

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

11 mars 2024

Les banques centrales, premières victimes des hausses de taux

Les banques centrales ont, comme les entreprises, commencé à publier leur rapport annuel. Et, comme attendu, les pertes sont importantes. La Banque Centrale Européenne fait état d'une perte de 1,3Md€ et la Réserve Fédérale américaine a, de son côté, communiqué sur une perte de 114,3Mds\$.

Ces pertes étaient prévisibles dans la mesure où avec la hausse des taux, les intérêts payés par les banques centrales pour rémunérer les dépôts ont fortement augmenté alors que les intérêts perçus par les banques centrales sur les obligations qu'elles détiennent stagnent. Aujourd'hui, les réserves des banques commerciales auprès de la BCE (hors réserves obligatoires) sont rémunérées à 4% et celles auprès de la Fed à 5,4%. Mais les obligations détenues ne rapportent pas beaucoup d'intérêts puisqu'elles ont été achetées dans le cadre des différents programmes lorsque les taux d'intérêt étaient bas, souvent avec une échéance longue.

Les banques centrales ne sont pas des entreprises ordinaires. Elles peuvent subir des pertes, les reporter au bilan pour compensation par les bénéfices futurs, et rester opérationnelles. Elles ont assuré que ces pertes n'avaient aucune incidence sur leur capacité à mener une politique monétaire efficace.

Néanmoins, ces pertes ne sont pas sans conséquence. D'abord, les banques centrales ne peuvent plus reverser leurs profits aux Etats, c'est donc une source de financement supplémentaire qui disparaît pour ces derniers. Pour rappel, entre 2011 et 2021, la Bundesbank a reversé en moyenne 22Mds€ par an à l'Etat allemand, soit 0,5% du PIB. Mais le risque le plus important si cette situation perdure est que les états soient obligés de recapitaliser les banques centrales. La Cour des comptes allemande, le Bundesrechnungshof, a déjà alerté sur ce risque l'an dernier. S'il devait se matérialiser, cela pourrait encore peser sur le budget des Etats déjà très endettés. Et potentiellement remettre en cause l'indépendance des banques centrales ? Cette situation ajoute une pression politique sur les banques centrales et des tensions supplémentaires au sein de la zone Euro où les situations et les intérêts des banques centrales nationales sont différents.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Focus de la semaine

« des pertes importantes pour la BCE en 2023 »

Profits/pertes annuelles de la BCE (en M€)



Sources : Covea Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	08/03/24	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,094	1,067	1,058	2,5	3,4
€ / £	0,851	0,873	0,887	-2,5	-4,1
€ / Yen	160,86	161,46	144,08	-0,4	11,6
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	82	80	82	2,6	0,6
Indice CRB*	526	534	546	-1,4	-3,7
Prix de l'once d'Or	2 186	1 970	1 835	11,0	19,1
Prix de la tonne de cuivre	8 580	8 147	8 853	5,3	-3,1
Indice Baltic Dry**	2 345	1 598	1 379	46,7	70,1
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 886	1 030	907	83,0	108,0

Sources : Bloomberg, Covea 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 :

La semaine dernière, les rendements obligataires ont été orientés à la baisse en réaction aux chiffres macroéconomiques américains, notamment aux indicateurs d'enquête ISM, et à la réunion de la Banque Centrale Européenne. Le thème majeur demeure toujours le calendrier des baisses de taux directeurs, aux Etats-Unis et en zone Euro. La première baisse étant maintenant attendue par le marché au mois de juin. Les taux à 10 ans allemands et français se sont donc détendus de 15 et 18 points de base (pbs) à respectivement 2,27% et 2,72% tandis que le 10 ans italien affiche à nouveau la meilleure performance de la Zone euro avec un rendement en baisse de 31pbs à 3,58%. Concernant le marché du crédit, les primes de risque se sont légèrement écartées de 1pb sur la catégorie investissement à 107pbs, soit 3,51% de rendement à maturité, et de 8pbs que le haut rendement à 356pbs, soit 6,44% de rendement à maturité.

Le Focus de la semaine : Des retombées incertaines pour la suite du resserrement quantitatif de la Fed

Depuis juin 2022, la Réserve Fédérale américaine (Fed) ne réinvestit pas une partie des titres détenus à son actif¹. Au passif, l'autre côté de son bilan, le dégonflement s'est fait par la baisse du recours à la facilité de mise en pension de la Fed par les fonds monétaires (ON RRP)². Grâce à ce stock important de liquidités, la contraction du bilan a peu impacté le niveau global des réserves bancaires jusqu'à présent, évitant des tensions sur le financement court terme comme en septembre 2019. La stabilité des taux de référence du marché monétaire en est le témoin.

Cependant, le cycle n'est pas fini et le sujet est de savoir quand et comment la Fed va mettre fin à la réduction de son bilan, sans mettre à mal la stabilité des banques et donc sans trop amputer les réserves. Signe que cela préoccupe, la présidente de la Fed de Dallas, L.Logan soutenait la semaine dernière que la Fed devrait ralentir son resserrement quantitatif à mesure que les soldes d'ON RRP s'assèchent. J.Powell a également déclaré que le FOMC prévoyait d'entamer les discussions sur le bilan lors de la prochaine réunion.

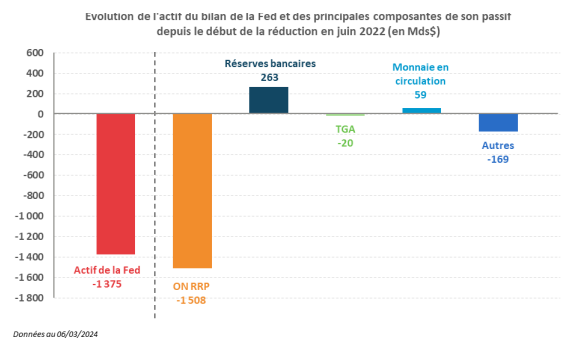
Dans ce contexte, l'une des questions porte sur l'évolution future des montants placés dans l'ON RRP. Après la baisse très importante de ces derniers mois, ils pourraient stagner quelques temps à cause des principaux utilisateurs de l'outil : les fonds monétaires, aux encours records (6 077 Mds\$, +1 342 Mds\$ depuis début 2023). Avec la prévision d'émissions nettes négatives de T-Bills par le Trésor au deuxième trimestre, ils pourraient avoir moins d'alternatives d'investissements et donc garder leurs placements auprès de la Fed. Ainsi, la poursuite de la baisse des avoirs de la banque centrale devrait se répercuter sur un autre poste du passif : les réserves et/ou le compte du Trésor à la Fed (TGA)³. Sur les mois à venir, il est peu probable que le TGA diminue (objectif du Trésor à 750 Mds\$ pour fin mars et fin juin) et cela d'autant que la collecte des recettes fiscales en avril s'annonce fructueuse et viendra probablement gonfler ce compte. Les réserves pourraient donc être la variable d'ajustement, au risque de perturber l'équilibre précaire du marché.

