires, les annonces du plan de refinancement trimestriel du département du Trésor américain sont aujourd'hui attendues et suivies avec beaucoup d'attention par les investisseurs. Au cours de ce rendez-vous, le Trésor, aidé par un comité chargé de le conseiller dans sa stratégie d'émission, modifie, si nécessaire, la taille et la répartition par échéance de ses adjudications d'obligations souveraines. Ces ajustements tiennent compte d'informations de marchés et de prévisions relatives à l'évolution des dépenses et recettes fiscales de l'année. L'objectif est d'offrir de la transparence et de la visibilité aux investisseurs afin d'obtenir les meilleures conditions de refinancement dans l'intérêt du contribuable américain.

Or, depuis fin 2019, la dette américaine a progressé de 45%, à 33 500 milliards de dollars. De plus, la charge d'intérêt a quasiment doublé sur la même période et représentait, à fin septembre 2023, 2.6% du PIB. Dans ce contexte, les annonces de refinancement peuvent avoir des impacts significatifs sur les marchés. En août dernier, des augmentations inattendues des tailles d'adjudications des différentes maturités de dettes, avaient contribué à provoquer une forte pentification de la courbe des taux et à propulser le rendement 10 ans américain à 5%, retrouvant ainsi un plus haut depuis 2007. Lors du trimestre suivant, les orientations prises par le Trésor avaient tenté d'infléchir le mouvement en modérant la hausse des adjudications et en ayant davantage recours au financement de court terme, moins susceptibles d'impacter la partie longue de la courbe. Les décisions de la semaine dernière s'inscrivent dans la continuité avec la poursuite de la hausse des tailles d'adjudications sur chacune des échéances pour les 3 prochains mois. Ainsi, dès cette semaine le Trésor va lever 121Mds\$ sur des échéances à 3, 10 et 30 ans, soit 11 Mds\$ de plus que le mois dernier. Pour autant, le message de l'administration américaine se veut rassurant, évoquant la période février-avril comme étant la dernière à voir une augmentation significative des montants émis, anticipant une dynamique favorable des rentrées fiscales au cours du deuxième trimestre.

Cependant, le défi restera de taille, en 2024, pour le Trésor. Il doit rassurer les investisseurs, notamment domestiques, quant aux craintes d'un excès d'émissions alors que la demande d'obligations américaines depuis l'étranger est atone et que la Réserve fédérale poursuit, pour l'heure, la réduction de son bilan.

*Obligations américaines

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse
Focus

Suivi Macroéconomique p7

Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	02/02/24	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,079	1,067	1,091	1,1	-1,1
€ / £	0,854	0,873	0,892	-2,1	-4,3
€ / Yen	160,07	161,46	140,42	-0,9	14,0
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	77	80	82	-3,3	-5,9
Indice CRB*	518	534	558	-2,9	-7,0
Prix de l'once d'Or	2 036	1 970	1 916	3,4	6,3
Prix de la tonne de cuivre	8 482	8 147	9 053	4,1	-6,3
Indice Baltic Dry**	1 407	1 598	640	-12,0	119,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2218	1030	1007	115,3	120,3

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 :

L'actualité financière a été riche pendant la semaine aussi bien sur le plan macroéconomique, que microéconomique avec la publication des résultats d'entreprises. La tendance baissière taux a prévalu sur la majeure partie de la semaine. Plusieurs facteurs ont contribué à cela : le ralentissement global de l'inflation en zone euro, la poursuite de signaux désinflationnistes en Chine, le discours de politique monétaire nuancé de J. Powell qui a évacué l'idée d'une baisse rapide des taux, et la résurgence du risque bancaire lié à l'immobilier commercial. Jeudi, les taux longs avaient perdu 10 à 15 points de base (pb) en Europe, et plus de 25pb aux Etats-Unis, depuis le début de la semaine. Le rendement du 10 ans américain est alors à 3.88%, et celui du 10 ans français à 2.66%. Cette tendance s'interrompt brusquement, et s'inverse radicalement avec la publication vendredi des chiffres de l'emploi américain qui surprennent par leur vigueur. Les rendements américains se tendent en moyenne de 15pb à l'annonce. Le mouvement se propage en Europe avec des rendements qui progressent d'une dizaine de points de base. Cette hausse n'est toutefois pas suffisante pour effacer la baisse des jours précédents. Le 10 ans américain repasse tout juste au-dessus de 4% alors que les rendements à 10 ans allemand et français clôturent la semaine à 2.24% et 2.75% respectivement. Le marché du crédit subit la volatilité de ce climat d'incertitude et les publications des entreprises. Toutefois, les primes de risque résistent et se maintiennent sur des niveaux très serrés. L'Itraxx Main termine la semaine à 59pb (1pb plus haut que la semaine dernière).

Le Focus de la semaine : Le marché absorbe une offre obligataire record en janvier

En Europe, ce sont 365 milliards d'euros (md€) qui ont été émis par voie de syndication en un mois. Cela représente 70 md€ de plus que l'encours émis en janvier 2023, qui était déjà un mois exceptionnel. Les souverains et quasi-souverains ont représenté près de 61% de ces volumes, les financières 27%, et les sociétés non financières 12%. Traditionnellement, les mois de janvier sont des mois de forts volumes d'émissions, parce que les nouvelles liquidités disponibles chez les investisseurs laissent présager de bons niveaux de demande pour les émetteurs, et la volatilité des marchés est encore faible au démarrage de l'année. La forte baisse des taux sur les deux derniers mois de l'année dernière, - près de 100pb de détente par rapport au pic d'octobre 2023 -, a également créé un environnement de financement favorable pour les emprunteurs. Les émetteurs souverains et quasi-souverains, au nombre de 69, sont venus en force en ce début d'année. Leur volume d'émissions brut, 221 md€, est en nette progression par rapport à celui de l'année dernière à la même période. Et ce montant ne représente qu'une partie des volumes émis, car les adjudications des souverains viennent compléter cette offre obligataire. Les souverains ont fait le choix de venir tester l'appétit des investisseurs sur des maturités très longues : l'Allemagne et l'Italie ont offert des émissions de maturité 30 ans, l'Autriche et la France ont opté pour une maturité 25 ans au format d'obligation « verte ». Les investisseurs ont été au rendez-vous avec des ratios de couverture en moyenne de 9x. Les émissions allemandes et françaises se distinguent par des ratios de couverture supérieurs à 12x. La demande des investisseurs non européens, notamment asiatiques et moyen-orientaux, a été notable. Elle a progressé de 6% par rapport à la même période de l'année dernière. En ce qui concerne les émissions financières et non-financières, les volumes émis ont été en léger retrait par rapport à l'exceptionnel mois de janvier 2023. Cela est particulièrement vrai pour les émissions bancaires qui avaient été dopées en 2023 par la perspective de remboursement des TLTRO. Toutefois, les volumes émis restent à des niveaux historiquement élevés à 98 md€ pour les financières, et 44 md€ pour les non financières. Tous les segments ont été actifs, aussi bien la catégorie investissement que le haut rendement, ainsi que tous les rangs de dettes, séniors ou subordonnés. Les financières ont ciblé en priorité les maturités 7 et 10 ans, et ont privilégié à plus de 43% le rang des dettes sécurisées. Les non financières ont privilégié la maturité 5 ans pour 25% des volumes émis. Les concessions par rapport aux courbes secondaires des émissions se sont situées en moyenne entre 15 et 20 points de base pour les financières, et 10 et 15 points de base en moyenne pour les non financières. L'absorption de ces volumes d'émissions, avec des ratios de couverture en moyenne supérieurs à 3X, s'est faite sans compromettre la performance du marché crédit. La demande a fortement soutenu le marché grâce à des allocations des flux vers la classe d'actifs taux, depuis fin 2023. Ce mois de janvier est un premier test encourageant, dans une année où l'endettement public et privé continuera de croître à des niveaux records, avec potentiellement des liquidités qui se réduiront sous l'impulsion des politiques menées par les banques centrales.