Toutefois, la Fed est mieux équipée que lors du précédent cycle de resserrement. Elle dispose de solutions pour fournir des liquidités aux banques en cas de besoin pour assurer au mieux le bon fonctionnement des marchés monétaires et interbancaires américains.

¹Au rythme mensuel de 60 Mds\$ de Bons du Trésor et 35 Mds\$ de MBS (Titre adossé à des créances hypothécaires)

²Overnight Reverse Repurchase Agreement : facilité de mise en pension, outil qui permet d'apporter des liquidités à la Fed en échanges de garanties éligibles.

³Treasury General Account : compte courant utilisé par le Trésor, à partir duquel le gouvernement effectue tous ses paiements.



Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	08/03/24	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	4,07	4,18	4,62	3,87	3,90	-10	-55	20	17	-40	18	
Allemagne	2,27	2,41	2,65	2,57	2,64	-15	-38	-30	-38	-49	16	
France	2,72	2,90	3,23	3,12	3,14	-18	-51	-40	-42	-1	48	
Italie	3,58	3,89	4,51	4,72	4,39	-31	-93	-113	-81	27	63	
Royaume-Uni	3,98	4,11	4,27	3,67	3,77	-14	-30	30	21	-26	43	
Japon	0,74	0,72	0,84	0,42	0,51	2	-10	31	23	54	105	
Crédit												
Indice Itraxx Main	52,1	54,7	75,6	90,6	75,8	-2,6	-23,5	-38,5	-23,7			
Indice Itraxx Crossover	293,2	302,1	408,2	474,1	395,8	-8,9	-115,1	-180,9	-102,7			

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

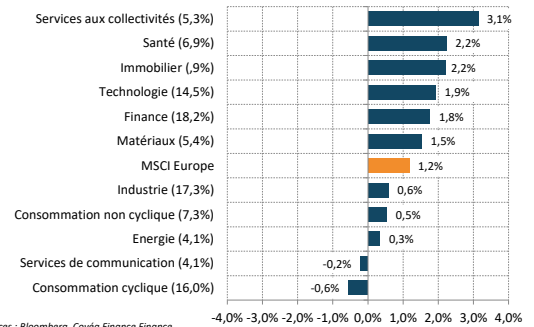
L'analyse des marchés :

Le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse de 1,2% sur la semaine sur fond de baisse des rendements obligataires et de poursuite des publications de résultats des entreprises. Ce mouvement haussier des marchés actions européens a conduit nombre d'indices sur de nouveaux points hauts historiques avec notamment le CAC 40, qui franchit la barre des 8000 points, ou l'Eurostoxx, qui dépasse désormais les 500 points. La baisse des taux d'intérêt permet au secteur des services aux collectivités de signer la meilleure performance à +3,1%, suivi de l'immobilier (+2,2%) et de la santé (+2,2%) qui profite largement de la hausse de Novo Nordisk (+6,4%), tandis que la technologie poursuit son ascension (+1,9%). A l'inverse, la consommation discrétionnaire et les services de communication terminent la semaine en baisse à respectivement -0,6% et -0,2%.

Depuis le début de l'année, le secteur de la technologie, toujours porté par la dynamique de l'Intelligence Artificielle (IA), reste en tête du classement avec une hausse de plus de 20%, surperformant ainsi largement le MSCI Europe qui progresse de 5,1%. A l'opposé, les services aux collectivités restent bons derniers (-6,4%), bien qu'ayant réduit leur retard sur la semaine, derrière l'immobilier en baisse de 4,9%.

Parmi les variations notables de la semaine, le spécialiste des arômes et parfums Symrise (+12,2%) a bénéficié d'une publication de perspectives rassurantes, conformes à ses objectifs moyen-terme notamment en termes de rentabilité. En revanche, Téléperformance, qui souffre actuellement des craintes liées à l'impact négatif de l'IA sur son modèle économique, affiche la plus forte baisse à -22,5% après avoir publié des perspectives de croissance décevantes au titre de l'année 2024.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 01/03/2024 au 08/03/2024 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

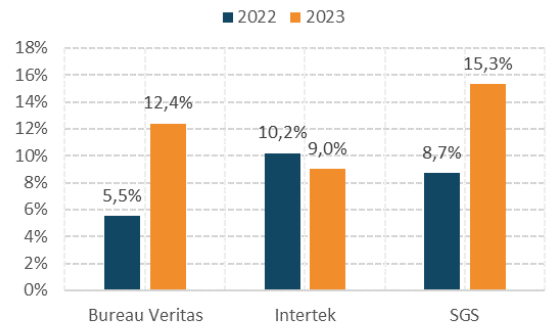
Le Focus de la semaine : L'impact positif du développement des normes en matière de Durabilité et de RSE sur la croissance des entreprises de certification

Depuis de nombreuses années, les acteurs du TIC (Test, Inspection, Certification) développent leur gamme de services afin de répondre aux besoins des entreprises, contraintes d'adapter leurs modèles à un environnement qui change (modèle énergétique, réglementations extra-financières impactant les chaînes de production déjà perturbées, etc.), comme nous l'avons mis en avant lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

La réglementation en Union européenne sur la Durabilité et la Responsabilité Sociétale des entreprises (RSE) renforce les exigences pour les sociétés à l'image des directives : CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), CS3D (Corporate Sustainability Due Diligence Directive) ou encore les normes d'information sur la durabilité ESRS (European Sustainability Reporting Standards). Ces règlements visent à harmoniser et à améliorer la qualité des données extra-financières publiées, tout en élargissant leur champ d'application à un plus grand nombre de sociétés. Ainsi, les entreprises vont devoir s'appuyer sur les services de sociétés spécialisées et accréditées telles que Bureau Veritas, SGS ou Intertek, afin d'intégrer les enjeux du développement durable au sein de leur stratégie tout en mesurant le respect de leurs engagements en matière de RSE. Les acteurs leaders du TIC permettent de répondre à ses obligations grâce à leurs activités de Certification et d'Assurance en proposant des services comme : le contrôle des risques au niveau des chaînes d'approvisionnement, à la collecte, à l'audit de données extra-financières (émissions de CO₂...) ou encore à la formation des équipes aux nouvelles réglementations.

Cette tendance structurelle au renforcement des normes contribue à soutenir la croissance des trois leaders européens qui, après avoir affiché un niveau de croissance moyen de 8% en 2022 puis 12% en 2023 sur leurs activités d'Assurance et de Certification, s'attendent à voir cette dynamique se poursuivre au cours des prochaines années.

Croissance organique des segments Certification/Assurance



Sources : sociétés, Covéa Finance

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	08/03/24	J-7	09/11/23	29/12/23	T-12 mois	J-7	09/11/23	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	164	162	143	153	148	1,1	↑	14,6	↑	10,9	↑
MSCI EMU Mid Cap	991	989	900	966	991	0,3	↑	10,2	↑	0,0	↑
MSCI EMU Small Cap	423	417	382	426	412	1,5	↑	10,7	↑	2,8	↑
MSCI Europe	169	167	150	161	154	1,2	↑	12,3	↑	9,5	↑
France CAC 40	8 028	7 934	7 114	7 543	7 316	1,2	↑	12,9	↑	9,7	↑
Allemagne DAX 30	7 026	6 994	6 075	6 629	6 371	0,4	↑	15,6	↑	10,3	↑
Italie MIB	33 404	32 934	28 644	30 352	27 711	1,4	↑	16,6	↑	20,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 660	7 683	7 456	7 733	7 880	-0,3	↓	2,7	↑	-2,8	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 003	8 970	8 543	8 920	8 880	0,4	↑	5,4	↑	1,4	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

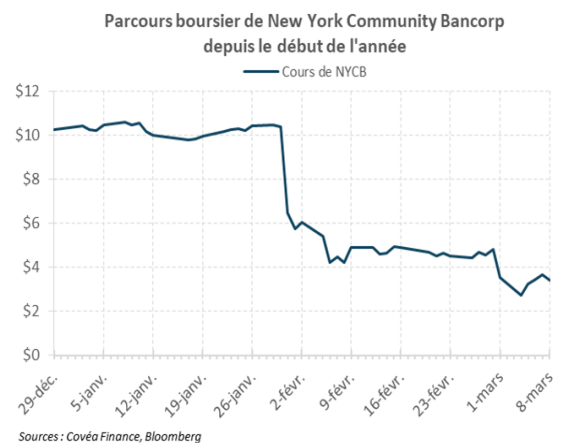
L'analyse des marchés :

En Asie, les indices terminaient la semaine globalement en hausse. Les pays d'Asie du Nord (Taiwan, Corée du Sud) affichaient les meilleures performances, soutenus par les entreprises exposées à la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle. La Corée du Sud bénéficiait aussi de la volonté du gouvernement d'améliorer la gouvernance des entreprises. Le Japon était pénalisé par la remontée du yen contre dollar sur fond de spéculation d'une remontée imminente des taux d'intérêt de la banque centrale japonaise. La Chine était impactée par l'absence de mesures de relances significatives pour atteindre ses objectifs de 5% de croissance. On notera que la Chine a effectué une levée de fonds de plus de \$27 milliards destinés à accélérer le développement de technologies de pointe dans les semi-conducteurs afin de contrer les restrictions américaines.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture en baisse de près de 0,3% pénalisé principalement par des prises de bénéfice sur les grands acteurs technologiques. La contreperformance d'Apple pesait aussi sur le segment technologique après ses mauvaises ventes d'iPhone en Chine et l'amende de 1,8 milliard d'euros pour infraction à la concurrence sur le marché de la musique infligée par la commission européenne. La consommation cyclique était pénalisée par Tesla face aux inquiétudes sur la concurrence électrique chinoise, d'éventuelles nouvelles baisses de prix et l'arrêt de son site de production allemand après un sabotage. A l'inverse, les services publics et l'immobilier bénéficiaient de la baisse des rendements obligataires. Les matériaux et l'énergie étaient soutenus par la réaccélération des exportations en Chine. Dans le cadre de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, Intel pourrait recevoir \$3,5 milliards du gouvernement américain pour la production de puces avancées dans le domaine militaire et du renseignement. Cela serait la troisième subvention axée sur la sécurité nationale après BAE Systems (\$35 millions) et Global Foundries (\$1,5 milliard) accordée par les autorités américaines ces derniers mois.

Le Focus de la semaine : Les difficultés de la New York Community Bancorp (NYCB) se sont accélérées au cours des dernières semaines.