* ratio de couverture : intérêts acheteurs rapportés à l'encours émis

Loubna Fassi

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	02/02/24	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	4,75	0,00	0,00	1,00	0,75		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	3,00	0,00	0,00	2,00	1,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,50	0,00	0,00	2,00	1,50		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	4,00	0,00	0,00	1,75	1,25		
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	4,02	4,14	4,62	3,87	3,39	-12	-60	15	63	-35	20
Allemagne	2,24	2,30	2,65	2,57	2,08	-6	-41	-33	16	-32	20
France	2,75	2,79	3,23	3,12	2,52	-4	-49	-37	23	16	54
Italie	3,82	3,82	4,51	4,72	3,90	-1	-70	-90	-9	62	63
Royaume-Uni	3,92	3,96	4,27	3,67	3,31	-5	-36	25	61	-49	63
Japon	0,67	0,72	0,84	0,42	0,50	-4	-17	25	17	58	109
Crédit											
Indice Itraxx Main	58,6	57,7	75,6	90,6	78,2	0,9	-17,0	-32,0	-19,5		
Indice Itraxx Crossover	322,2	314,9	408,2	474,1	407,6	7,3	-86,0	-151,9	-85,4		

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 européens (MSCI Europe) sont stables. Ils reprennent 13% depuis le rebond de début novembre. A 163 points, l'indice est sur ses plus hauts de janvier 2022 tandis que la volatilité reste stable sur des niveaux bas. La saison de publications de résultats annuels a débuté et commence d'ailleurs à impacter les performances des secteurs, mais, à date comme seulement 20% des sociétés ont publié, il est donc trop tôt pour en tirer des enseignements généraux.

La consommation cyclique se démarque, aidée par les résultats de Volvo (+30%) et Ferrari (+11%). A l'inverse, les télécommunications ont baissé, pénalisées par les résultats mitigés de BT (-4%) et Elisa (-6%). Sur les valeurs, nous pouvons noter la baisse de Dassault Systèmes (-12%) dont la division médicale a déçu, ainsi que Sanofi (-5%) affecté par le départ du Directeur Financier et la confirmation que 2024 sera une année de transition.

Les petites et moyennes valeurs sous-performent sur la semaine, ce qui amène le retard sur ce segment à près de 300 points de base en 2024, après 600 points de base en 2023. Un pays se distingue, le Danemark, aidé par la bonne performance de Novo Nordisk qui représente désormais 65% de l'indice local.

Le Focus de la semaine : Enjeux et différences dans le déploiement de la fibre en Europe

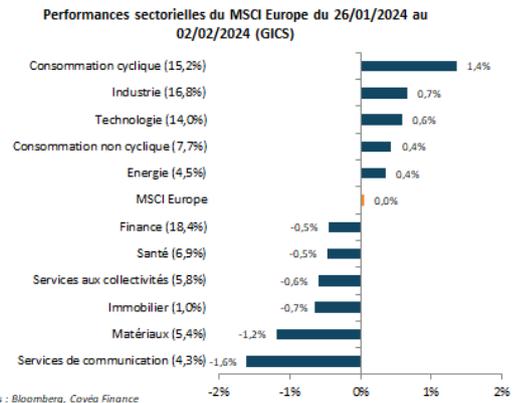
La qualité des réseaux fixes de télécommunication est cruciale. Ils sont essentiels à la fois pour les besoins technologiques des entreprises et administrations, mais aussi pour des usages personnels (télétravail, vidéos à la demande, usages multimédias...). Depuis plusieurs années, une nouvelle technologie est déployée : la fibre optique. Cette avancée, sur laquelle travaille les scientifiques depuis les années 1970, permet des vitesses environ 100x supérieures à un réseau cuivre standard. Son déploiement répond à des enjeux économiques, technologiques et politiques : conserver sa compétitivité économique, et préserver du désenclavement certains territoires. Une importante pression a été mise par les Etats pour son déploiement.

Cet effort est d'autant plus notable que comparés aux réseaux mobiles qui connaissent de fréquentes améliorations, nous utilisons actuellement la 5^e génération de technologie (5G), les réseaux fixes requièrent un maillage physique très dense. L'arrivée d'une nouvelle technologie est donc coûteuse et plus rare, le réseau cuivre français datant d'il y a plus de 50 ans. Le déploiement de la fibre a nécessité un effort majeur de la part des opérateurs téléphoniques : leurs investissements sont donc passés en moyenne de 14% de leur chiffre d'affaires à près de 20% durant la phase aigüe, ce qui a réduit leur capacité de génération de trésorerie.

En Europe, on note d'importantes différences d'un pays à l'autre dans les stades de déploiement : Espagne et France ont été les précurseurs (avec plus de 80% des utilisateurs « fibrés ») alors que l'Allemagne ou la Belgique s'y sont mis plus tardivement. Ces écarts s'expliquent par les différences de subventions publiques, le caractère plus ou moins contraignant des régulations, ainsi que par la qualité des réseaux fixes préexistants et le poids des réseaux en câble coaxial. Ce mouvement a été accompagné par de plus petits concurrents qui ont profité de cette rupture technologique pour déployer des réseaux propres. Ils ont été soutenus en cela par des acteurs du capital investissement et par une période favorable dans l'octroi de crédits. Des sur-déploiements et surcapacités existent donc sur certains marchés, réduisant la rentabilité des acteurs historiques, notamment dans le sud de l'Europe. Cela implique qu'une analyse pays par pays soit menée pour comprendre les dynamiques spécifiques.

La qualité des réseaux de communication est un facteur important de performance économique d'un pays et un enjeu majeur de souveraineté que nous suivons de près dans nos Perspectives Economiques et Financières.

François-Xavier de Gourcy
Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	02/02/24	J-7	09/11/23	29/12/23	T-12 mois	J-7	09/11/23	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	155	156	143	153	147	-0,1	8,9	1,8	5,6	
MSCI EMU Mid Cap	961	971	900	966	1 007	-1,0	6,9	-0,5	-4,5	
MSCI EMU Small Cap	409	416	382	426	426	-1,6	7,0	-3,9	-4,1	
MSCI Europe	163	162	150	161	154	0,0	8,0	1,2	5,6	
France CAC 40	7 592	7 634	7 114	7 543	7 166	-0,5	6,7	0,7	5,9	
Allemagne DAX 30	6 695	6 712	6 075	6 629	6 340	-0,3	10,2	1,0	5,6	
Italie MIB	30 718	30 379	28 644	30 352	27 101	1,1	7,2	1,2	13,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 616	7 635	7 456	7 733	7 820	-0,3	2,1	-1,5	-2,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 917	8 936	8 543	8 920	8 763	-0,2	4,4	0,0	1,8	

Sources : Bloomberg, Cov&A Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les indices chinois continuaient d'être pénalisés par les investisseurs malgré les mesures de soutien des autorités chinoises. Ces dernières ont notamment annoncé la suspension des prêts de titres afin de limiter les activités de ventes à découvert. Mesure qui s'ajoute à la potentielle mise en place d'un fond de stabilisation des marchés de 278 milliards de dollars. Les indices chinois étaient impactés par la publication d'indicateurs d'activité manufacturière en contraction pour le quatrième mois consécutif. En parallèle, les annonces d'une procédure de liquidation du promoteur chinois Evergrande ont ravivé les craintes sur le secteur immobilier. Les pays d'Asie du Nord (Taiwan, Corée du Sud, Japon) terminent quant à eux en territoire positif, bénéficiant des annonces de dépenses d'investissement dans l'intelligence artificielle par les grands acteurs américains du numérique. La Corée du sud était aussi soutenue par les attentes de réformes pour améliorer la gouvernance des entreprises et le retour à l'actionnaire.