Elles font suite à l'annonce du décalage de la publication du rapport financier détaillé (10K), ainsi qu'à des rumeurs d'augmentation de capital apparues en milieu de semaine. Pour rappel, en 2023, NYCB avait repris une partie des actifs de la Signature Bank, elle-même en faillite. Les activités reprises consistaient essentiellement en des prêts industriels et commerciaux, ainsi qu'en un réseau d'une quarantaine d'agences bancaires. Les difficultés récentes de NYCB ne sont pas directement liées à cette reprise, mais reposent sur des expositions antérieures : une forte présence sur l'immobilier de bureaux à New York, ainsi qu'une part importante de son bilan exposé sur le financement d'immeubles de logements collectifs (50% du total de bilan). Ces deux segments sont affectés par la baisse des prix des immeubles consécutive à la hausse du taux de vacance et à la réglementation new-yorkaise qui interdit toute hausse des loyers. Au total, les besoins de provisions pour créances douteuses sont en forte hausse et font peser le risque d'un impact négatif sur les fonds propres. Pour pallier rapidement ce risque, la banque a été recapitalisée pour un montant de 1,05 milliard de dollars par l'intervention de fonds de Private Equity, dont les responsables ne sont autres que Steve Mnuchin (responsable du Trésor américain sous Trump) et Joseph Otting (ancien responsable de l'Office of The Comptroller of the Currency, une instance de régulation bancaire directement rattachée au Trésor). Alors que les négligences des régulateurs américains ne peuvent pas être ignorées dans les déboires de cette banque (défaut de vigilance sur l'adéquation de ses réserves et de sa liquidité au moment de son passage dans la catégorie des banques à plus de \$100 milliards d'actifs), il peut paraître cynique que les « sauveurs » d'aujourd'hui soient les régulateurs d'hier alors qu'ils ont eux-mêmes œuvré pour une réduction des exigences réglementaires des banques durant leurs mandats respectifs !



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	08/03/24	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 124	5 137	4 347	3 840	3 862	-0,3 ↓	17,9 ↑	33,4 ↑	32,7 ↑	-1,2 ↓	14,9 ↑	30,6 ↑	29,1 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	38 723	39 087	33 892	33 147	31 910	-0,9 ↓	14,3 ↑	16,8 ↑	21,4 ↑	-1,9 ↓	11,4 ↑	14,3 ↑	18,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	16 085	16 275	13 521	10 466	11 139	-1,2 ↓	19,0 ↑	53,7 ↑	44,4 ↑	-2,1 ↓	16,0 ↑	50,4 ↑	40,5 ↑
Japon Nikkei 300	586	570	496	401	425	2,7 ↑	18,0 ↑	46,1 ↑	37,9 ↑	3,9 ↑	18,5 ↑	27,5 ↑	23,2 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 642	2 642	2 427	2 280	2 395	0,0 →	8,9 ↑	15,9 ↑	10,3 ↑	-0,1 ↓	5,6 ↑	7,6 ↑	7,4 ↑
Chine - Shanghai	3 046	3 027	3 053	3 089	3 230	0,6 ↑	-0,2 ↓	-1,4 ↓	-5,7 ↓	-0,1 ↓	-1,1 ↓	-7,7 ↓	-11,7 ↓
Hong Kong Hang Seng	16 353	16 589	17 511	19 781	19 320	-1,4 ↓	-6,6 ↓	-17,3 ↓	-15,4 ↓	-2,2 ↓	-9,1 ↓	-19,3 ↓	-17,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 037	1 025	956	956	955	1,2 ↑	8,5 ↑	8,4 ↑	8,6 ↑	0,3 ↑	5,8 ↑	6,1 ↑	5,6 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les télécommunications en Europe : vers une réglementation plus adaptée à l'ère numérique ?

Le Mobile World Congress (MWC), l'événement le plus important et le plus influent de l'industrie de la connectivité, a été marqué cette année par une table ronde réunissant les dirigeants des quatre plus importants opérateurs de télécommunications en Europe. Ces derniers ont discuté des défis auxquels leur secteur est confronté comme ceux liés à la structure du marché, aux besoins d'investissements ou aux contraintes réglementaires. Quelques exemples: 60 % des opérateurs européens ne génèrent pas suffisamment de revenus pour couvrir leurs dépenses d'investissement; le manque de cohésion au niveau européen conduit à des enchères longues et coûteuses pour l'attribution des fréquences 5G; la réglementation européenne concernant les consolidations a un impact négatif sur la rentabilité des opérateurs.

En termes de nombre d'opérateurs, le marché des télécommunications en Europe se distingue nettement des marchés américains et japonais. En 2023, l'Europe comptait 45 grands groupes d'opérateurs mobiles avec plus de 500 000 clients, contre seulement 8 aux États-Unis et 4 au Japon. Cette fragmentation du marché influence le Revenu Moyen Par Utilisateur (ARPU). Ainsi, en 2022, l'ARPU était de 15,0 euros en Europe, contre 42,5 euros aux États-Unis et 25,9 euros au Japon.

Le ARPU plus bas en Europe contribue à réduire la rentabilité des entreprises et à augmenter l'intensité de leurs investissements, exprimée en dépenses d'investissement divisées par le chiffre d'affaires. Ainsi, en 2022, l'intensité des investissements pour les entreprises était de 17 % en Union européenne, contre 14 % aux États-Unis et 10 % au Japon, à comparer aux dépenses d'investissement par habitant qui s'élevaient à 109,1 euros en Europe, 240,3 euros aux États-Unis et 270,8 euros au Japon. Ce déficit en termes de dépenses d'investissements pourrait entraver la compétitivité de l'Union européenne et contribuer au retard technologique sur les principales innovations en matière de réseau, notamment la 5G autonome¹, l'Open RAN, le cloud et le cloud de périphérie (« edge cloud »).

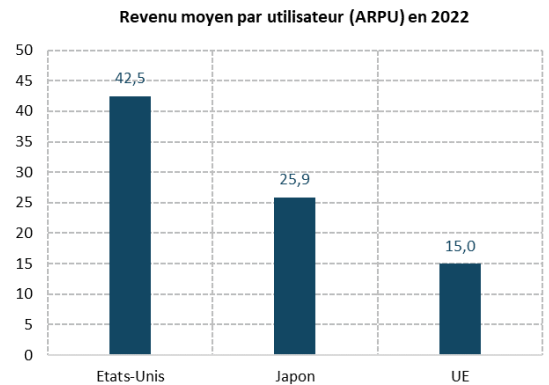
Dans le but de répondre aux problématiques du secteur des télécommunications, la Commission européenne a publié un livre blanc sur l'avenir des télécommunications le 21 février 2024. Ce livre présente une série d'initiatives pour favoriser l'innovation, la sécurité et la résilience des infrastructures numériques en Europe. Il constitue également un premier pas vers un assouplissement du cadre législatif actuellement en vigueur pour limiter les concentrations entre les acteurs des télécoms et du numérique.