Aux Etats-Unis, l'indice S&P500 clôturait la semaine en hausse de 1.4% (USD) soutenu par les publications sur l'économie américaine et quelques bons résultats d'entreprises chez certains grands acteurs du numérique. L'éloignement d'une baisse de taux de la Fed en mars par Jerome Powell et la reprise des inquiétudes sur la santé des banques régionales américaines n'auront pas pénalisé les performances des indices. Les secteurs des services de communications et de la consommation cyclique faisaient partie des plus fortes hausses après les résultats de Meta et d'Amazon. Le secteur technologique sous performait l'indice après la publication décevante d'Apple (notamment sur les ventes d'iPhone en Chine). Malgré l'accentuation des tensions en mer rouge, l'énergie clôturait la semaine en territoire négatif face aux inquiétudes sur l'économie chinoise. Les banques régionales américaines étaient aussi en forte baisse après les annonces de New York Community Bancorp et de la banque japonaise Aozora Bank de l'augmentation de leurs provisions sur des prêts sur l'immobilier commercial américain. Côté sociétés, on notera les annonces d'Intel de repousser la construction d'une usine pour 20 milliards de dollars dans l'Ohio, face à la lenteur de la mise en place des subventions américaines.

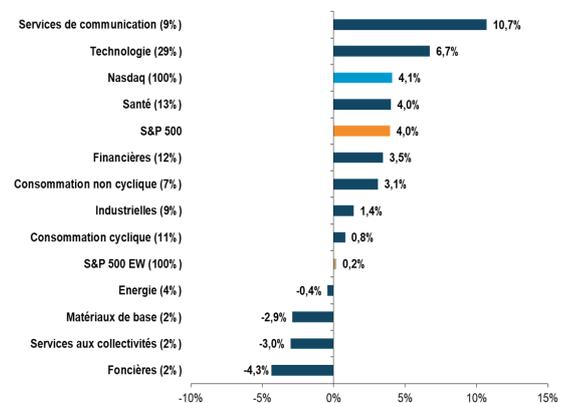
Le Focus de la semaine : L'administration américaine met en pause l'approbation de nouveaux projets GNL (Gaz Naturel Liquéfié)

Le 26 janvier, l'administration Biden a décidé d'une « pause » dans l'approbation de nouveaux projets de GNL à destination des pays qui n'ont pas d'accord de libre-échange avec les Etats-Unis (soit 80% de la demande actuelle d'exportation de GNL). La maison blanche motive sa décision par : 1/ un besoin de revoir la pertinence des critères environnementaux sur lesquels se fonde le Département de l'Energie (DOE) pour délivrer les permis. Notons que cette décision est concomitante avec l'entrée en campagne électorale du président Joe Biden, qui semble vouloir reconquérir le soutien des jeunes électeurs soucieux du climat, et qui ont été déçus l'année dernière, après l'approbation du projet pétrolier Willow de ConocoPhillips en Alaska. 2/ La nécessité de prendre en compte le potentiel coût énergétique de la croissance du GNL pour le consommateur et les entreprises américaines. En effet, les prévisions font état d'une croissance de ~160 millions de tonnes par an (MTPA) à horizon 2030 de la production de GNL (si l'ensemble des projets annoncés arrive sur le marché), détournant de fait une partie de la production domestique de gaz vers les marchés internationaux et risquant donc de faire augmenter les prix du gaz naturel, et par répercussion la facture d'électricité du consommateur et des entreprises américaines. Rappelons que l'administration américaine a de grandes ambitions quant à la réindustrialisation de son pays et que celle-ci est rendue possible, notamment, grâce à des prix du gaz bas.

Cette « pause » ne devrait pas impacter la croissance du GNL américain jusqu'en 2028 (80 MTPA devraient arriver d'ici 2028 – ces projets ont déjà obtenu les permis et sont pour la plupart déjà en construction), mais pourrait impacter les 80 MTPA qui étaient prévus après 2028.

Au-delà de ces éléments, la ministre de l'énergie, Jennifer Granholm, a déclaré qu'en raison de l'augmentation des exportations américaines de GNL, il était "essentiel" que son ministère "reste un acteur responsable" en examinant si les volumes supplémentaires étaient "dans l'intérêt public". Cette petite phrase fait potentiellement écho aux nombreux volumes qui pourraient être contractés par des pays dont les intérêts ne sont pas alignés avec ceux des Etats-Unis.

Performances sectorielles en USD du Standard and Poor's 500 du 30/12/2023 au 02/02/2024



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	02/02/24	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			sur 12 mois		en €		
						J-7	09/11/2023	30/12/22	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	
Etats-Unis - S&P500	4 959	4 891	4 347	3 840	4 136	1,4	14,1	29,1	19,9	2,0	12,8	28,2	20,0
Etats-Unis - Dow Jones	38 654	38 109	33 892	33 147	33 926	1,4	14,1	16,6	13,9	2,0	12,8	15,7	14,0
Etats-Unis - Nasdaq	15 629	15 455	13 521	10 466	12 007	1,1	15,6	49,3	30,2	1,7	14,3	48,2	30,3
Japon Nikkei 300	539	530	496	401	414	1,7	8,5	34,4	30,1	2,2	9,5	17,9	15,1
Corée du Sud KOSPI	2 615	2 479	2 427	2 280	2 480	5,5	7,8	14,7	5,4	6,3	5,1	7,1	-1,8
Chine - Shanghai	2 730	2 910	3 053	3 089	3 263	-6,2	-10,6	-11,6	-16,3	-5,8	-10,2	-16,1	-20,9
Hong Kong Hang Seng	15 534	15 952	17 511	19 781	21 660	-2,6	-11,3	-21,5	-28,3	-2,1	-12,4	-22,2	-28,0
Marchés Emergents - MSCI	988	985	956	956	1 039	0,3	3,3	3,3	-4,9	0,9	2,2	2,5	-4,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Clap de fin pour Evergrande

Presque trois ans après l'apparition aux yeux du grand public de ses déboires financiers, Evergrande, géant de l'immobilier chinois, a finalement été placé en liquidation judiciaire par un tribunal de Hong Kong fin janvier, faute d'avoir pu présenter un plan de restructuration viable.