L'objectif est ainsi de créer un marché unique des télécommunications en favorisant les concentrations transfrontalières et l'émergence d'opérateurs paneuropéens. À noter que le livre ne mentionne pas la potentielle mise en place d'une taxe sur les GAFAM², qui représentent environ 55 % du trafic Internet généré en Europe, pour le déploiement de la 5G et du haut débit.

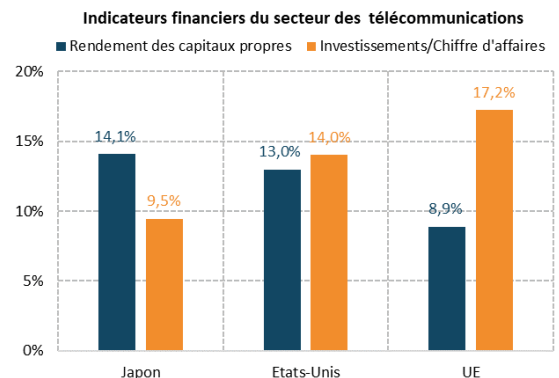
Les propositions devront faire l'objet de discussions avec les législateurs, les acteurs du secteur et leurs clients. Dans cette optique, la Commission européenne a initié une consultation publique et recueillera, jusqu'au 30 juin 2024, les avis de toutes les parties prenantes. Ce processus permettra de définir les contours définitifs de sa réglementation sur les réseaux numériques. Il représente une première étape dans la mise en place d'un cadre réglementaire visant à promouvoir l'innovation dans le secteur numérique et reflétant les besoins et préoccupations des acteurs du secteur.

(1): La 5G autonome ou la 5G SA est un réseau qui utilise un cœur de réseau 5G, ce qui signifie qu'il n'est pas dépendant de la 4G LTE.

(2): GAFAM est un acronyme qui désigne cinq grandes entreprises américaines du web, c'est-à-dire Google (Alphabet), Apple, Facebook (Meta), Amazon et Microsoft.



Sources: ETNO, Covéa Finance. Note: en euros.



Sources: S&P Capital IQ, Covéa Finance. Note: Sociétés avec une capitalisation boursière supérieure à 1 Md€. Exercice fiscal le plus récent. Aux Etats-Unis sont incluses les sociétés AT&T, Verizon Communications et T-Mobile.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier

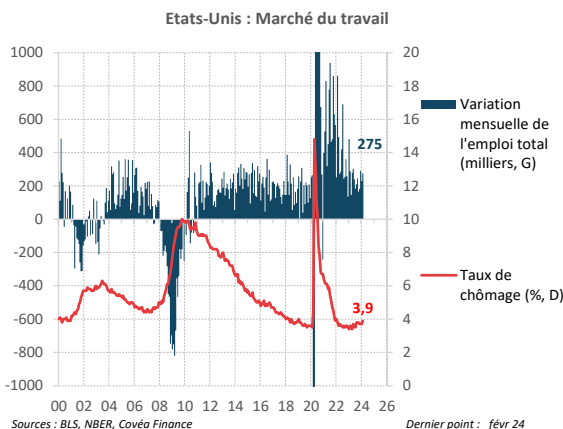


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le rythme des créations d'emploi demeure soutenu »

Le rapport d'emploi de février témoigne de la résistance du marché du travail. Le rythme des embauches est resté solide avec 275 000 postes sur le mois, après 229 000 en janvier (353 000 en première estimation) et 290 000 en décembre (333 000 précédemment). Ces fortes révisions baissières amoindrissent l'hypothèse d'une réaccélération qui avait émergé suite au rapport de janvier, mais force est de constater que la croissance de l'emploi demeure soutenue en ce début d'année. Les secteurs les plus pourvoyeurs en emploi en février ont une nouvelle fois été l'éducation et santé (75 000), les loisirs et le tourisme (58 000) et l'emploi public (52 000). La tendance dans le secteur manufacturier reste morose, avec 4 000 destructions de postes, après 8 000 créations en janvier (23 000 en première estimation). Dans la construction en revanche, les embauches demeurent bien orientées (23 000). La timide progression du salaire horaire (+0,1% en glissement mensuel) peut être vue comme le contrepoint du bond enregistré en janvier (+0,5%), qui reflétait vraisemblablement un effet exceptionnel lié aux intempéries (voir suivi hebdomadaire du 5 février 2024). **La croissance annuelle du salaire horaire ralentit ainsi légèrement à 4,3%, un rythme encore élevé.** Suite aux mauvaises conditions météorologiques de janvier, le nombre d'heures travaillées rebondit (34,3 heures après 34,4), entraînant une hausse de 0,4% sur le mois du salaire hebdomadaire. Malgré des embauches solides, le taux de chômage augmente à 3,9% contre 3,7% en janvier, ce qui rend compte d'une divergence entre l'enquête réalisée auprès des ménages (dont le taux de chômage est tiré) et celle réalisée auprès des entreprises (dont sont tirées les créations d'emploi). Le taux de participation est stable à 62,5%. Si ce rapport comporte des signaux contrastés, la tendance décrite reste celle d'une économie résistante ce qui devrait permettre à la Réserve fédérale de maintenir son approche patiente pour assouplir sa politique monétaire.



Par ailleurs, l'enquête JOLTS publié par le BLS (Bureau des Statistiques du Travail) fait part d'une légère baisse du nombre d'emploi à pourvoir qui passe de 8,89 millions à 8,86 millions. On note depuis quelques mois une stabilisation sur ces niveaux, qui restent largement supérieurs aux niveaux d'avant crise. Le ratio offre sur demandeur d'emploi repart en légère hausse à 1,45. Ces éléments suggèrent une demande de main d'œuvre encore robuste en ce début d'année.