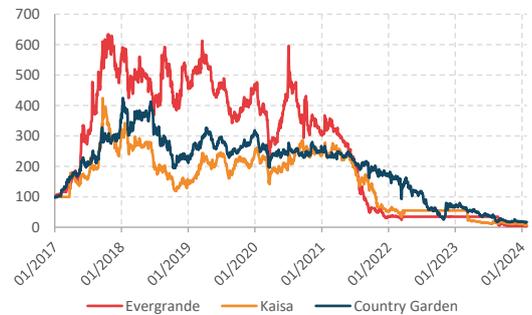
Les difficultés d'Evergrande ont commencé en 2021, dans un contexte « d'assainissement moral et financier »* en Chine. Celles-ci tiennent principalement à un niveau record d'endettement (300 Md\$ de dettes aujourd'hui face à 240 Md\$ d'actifs), ainsi qu'à sa diversification tous azimuts. Outre ses activités immobilières, Evergrande avait également développé, via des filiales, des parcs d'attraction, des studios de cinéma... et même des voitures électriques avec Evergrande NEV (dont la cotation vient d'être suspendue). Evergrande était considéré jusqu'alors comme le deuxième promoteur du pays, juste derrière Country Garden, qui a fait un défaut de paiement sur une obligation en dollars américains en octobre dernier.

Le cas Evergrande nous rappelle, sur le plan de l'analyse financière, l'intérêt de regarder la composition des capitaux propres. Ses nombreuses filiales, qui opéraient dans des domaines parfois annexes, étaient visibles via le poids important des intérêts minoritaires au sein de ses capitaux propres. Une caractéristique que l'on retrouve chez d'autres promoteurs locaux. Ce poids important des intérêts minoritaires était d'autant plus inquiétant qu'il s'était généralement renforcé au fil des ans. Chez Evergrande, les intérêts minoritaires représentaient en 2020 pas moins de 58% des fonds propres totaux, contre seulement 11% en 2015.

L'endettement massif, qui a touché tout le secteur immobilier chinois, a été un corollaire du boom immobilier des années 2010, incitant Pékin à le réguler (en 2017, Xi Jinping avait déclaré : « *Les logements sont faits pour y vivre, pas pour spéculer* »). Le secteur immobilier constitue un poids important de l'économie chinoise, représentant 25-28% de son PIB. En août 2021, le système dit des Trois lignes rouges a été imposé aux 12 plus grands acteurs de ce secteur, afin de limiter leur endettement. Cette réglementation repose sur 3 ratios financiers (un ratio « engagements / actifs » inférieur à 70%, un ratio « endettement net / fonds propres » inférieur à 100% et des liquidités au moins égales à la dette à court terme), dont le respect conditionne l'accès au crédit de ces grands groupes immobiliers diversifiés. En 2021, Evergrande avait dépassé les seuils définis par ces Trois lignes rouges.

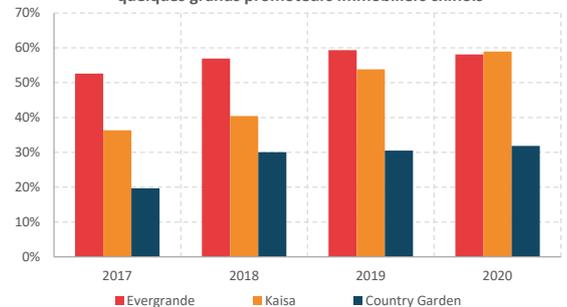
Or, d'autres entreprises ont usé de leur ingéniosité financière pour contourner ce cadre réglementaire. Dans l'univers des promoteurs immobiliers chinois, Kaisa, un acteur de taille relativement modeste (27ème en termes de chiffre d'affaires) est le deuxième plus grand émetteur d'obligations haut rendement en dollars, après Evergrande. Alors qu'il satisfaisait aux exigences des Trois lignes rouges, Kaisa a toutefois fait défaut à un paiement de WMP (*Wealth Management Products*), en 2021. Ces derniers, à l'origine émis par les banques chinoises et enregistrés hors bilan, constituent des produits d'investissement à court terme, dont le rendement est plus attractif que des livrets traditionnels. De plus en plus de promoteurs se sont mis à en proposer à leurs clients, pour permettre de financer le développement de leurs activités. Contrairement aux banques, qui devaient comptabiliser ces produits dans leurs ratios, l'existence de ces WMP ne figurait pas au bilan de Kaisa. Une partie de sa dette est ainsi restée invisible aux yeux des investisseurs, comme l'y autorisait la réglementation moins contraignante dont bénéficiait le secteur immobilier.

Performance boursière de quelques grands promoteurs immobiliers chinois
Base 100 début 2017



source : Factset, Covéa Finance

Part des intérêts minoritaires dans les capitaux propres de quelques grands promoteurs immobiliers chinois



source : sociétés, Covéa Finance

*selon les termes employés par Xi Jinping lors du congrès quinquennal de 2017 du Parti Communiste Chinois

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Analyse de l'évolution des marchés

Focus : Les marchés financiers secoués par de nouvelles craintes sur les banques.

La publication des résultats annuels de la New York Community Bancorp (*), doublée d'une alerte sur les résultats de la banque japonaise Aozora (**), sont venues raviver certaines craintes sur le secteur bancaire américain.

Au printemps 2023, la banque centrale américaine était venue au secours des banques en mettant en place des outils de refinancement pour résoudre l'inadéquation entre la structure des actifs et des passifs des banques régionales américaines (dans un contexte de forte hausse des taux et de raréfaction de la liquidité). **Cette semaine, c'est le sujet du risque de crédit qui est redevenu central.**

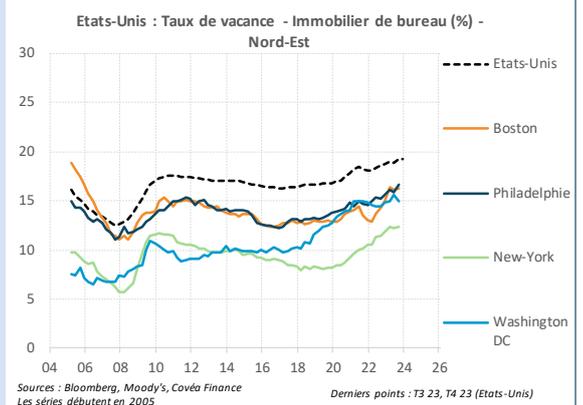
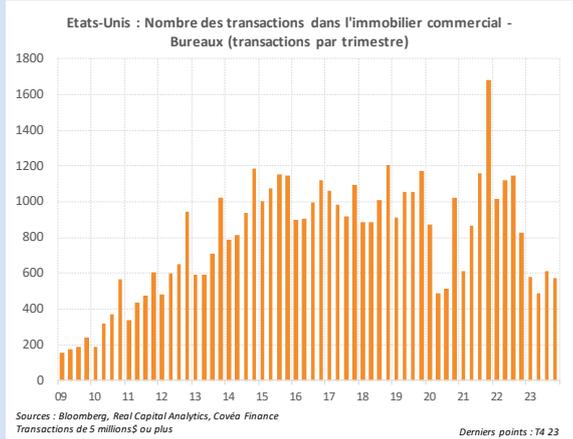
A ce sujet, nos Perspectives Economiques et Financières de juin dernier avaient mis en avant l'importance du risque sur l'immobilier commercial aux Etats Unis, dont le financement réside en grande partie sur des acteurs bancaires régionaux (2900 milliards de dollars de crédits bancaires à fin 2022, dont 2000 milliards octroyés par les banques hors top 25). Dans sa communication sur ses résultats du dernier trimestre, New York Community Bancorp a fait état d'une provision de plus de 550 millions de dollars pour gonfler ses réserves et faire face au risque de pertes sur l'immobilier commercial (bureaux et immeubles d'appartements notamment). Si le niveau des réserves de cette banque semblait déjà bien faible en comparaison de ses pairs, le choc n'en ait pas moins réel, notamment parce qu'il s'appuie sur une forte accélération des pertes effectives (sur deux immeubles à New York). De ce fait, la banque a coupé son dividende par plus de 3, et entend affecter une large part de ses résultats à venir au renforcement de ses fonds propres.