L'indicateur d'enquête ISM services a reculé en février, passant de 53,4 points à 52,6, un niveau qui renvoie à une croissance modérée de l'activité. Les sous-composantes de l'indice sont mitigées : le niveau d'activité progresse à 57,2, tout comme les nouvelles commandes à 56,1 (au plus haut depuis août). En revanche, l'emploi passe en zone de contraction à 48 et les délais de livraisons se réduisent (48,9), ce qui peut toutefois être vu favorablement au regard des inquiétudes sur les approvisionnements en lien avec les tensions géopolitiques. La composante prix payés se modère à 58,6 points, un niveau qui demeure toutefois élevé. Plus généralement, les indicateurs dans les services restent mieux orientés que ceux du secteur manufacturier qui font état d'une poursuite de la contraction de l'activité en ce début d'année.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Services	Indice févr.-24	52,6	53,4	56,1	52,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA% janv.-24	-2,0	1,8	12,5	0,9
Taux de chômage	% de la pop. active févr.-24	3,9	3,7	3,6	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers févr.-24	275	229	377	251
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA% févr.-24	4,3	4,4	5,4	4,5
Importations	Val, NCVS, GA% janv.-24	-0,3	-2,1	14,6	-4,9
Exportations	Val, NCVS, GA% janv.-24	-2,9	0,0	17,5	-2,2

* Du 04/03/2024 au 10/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Le Beige Book fait part d'une légère croissance de l'activité sur la période allant de début janvier au 26 février. Le rapport note que les dépenses de consommation ont reculé au cours des dernières semaines, ce qui corrobore les données de ventes au détail et de consommation de janvier. Dans le secteur manufacturier, l'activité est restée atone. En ce qui concerne les prix, les pressions haussières ont persisté, mais plusieurs districts ont fait état d'un relâchement de l'inflation.

L'audition de Jerome Powell au Congrès n'a rien apporté de nouveau par rapport à ses récentes déclarations. Le Président de la Réserve fédérale s'est contenté de dire qu'il sera probablement opportun de réduire les taux directeurs à un moment ou à un autre cette année, sans plus de précision. Pour le moment, **M Powell estime que le comité a besoin d'« un peu plus » de preuve d'une convergence vers 2% de l'inflation pour baisser les taux directeurs**, ce qui laisse ouverte la possibilité d'une action au premier semestre.

Sur le plan budgétaire, le Congrès a finalement approuvé une loi de financement de 460 Mds\$ pour une partie des agences fédérales et ministères (agriculture, justice, transport...) dont le financement arrivait à échéance le 8 mars. Ces administrations pourront ainsi fonctionner jusqu'à la fin de l'année fiscale, le 30 septembre. Un second texte doit être adopté dans les prochains jours pour financer les administrations dont le financement se termine le 22 mars, et ainsi éviter une fermeture des activités du gouvernement fédéral.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

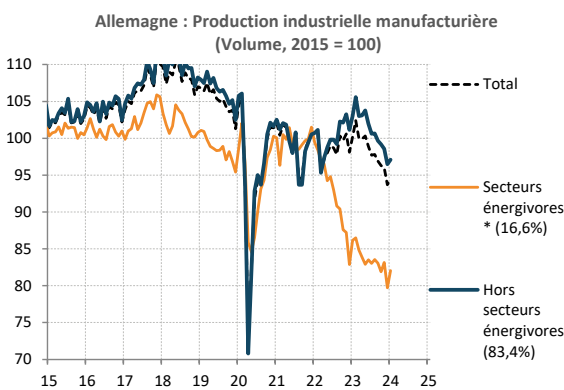


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'industrie allemande continuer à peser sur l'activité économique »

Alors qu'elle a entamé, en octobre dernier, une enquête formelle sur le subventionnement des véhicules électriques en Chine, **la Commission européenne a décidé d'immédiatement entamer un enregistrement systématique des véhicules importés de Chine, ce qui permettra, en fonction des résultats de l'enquête, de les taxer rétroactivement.** Les importations de ces véhicules électriques ont augmenté de 14% depuis l'ouverture de l'enquête de la Commission, et cette dernière considère avoir déjà des éléments solides démontrant un subventionnement illégal du secteur. L'enquête doit se poursuivre jusqu'en novembre, mais des taxes à l'importation peuvent être appliquées dès le mois de juillet.



Sources : DeStatis, Datastream, Covéa Finance
 *Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques
 Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point janv 2024

Après le gouvernement, plusieurs instituts de conjoncture allemand ont révisé en nette baisse leur prévision de croissance économique en 2024. **Ils mettent en avant des raisons conjoncturelles à l'atonie de l'activité économique (environnement extérieur, inflation, taux d'intérêt), mais ils évoquent aussi des faiblesses structurelles, dans le secteur de la construction et dans l'industrie.** La production dans ce dernier secteur a rebondi de 1,0% en janvier par rapport au mois précédent, sans empêcher que son recul sur un an s'amplifie : à -5,5%, il s'agit de la plus forte baisse sur douze mois depuis la pandémie de Covid-19. Plus erratique à court terme depuis quelques temps, l'activité a rebondi de 2,8% en séquentiel dans les industries les plus énergivores, mais elles restent en recul de 1,4% sur trois mois et de 4,9% sur un an. Par ailleurs, alors que l'IW estimait, en début de semaine, que la mise en œuvre de promesses de campagne de Donald Trump s'il était à nouveau élu cette année pourrait coûter 3,5% de PIB à l'Allemagne, l'Ifo estime que les exportations allemandes ne devraient pas en souffrir de manière significative.

Outre le commentaire de l'examen de la politique monétaire par les banquiers centraux européens (cf. infra), Christine Lagarde a confirmé les informations données par Reuters la semaine dernière : **la revue du cadre opérationnel de la politique monétaire pourrait être finalisée dès la semaine prochaine et les décisions prises seraient annoncées à l'issue de la réunion du Conseil des gouverneurs du 13 mars.**

Au Royaume-Uni, le gouvernement de Rishi Sunak a dévoilé son budget, alors que le Parti Conservateur peine à remonter dans les sondages. Le Ministre des Finances Jeremy Hunt disposait d'une marge de manœuvre budgétaire de 10Mds£ pour chacune des deux prochaines années fiscales, notamment grâce à la baisse des taux souverains, qui a permis de réduire la charge de la dette de manière plus importante qu'initialement

estimée. Sans surprise, le gouvernement a décidé d'utiliser cette manne budgétaire en faveur du pouvoir d'achat des ménages, à quelques mois des élections. Ainsi, le taux de cotisation à l'assurance nationale pour les travailleurs passera de 10% à 8%. Par ailleurs, le gel de la taxe sur les carburants sera maintenu une année supplémentaire. Mais le budget a également introduit des changements dans le régime fiscal des « résidents non domiciliés ». Jusqu'à maintenant, les résidents dont le domicile fiscal n'est pas situé au Royaume-Uni n'étaient pas imposés sur leurs revenus étrangers tant que ceux-ci n'étaient pas rapatriés. J. Hunt a décidé d'abolir ce régime fiscal à partir d'avril 2025. Les nouveaux arrivants seront néanmoins exemptés de l'impôt britannique sur les revenus non-britanniques pendant quatre ans. Les prévisions de déficit et de dette publics sont restées quasi-inchangées par rapport aux dernières estimations de novembre : 98,8% pour la dette publique et 3,1% pour le déficit public (en pourcentage du PIB) pour l'année fiscale 2024-2025.