De son côté, la banque japonaise Aozora (54 milliards de dollars de total de bilan, dont près d'un quart exposé sur les Etats Unis) a également passé une importante provision pour faire face au risque de pertes sur l'immobilier commercial. Enfin, la Deutsche Bank a multiplié par 4 ses provisions sur le risque sur l'immobilier commercial aux Etats Unis.

Alors que le risque sur l'immobilier commercial américain était patent depuis plusieurs trimestres, sa matérialisation tardait à arriver compte tenu de la faiblesse du nombre de transactions (qui ne permet pas d'avoir une réelle transparence sur les prix des actifs immobiliers) et la volonté des banques d'aménager les refinancements pour ne pas cristalliser rapidement des pertes. Aujourd'hui, les taux de vacances des bureaux restent très élevés (près de 20% en moyenne nationale), la baisse des prix s'installe durablement (-20% sur un an sur l'immobilier de bureau) et le mur du refinancement se rapprochant (plus de 500 milliards estimés par an), la possibilité de repousser la reconnaissance de la dégradation de la valeur des actifs dans les comptes s'amenuise considérablement.

Même si toutes les banques ne seront pas affectées de la même manière (les expositions au secteur de l'immobilier commercial étant très disparates, de même que les niveaux de réserves affectées à ce risque), l'importance des refinancements à venir et des pertes associées ne pourront que peser sur la dynamique d'octroi de crédit en 2024. **Ainsi, comme nous l'évoquions dès le printemps dernier, les ramifications de cette crise bancaire, née d'un endettement massif et d'une hausse des taux sans précédent ne peuvent que se diffuser dans la durée à l'économie réelle.**

Notre cellule de crise sur le suivi des risques bancaires s'est de nouveau tenue la semaine dernière, et à confirmer **l'exclusion de tout investissement en actions sur le secteur bancaire, sur toutes les zones géographiques et dans tous nos portefeuilles.** Nous maintenons une vigilance absolue sur les ramifications de cette crise, notamment à l'aune des besoins de refinancement importants, dans un contexte de raréfaction de la liquidité et alors que les banques centrales restent également contraintes dans leur capacité à baisser leurs taux, comme nous l'ont rappelé les banquiers centraux cette semaine.



(*) 110 milliards de total de bilan au 31/12/2023, cette banque a repris une partie des actifs de Signature Bank au printemps dernier au moment de sa liquidation par le fonds de garantie des dépôts (FDIC).

(**) Plus de 50 milliards de dollars de total de bilan au 31/12/2023, dont près d'un quart exposé sur des actifs américains (prêts immobiliers commerciaux, prêts industriels et portefeuilles de titres : emprunts d'Etats et municipaux...).

Les collaborateurs du Comité Banque

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Jerome Powell repousse l'idée d'une baisse imminente du taux directeur »

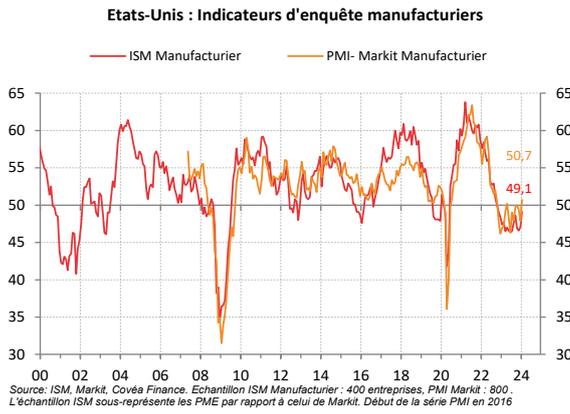
La Réserve fédérale américaine se met prudemment en ordre de marche pour assouplir sa politique monétaire. Comme attendu, les banquiers centraux ont maintenu le statu quo lors de la réunion de janvier, à l'unanimité. La communication a toutefois été amendée dans un sens plus neutre, le comité estimant que « les risques qui pèsent sur la réalisation des objectifs en matière d'emploi et d'inflation s'équilibrent de plus en plus ». Ainsi, la mention d'une possibilité de hausse supplémentaire a été retirée du communiqué, le comité envisageant désormais un assouplissement de sa politique « à un certain moment cette année », en fonction de l'évolution des données. Pour autant, une baisse de taux imminente n'est pas le scénario privilégié. En effet, « le Comité ne pense pas qu'il sera approprié de réduire la fourchette cible avant d'avoir acquis une plus grande confiance dans le fait que l'inflation se rapproche durablement de 2 % ». Le Président Jerome Powell a été encore plus clair lors de la conférence de presse en déclarant qu'une baisse de taux en mars « n'est probablement pas le cas le plus probable ».

Concernant la politique quantitative, les discussions pour ralentir le rythme de baisse du bilan ont été amorcées, mais des échanges approfondis se tiendront lors de la réunion de mars, ce qui permet d'envisager une annonce de réduction du rythme au deuxième trimestre (T2) 2024.

La semaine a été marquée par la publication de plusieurs éléments statistiques relatifs au marché du travail, qui fait preuve d'une vigueur inattendue en ce début d'année (voir focus sur le rapport d'emploi). Le rapport JOLTS publié par le Bureau des Statistiques du Travail (BLS) fait part d'une légère hausse des offres d'emploi à pourvoir en décembre (9,0 millions, contre 8,9 millions en novembre). Les embauches progressent également, tandis que les licenciements sont aussi orientés en hausse, de façon mesurée. Le rapport décrit par ailleurs une poursuite du recul des démissions, qui atteignent un point bas depuis janvier 2021. Ainsi le rééquilibrage du marché du travail semble se poursuivre, même si le ratio entre offres d'emploi et nombre de chômeurs repart légèrement à la hausse, à 1,44, un niveau encore largement supérieur à la situation pré-pandémie (1,2 en 2019) et qui illustre le maintien de tensions.

Par ailleurs, la dynamique de l'indice de coût de l'emploi (ECI) a ralenti au quatrième trimestre suggérant une modération des tensions salariales. L'indice a progressé de 0,9% en glissement trimestriel, après 1,1% au T3. Il s'agit de la plus faible hausse trimestrielle depuis le T2 2021. La croissance annuelle de l'indice poursuit sa modération et passe de 4,4% à 4,2%, un rythme toutefois encore supérieur à la dynamique d'avant crise sanitaire (entre 2,5% et 3,0%).

Du côté des données d'enquête, la confiance du consommateur du Conference Board s'est largement reprise en janvier, passant de 108,0 à 114,8 points. Cette embellie reflète une très nette amélioration de l'appréciation de la situation présente et, dans une moindre mesure, des perspectives. Les tensions sur le marché du travail semblent par ailleurs loin d'être dissipées : l'indicateur labor differential (part des personnes qui estiment que l'emploi est abondant moins celles estimant qu'il est difficile de trouver un emploi) est au plus haut depuis avril dernier, ce qui semble corroborer la solidité du rapport d'emploi de janvier.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Manuf.	Indice	janv.-24	49,1	47,1	53,5	47,1
ISM Services	Indice	déc.-23	50,5	52,7	56,1	52,8
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	janv.-24	52,9	45,2	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvles commandes	Indice	janv.-24	52,5	47,0	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	janv.-24	49,1	47,0	57,3	46,0
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	déc.-23	2,3	3,2	12,5	0,9
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	déc.-23	20,1	20,8	9,0	19,5
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	janv.-24	114,8	108,0	104,5	105,4
Taux de chômage	% de la pop. active	janv.-24	3,7	3,7	3,6	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	janv.-24	353	333	377	255
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	janv.-24	4,5	4,3	5,4	4,5

*Du 29/01/2024 au 04/02/2024 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'immobilier, l'indice des prix S&P Case-Schiller a modérément progressé en novembre (+0,1%), mais la croissance annuelle des prix accélère à 5,4%, après 4,9% en octobre. Des hausses de prix sont enregistrées dans 14 des 20 villes analysées. Toujours concernant l'immobilier, le taux de vacances des logements en location est resté stable au T4 à 6,6%, tandis que le taux de propriétés disponibles à la vente remonte légèrement à 0,9%, un niveau toujours très faible après un point bas historique au T2 2023, qui illustre le manque de logements sur le marché résidentiel.

Dans l'industrie, à l'instar de l'indice PMI, l'indicateur d'enquête ISM manufacturier s'est redressé en janvier, passant de 47,1 à 49,1 points. L'indice est au plus haut depuis octobre 2022, mais demeure inférieur à 50, synonyme d'une poursuite de la contraction de l'activité. La composition de l'enquête est toutefois favorable avec des nouvelles commandes et la production en hausse (52,5 et 50,4 respectivement). En revanche l'emploi reste dégradé à 47,1 et les prix payés repassent au-dessus du seuil de 50 (52,9), indiquant un retour de pressions haussières sur le coût des intrants.

Sur le plan budgétaire, le Sénat dévoile un nouveau projet de loi bipartisan de 118 Mds\$ sur la sécurité des frontières et le soutien à l'Ukraine et à Israël. Ce texte prévoit notamment que la frontière sud des États-Unis soit temporairement fermée à la plupart des migrants s'il y a en moyenne plus de 5 000 tentatives de franchissement par jour pendant sept jours. Le projet de loi pourrait toutefois rencontrer un parcours de validation complexe. Donald Trump a indiqué aux députés républicains de le rejeter s'il n'est pas « parfait » et le président de la Chambre des représentants, Mike Johnson, a déclaré que le texte était « mort dans l'œuf » s'il arrivait dans sa chambre. Un premier vote sur le projet de loi est prévu au Sénat le 7 février. Outre les fonds alloués à la mise en pratique de la loi (20,2 Mds) et ceux destinés à l'Ukraine (60 Mds\$) et à Israël (14 Mds\$), le projet de loi prévoit également des financements supplémentaires pour le Commandement central des États-Unis et le conflit en mer Rouge (2,4 Mds), pour soutenir les partenaires du pays dans la région indo-pacifique et « dissuader toute agression de la part du gouvernement chinois » (4,8 Mds) et pour soutenir l'assistance humanitaire aux civils dans les zones de conflit dont l'Ukraine, Gaza et la Cisjordanie (2,4 Mds).

Concernant les tensions commerciales avec la Chine, Donald Trump a indiqué que, s'il était élu, il pourrait imposer des droits de douane de plus de 60% sur des importations de produits chinois. Cette déclaration laisse présager une nouvelle escalade de la « guerre commerciale » entre les deux pays en cas de réélection de D. Trump.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Focus Etats-Unis : Le dynamisme de l'emploi en janvier conforte l'approche patiente de la Réserve fédérale.

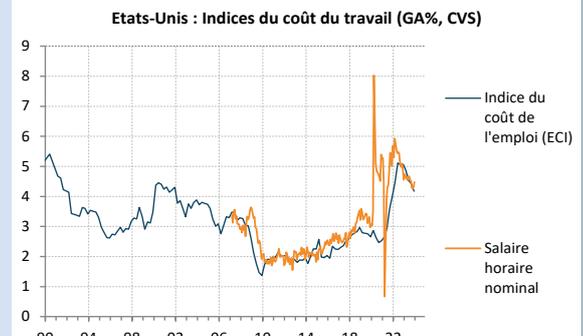
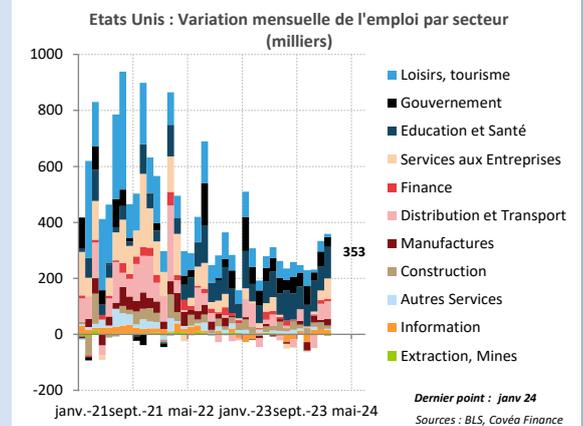
Le marché du travail américain engage l'année 2024 sur une base solide. Les créations nettes de postes en janvier sont très supérieures aux attentes avec 353 000 nouveaux emplois, la plus forte hausse mensuelle depuis un an, tandis que l'estimation de décembre était révisée en forte hausse (333 000 contre 216 000 en première estimation). Comme chaque année, c'est en fait l'ensemble des données 2023 qui ont été révisées, à l'occasion de l'intégration de nouvelles données plus complètes. Ainsi la moyenne mensuelle des créations en 2023 est revue en hausse (255 000, contre 224 000 précédemment) et la trajectoire de ralentissement tendanciel semble finalement moins prononcée, à la suite de révisions haussières sur les trois derniers mois de l'année.

Par secteurs les embauches sont généralisées, même si le segment des services demeure le plus dynamique : +100 000 dans la santé, +64 000 dans la distribution et le transport, +74 000 dans les services aux entreprises. On peut relever qu'après 21 mois consécutifs de contraction, les services d'aide temporaire aux entreprises enregistrent 4 000 créations de postes en janvier. L'emploi manufacturier qui a stagné sur l'ensemble de l'année 2023, débute également 2024 sur une note plus encourageante (+23 000). Dans les mines en revanche, les postes se réduisent à hauteur de 5000 emplois et dans la construction les embauches sont plus mesurées (+11 000).

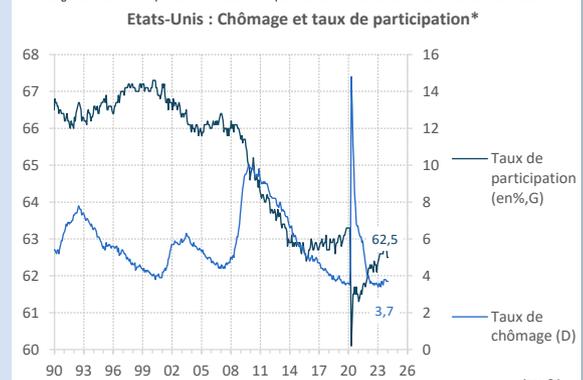
La seconde surprise haussière contenue dans ce rapport d'emploi concerne les rémunérations : le salaire horaire moyen enregistre un gain mensuel de 0,6%, le plus fort depuis mars 2022. Ce regain de vigueur doit toutefois être nuancé. Il pourrait en réalité être le corollaire de la baisse du nombre d'heures travaillées (34,1 heures, contre 34,3 en décembre) en raison des intempéries qui ont touché le pays en janvier. On constate en effet que les secteurs les plus exposés aux conditions météorologiques (mines, construction) sont ceux qui enregistrent à la fois les reculs d'heures travaillées et les hausses de salaires horaires les plus marqués. En revanche le salaire hebdomadaire, qui n'est pas affecté par le compte des heures travaillées, a stagné sur le mois.