Eloïse Girard-Desbois
 Economiste



Jean-Louis Mourier
 Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus Europe : Pas de baisse des taux de la BCE avant juin

Comme attendu, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de maintenir ses taux directeurs à respectivement 4,00% pour la facilité de dépôt, 4,50% pour les opérations ordinaires de refinancement et 4,75% pour la facilité marginale de prêts. De même, le projet de réduire de 7,5Mds€ par mois, en moyenne, l'encours du PEPP au deuxième semestre de cette année ainsi que l'intention de cesser totalement les réinvestissements au titre de ce programme après la fin de cette année ont été confirmés.

La croissance est attendue plus faible que précédemment cette année, mais les perspectives de reprise sont réaffirmées. Les prévisions d'inflation ont été revues en baisse plus marquée, avec notamment un retour de l'inflation sous-jacente à 2,0% à l'horizon de prévision.

Mais « sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre cet objectif. » La longueur de cette durée dépendra de la tendance de l'inflation et de l'inflation sous-jacente ainsi que de l'évaluation de la transmission de la politique monétaire. L'accent est mis sur les risques à la baisse en ce qui concerne les perspectives économiques, mais à la hausse sur l'inflation en provenance des tensions au Proche-Orient mais aussi des tensions salariales et de l'absence de leur absorption par la compression des marges des entreprises.

Prévisions économiques de la Banque Centrale Européenne (en %) - Mars 2024					
	2022	2023	2024	2025	2026
Variation du PIB (volume)	3,4	0,5	0,6	1,5	1,6
Prévision de décembre 2023	3,4	0,6	0,8	1,5	1,5
Taux de chômage	6,7	6,5	6,7	6,6	6,6
Prévision de décembre 2023	6,7	6,5	6,6	6,5	6,4
Inflation	8,4	5,4	2,3	2,0	1,9
Prévision de décembre 2023	6,7	5,4	2,7	2,1	1,9
Inflation sous-jacente	3,9	4,9	2,6	2,1	2,0
Prévision de décembre 2023	3,9	5,0	2,7	2,3	2,1

Source : Banque Centrale Européenne, Covéa Finance

Globalement, les banquiers centraux européens se montrent satisfaits de la poursuite de la baisse de l'inflation. Ils estiment qu'elle devrait se poursuivre, mais ils ont besoin d'éléments supplémentaires prouvant, à leurs yeux, que le mouvement est solide et durable.

De ce point de vue, ils ne disposeront lors de la prochaine réunion que de peu de données en plus sur les thématiques qui les préoccupent. Il faudra donc attendre le mois de juin pour qu'ils disposent de suffisamment de nouvelles informations pour discuter d'une éventuelle amorce de baisse des taux directeurs européens. La décision dépendra alors de la teneur des statistiques qui seront publiées d'ici là.

Une question a été posée sur la sensibilité des banques européennes à l'immobilier commercial. Luis de Guindos a répondu que l'exposition globale du système bancaire européen est faible (environ 5% de l'actif), mais que cette moyenne cache des disparités importantes, quelques banques faisant l'objet d'une surveillance particulière. De plus, les banques ont des engagements sur des agents financiers non-bancaires eux-mêmes financeurs du secteur de l'immobilier commercial.

Interrogé au lendemain de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, François Villeroy de Galhau a simplement déclaré que les taux directeurs de la BCE seront probablement abaissés au printemps, précisant que le printemps durait d'avril au 21 juin.

Jean-Louis Mourier
Economiste



Focus Asie : session annuelle de l'Assemblée nationale populaire de Chine

La session annuelle de l'Assemblée nationale populaire de Chine (ANP) s'est tenue du 5 au 11 mars. L'ANP est le Parlement chinois doté d'une seule chambre composée de 2980 députés. Si le pouvoir législatif est largement délégué au Comité permanent de l'Assemblée nationale populaire et ses 170 députés, les réunions annuelles de l'ANP sont davantage l'occasion pour le gouvernement de présenter les résultats de l'année précédente, de fixer les grandes orientations politiques pour l'année suivante et de désigner les principaux dirigeants du pays. Comme tous les organes de l'État, l'ANP est placée sous la direction du Parti communiste chinois.

L'objectif de croissance du PIB pour 2024 est à « environ 5% », comme l'an passé. Toutefois, les effets de rattrapage postpandémie, qui ont tiré la croissance en 2023, se sont largement dissipés, rendant la cible plus ambitieuse pour 2024 – le consensus des prévisions sur la croissance du PIB est à 4,6% pour cette année.

Sur le plan budgétaire, les autorités n'ont pas indiqué d'impulsion significative par rapport à l'an passé. La cible pour le déficit public officiel est restée inchangée à 3% du PIB. En 2023, l'annonce exceptionnelle d'un budget rectificatif à mi-année s'était toutefois traduite par un déficit plus élevé que la cible initiale, à environ 3,8% du PIB. L'objectif d'émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux (principalement destinées aux financements des projets d'infrastructures) sera porté à 542 Mds\$ contre 528 Mds\$ l'an passé. En outre, le Premier ministre a également évoqué de nouvelles obligations spéciales « ultra-longues » qui seront émises par le gouvernement central, d'une valeur de 141 Mds\$ en 2024 mais dont l'allocation reste assez vague. Le gouvernement a uniquement indiqué que ces fonds seront destinés à la mise en œuvre de stratégies nationales majeures et au renforcement des capacités en matière de sécurité. Le budget officiel de la Défense sera augmenté de 7,2% pour atteindre 231 Mds\$ (soit 3 à 4 fois moins que le budget de la Défense des Etats-Unis).