Par ailleurs, le taux de chômage est resté stable à 3,7%, tout comme le taux de participation à la population active, à 62,5%. Ce ratio avait connu une remontée au cours des trois premiers trimestres de 2023, avant de s'infléchir en fin d'année. Ainsi, l'économie américaine créée des emplois à un rythme soutenu sur la période récente, sans pour autant réussir à attirer vers le marché du travail les individus qui s'en sont éloignés au moment de la pandémie. Début 2020, ce taux de participation, qui reflète l'offre de main d'œuvre des personnes en âge de travailler, s'élevait à 63,3%.

Du point de vue de la Réserve fédérale, **ce rapport témoigne d'un marché du travail robuste et devrait conforter les déclarations de Jerome Powell selon lesquelles une baisse de taux lors de la prochaine réunion de mars n'est pas le scénario central du comité de politique monétaire.** Si l'on considère à la fois l'objectif d'emploi maximum et l'objectif d'inflation à 2%, tributaire de l'orientation des salaires, il n'y a en effet pas urgence à agir.



L'ECI est une mesure de la variation du coût du travail. La statistique inclut la variation des salaires et des coûts des avantages salariaux pour l'entreprise. Ces derniers couvrent les congés payés, primes, cotisations à des polices d'assurance (santé, handicap), à des plans de retraite, et les cotisations sociales obligatoires (Sécurité sociale, Medicare, assurance chômage), mais n'incluent pas les stock-options. L'ECI est calculé en appliquant des poids fixes, pour éviter que les changements dans la composition sectorielle de l'emploi n'influencent la mesure des variations du coût du travail.



* Taux de participation à la population active : Part de la population civile en âge de travailler (16 ans et +) qui occupe un emploi ou en recherche un activement

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

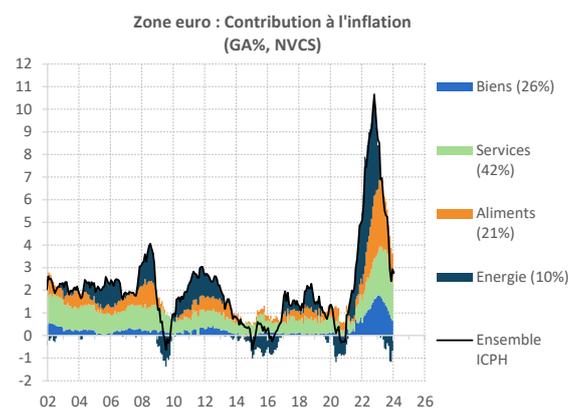


Suivi Macroéconomique

Europe

« Recul plus lent de l'inflation dans la zone euro »

Le PIB de la zone euro est resté stable au quatrième trimestre 2023 par rapport aux trois mois précédents. Il s'est avéré également quasiment stable par rapport à la même période un an plus tôt (+0,1%). Parmi les 10 pays qui ont publié des estimations préliminaires, les résultats sont contrastés : trois, dont l'Allemagne, affichent une contraction de l'activité en fin d'année dernière ; le Portugal (+0,8% et l'Espagne (+0,6%) ont enregistré une croissance soutenue en fin d'année dernière ; mais l'activité a stagné en France. Peu de pays donnant des détails sur la décomposition de la croissance dans cette première estimation, il est difficile de tirer des conclusions pour l'ensemble de la zone euro.



Sources : Eurostat, Datastream, Covéa Finance

Dernier point : janv.-24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Taux de chômage % de la pop. active IPCH, NCVS, GA%	déc.-23	6,4	6,4	6,7	6,5
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	janv.-24	2,8	2,9	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	janv.-24	3,3	3,4	3,9	4,9
	PIB Vol, CVS, GA%	T4 23	0,1	0,0	3,4	0,5
AL	PIB Vol, CVS, GA%	T4 23	-0,2	-0,3	1,9	-0,1
FR	PIB Vol, CVS, GA%	T4 23	0,7	0,6	2,5	0,9
IT	PIB Vol, CVS, GA%	T4 23	0,5	0,1	3,9	0,7
ES	PIB Vol, CVS, GA%	T4 23	2,0	1,9	5,8	2,5

*Du 29/01/2024 au 04/02/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Luis de Guindos, vice-président de la BCE, a déclaré que les risques sur l'inflation (et sur l'activité) sont orientés à la baisse et qu'il pense que le processus de désinflation va se poursuivre. Même Joachim Nagel, président de la Deutsche Bundesbank, a annoncé que la banque centrale est en voie de gagner son combat contre l'inflation. Toutefois, il considère toujours qu'il est trop tôt pour évoquer de futures baisses des taux directeurs. Le débat pourrait se déplacer vers un arbitrage entre commencer tôt et être progressif dans la baisse des taux ou attendre plus longtemps quitte à se montrer plus agressif ... A ce propos, le gouverneur de la banque centrale croate se prononce pour des « pas » de 25 points de base et pas forcément à chaque réunion du Conseil des gouverneurs. Il considère, par ailleurs que commencer en avril ou en juin ne fait pas une grande différence d'un point de vue économique.

En Allemagne, les ventes au détail, en volume, ont encore reculé de 1,6% (GM) en décembre, après avoir déjà chuté de 2,5% le mois précédent. Sur un an, leur déclin est de 1,7%, soit un peu moins marqué qu'en novembre (-2,4%). Pourtant, le marché du travail reste solide, avec un taux de chômage stable à 3,1% et des créations nettes d'emplois en janvier.

En France, la production industrielle a progressé de 1,1% en décembre par rapport au mois précédent. Elle est en hausse de 0,9% sur un an. L'activité manufacturière a progressé de 1,2% (+0,9% sur un an également), toujours tirée par la fabrication de matériels de transports. Bien qu'en recul de 2,4% sur le mois, la production de biens d'équipements reste globalement orientée à la hausse, avec une progression de 2,7% sur un an. L'activité des industries les plus énergivores est restée stable, pour le deuxième mois consécutif, en décembre, soit une croissance de 2,2% sur un an.

Les membres de l'UE ont réussi à convaincre la Hongrie d'accepter que le budget 2024-2027 de l'Union comprenne 50MDs€ d'aide nouvelle à l'Ukraine.

La Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé mais adopte un ton légèrement plus accommodant. La Banque d'Angleterre a de nouveau maintenu son taux directeur à 5,25%. Le Comité de politique monétaire était une nouvelle fois divisé, puisque 6 membres étaient en faveur d'une pause, 2 membres étaient en faveur d'une hausse de 25 points de base (pb) et un membre souhaitait une baisse de 25pb. Le communiqué de presse ne mentionne plus le fait qu'un nouveau resserrement monétaire pourrait être nécessaire en fonction de l'évolution de l'inflation. A la place, la BoE déclare qu'elle continuera à examiner la durée pendant laquelle les taux devront être maintenus à leur niveau actuel. Ce changement de communication semble donc marquer la fin du cycle de resserrement monétaire de la BoE. Lors de son discours, le gouverneur A. Bailey a tout de même mis en garde sur l'évolution de l'inflation. Il a en effet indiqué que, pour le moment, il n'y a pas de preuves suffisantes démontrant que l'inflation retournera prochainement de manière durable à la cible de 2%. En effet, l'inflation dans les services se maintient à des niveaux élevés, et les effets de base positifs liés à la baisse des prix de l'énergie devraient s'estomper dans les mois à venir.

Après son rebond marqué du mois précédent, **l'inflation a légèrement reculé en janvier dans la zone euro.** L'indice des prix à la consommation a progressé de 2,8% en un an, soit 0,1 point de pourcentage de moins qu'en décembre. Le repli de l'inflation en janvier s'explique par un ralentissement supplémentaire des prix des produits alimentaires, mais aussi de ceux des biens industriels hors énergie, dont la progression est revenue à 2,0% sur douze mois en janvier. En revanche, la contribution négative des prix énergétiques a un peu diminué et le rythme de hausse sur un an des prix des services s'est stabilisé à 4,0% depuis trois mois. L'inflation sous-jacente a reculé de 0,1 point également, à 3,3%.

En décembre, le taux de chômage de la zone euro est resté stable à son plus bas historique de 6,4%.

L'indice de sentiment économique de la zone euro, calculé par les services de la Commission européenne, a légèrement reculé (0,1 point) en janvier, après avoir gagné 2,6 points en novembre-décembre. A 96,2, il reste ainsi significativement sous sa moyenne de longue période. Seul l'indicateur de confiance dans les services a progressé par rapport à décembre. Il dépasse, pour le deuxième mois d'affilée, sa moyenne 2000-2019. Le sentiment des responsables d'entreprises se dégrade, en revanche, à nouveau dans la construction, la distribution de détail et l'industrie (pour le deuxième mois consécutif) alors que l'indicateur de confiance des consommateurs perd un point par rapport au mois précédent. En revanche, **les indicateurs de perspectives de prix de vente continuent à se redresser** dans tous les secteurs, à l'exception de la construction. Les ménages envisagent aussi une inflation plus soutenue ces prochains mois.

A la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE du 25 janvier, plusieurs de ses membres ont tenu à faire part de leur analyse de l'état des tensions inflationnistes et des perspectives d'évolution de la politique monétaire. **Comme lors de la conférence de presse de Christine Lagarde, la tonalité des déclarations est globalement moins agressive que dans les semaines précédentes.** La majorité semble juger qu'il sera possible de commencer à réfléchir à une stratégie de détente de la politique monétaire avant d'avoir toutes les statistiques sur les salaires attendues d'ici le mois de juin. De plus,

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie chinoise débute l'année 2024 en demi-teinte »

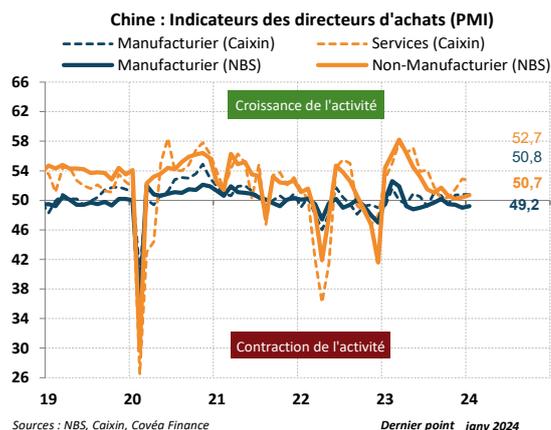
Bien qu'en légère amélioration par rapport à décembre, l'activité économique chinoise reste peu vigoureuse en janvier, d'après l'enquête PMI du Bureau national des statistiques (NBS). Le PMI manufacturier a légèrement augmenté à 49,2 en janvier (contre 49,0 en décembre), mais reste donc en zone de contraction. Au cours des 10 derniers mois, l'enquête rapporte 9 mois de recul de l'activité manufacturière. Cela contraste avec les données de production industrielle qui ont été solide fin 2023 (+6,8% en glissement annuel en décembre) et avec les résultats de l'autre enquête PMI manufacturier, réalisée par Caixin, dont l'indice se maintient à 50,8 en janvier, indiquant donc une légère expansion. L'industrie chinoise reste donc difficile à cerner en ce début d'année 2024. Côté non-manufacturier, l'indice du NBS s'est également légèrement amélioré, passant de 50,4 en décembre à 50,7 en janvier. Les activités de services se sont stabilisées après deux mois de contraction (le PMI Caixin services baisse à 52,7 mais reste en zone d'expansion), tandis que la construction a connu une

modération de sa dynamique, passant de 56,9 en décembre à 53,9 en janvier. Ce ralentissement est probablement dû à une modération du soutien budgétaire aux infrastructures en janvier, dans la mesure où une part importante des dernières annonces de soutiens supplémentaires des autorités concernaient la fin de l'année 2023.

Selon Bloomberg, les autorités chinoises auraient adopté un plan de consolidation massif des institutions financières dans les zones rurales. Ces mesures visent à répondre aux difficultés croissantes de ces acteurs face à la crise immobilière et au ralentissement économique. Environ 2 100 institutions financières rurales seront regroupées pour former plusieurs grandes institutions régionales. Ce plan devrait s'accompagner d'un renforcement de la lutte contre la corruption au sein de ces banques. Des mesures de consolidations des banques rurales avaient déjà été annoncées dans certaines provinces au cours des deux dernières années. Elles devraient ainsi se généraliser significativement.

A Hong Kong, le gouvernement local a dévoilé un nouveau projet de loi sur la sécurité nationale. Cette législation devrait s'ajouter à celle déjà stricte imposée par la Chine en 2020, qui avait provoqué d'importantes manifestations. Ce nouveau texte de loi devrait aller encore plus loin en ciblant l'espionnage, la trahison et l'influence politique étrangère. Il fait ainsi craindre une nouvelle érosion du statut de grand centre financier international de Hong Kong face au renforcement de l'emprise de Pékin. La ratification de la loi devrait intervenir courant 2024.

Au Japon, la production industrielle a augmenté de 1,8% en décembre 2023 par rapport à novembre, après une baisse de 0,9%. Cette reprise est principalement due à une forte hausse de 2,4% de la production manufacturière, tirée par la vigueur des secteurs



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point : janv 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
	Taux de chômage % de la pop. act.	déc.-23	2,4	2,5	2,6	2,6
JP	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	déc.-23	2,1	5,4	2,6	5,6
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	déc.-23	1,0	-1,4	0,0	-1,2
CH	PMI Non-manufacturier Indice	janv.-24	50,7	50,4	49,1	53,2
	PMI Manufacturier Indice	janv.-24	49,2	49,0	49,1	49,9

* Du 29/01/2024 au 04/02/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

de l'électronique et de l'automobile. La dynamique est d'autant plus favorable que les stocks ont baissé de 1,2% sur le mois. Cependant, l'industrie japonaise reste bien en dessous de son niveau d'avant la crise sanitaire et les enquêtes d'activité sont plutôt mal orientées pour le début de l'année 2024.

Côté consommation, les ventes au détail japonaises ont en revanche été en forte baisse de 2,9% en valeur en glissement mensuel en décembre. En particulier, la baisse des ventes de vêtements pourrait s'expliquer par des températures relativement élevées au Japon qui ont freiné les achats saisonniers. Les ventes ont également enregistré des reculs marqués dans l'alimentation, les appareils ménagers et les voitures.

En Corée du Sud, l'inflation poursuit sa modération. La croissance de l'indice des prix à la consommation a atteint 2,8% en janvier, après 3,2% en décembre. Ce ralentissement s'est généralisé à une grande partie du panier de consommation à l'exception des produits de l'agriculture et de la pêche (8%, après 7,7% en décembre). Les prix des services publics (électricité, eau et gaz) se sont en revanche modérés nettement (5%, après 9,7% en décembre) et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) est également moins vigoureuse (2,5%, après 2,8%).

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.