Le gouvernement continue de mettre l'accent sur la qualité de la croissance. Les grandes orientations politiques restent surtout axées sur (i) la modernisation de l'industrie ; (ii) le soutien à la demande, notamment via des aides à l'achat de véhicules électriques et un meilleur accès aux services de garde d'enfants et de soin pour les personnes âgées ; (iii) un soutien « raisonnable » au secteur immobilier, notamment en favorisant l'accès à des financements pour les promoteurs.

Sur le plan monétaire, la cible d'inflation a été maintenue à 3%, comme lors des trois dernières années. Le maintien d'une inflation bien inférieure au cours des dernières années semble néanmoins indiquer que cet objectif n'est pas prioritaire pour les autorités qui n'ont pas fait évoluer leur communication sur la politique monétaire.

Louis Martin
Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Asie

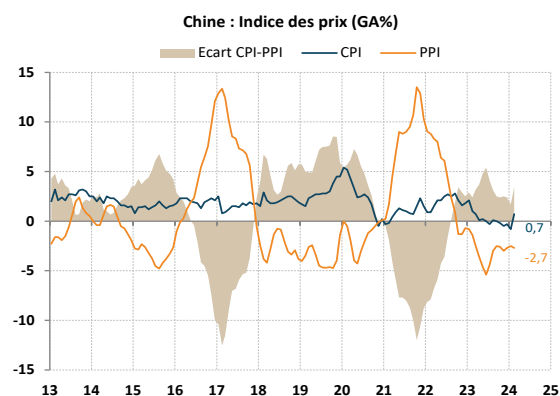
« Les exportations chinoises progressent, soutenues par les marchés émergents »

Le commerce extérieur chinois gagne en dynamisme début 2024. La croissance des exportations s'est largement accélérée pour atteindre 7,1% en glissement annuel (GA) sur les mois de janvier et février (les données des deux mois sont publiées ensemble pour limiter la volatilité liée au nouvel an lunaire) contre 2,3% en décembre. Cette progression reflète essentiellement le dynamisme des exportations vers les marchés émergents, tels que l'Afrique (+21% en GA), l'Amérique latine (+20,6%) et l'Inde (+12,8%). Les exportations continuent également de progresser à destination de la Russie (+12,5%) mais à un rythme plus modéré, après deux années de fortes hausses. En revanche, les exportations demeurent en contraction vers l'UE et le Japon et le redressement des exportations vers les Etats-Unis reste loin d'effacer le déclin des derniers trimestres. Ces données semblent donc illustrer les efforts de la Chine pour trouver de nouveaux débouchés pour sa production dans les pays émergents alors que les tensions géopolitiques limitent l'accès aux marchés occidentaux et que la demande domestique reste limitée. Par produits, les exportations de véhicules, qui ont tiré le commerce chinois en 2023, se modèrent alors que celles

d'appareils médicaux et de produits électroniques (dont en particulier les circuits intégrés) sont particulièrement dynamiques début 2024. Les importations chinoises gagnent également en dynamisme avec une croissance de 3,5% en GA en janvier-février, contre 0,2% en décembre, notamment tirées par la vigueur des importations de pétrole brut. En revanche, les importations de charbon se modèrent, affectées par l'introduction d'une hausse de droits de douane début janvier.

De plus, l'inflation se redresse en Chine à 0,7% en GA en février, après -0,8% en janvier. Néanmoins, cette vigueur semble surtout s'expliquer par l'effet du décalage du Nouvel An chinois – en février en 2024 mais en janvier en 2023. La hausse s'est généralisée aux différentes composantes du panier de prix mais a été surtout marquée au niveau des prix de l'alimentation (de -5,9% en GA en janvier à -0,9% en février). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) atteint 1,2%, après 0,4% en janvier, notamment soutenue par les services qui ont bénéficié d'une demande plus forte durant les fêtes. Ces données ne permettent pas encore de conclure à une levée des tensions déflationniste en Chine, comme l'illustre l'indice des prix à la production qui affiche un recul encore plus marqué en février à -2,7% contre -2,5% en janvier.

Au Japon, la vigueur des salaires pourrait favoriser un léger retrait de l'assouplissement monétaire de la Banque du Japon (BoJ) dans les prochains mois. La croissance des salaires a atteint 2% en GA en janvier contre seulement 0,8% en décembre. En revanche, cette accélération reflète surtout la progression des « paiements spéciaux », une composante volatile qui comprend surtout les primes. La croissance des salaires contractuels est restée stable à 1,4% en GA, soit une dynamique particulièrement vigoureuse au regard des 30 dernières années. Au cours des prochains mois, cette croissance pourrait être soutenue par les résultats des négociations salariales de



Source : Covéo Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Salaires	CVS, GA%	janv.-24	2,0	0,8	1,7	1,2
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	févr.-24	0,7	-0,8	2,0	0,2
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	févr.-24	1,2	0,4	0,9	0,7
CH	Exportations	Val, NCVS, GA%	janv./fév. 24	7,1%	2,3%	7,1	-5,1
	Importations	Val, NCVS, GA%	janv./fév. 24	3,5%	0,2%	0,7	-5,5

*Du 04/03/2024 au 10/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

printemps. La Confédération des syndicats japonais (Rengo) a indiqué que la hausse demandée par les syndicats qu'elle représente sera en moyenne de 5,9%, soit une nette hausse après 4,5% demandé en 2023 – les négociations avaient abouti à une hausse de 3,6%. Les premiers résultats des négociations publiés le 15 mars seront scrutés de près par les membres de la BoJ en amont de leur réunion du 18-19 mars.

En Australie, la croissance du PIB poursuit son ralentissement pour atteindre 0,2% en glissement trimestriel au 4ème trimestre 2023. Malgré la vigueur des salaires, la consommation des ménages reste pénalisée par des taux d'intérêt élevés et l'inflation qui, malgré une récente modération, reste élevée. La dynamique des investissements s'est également modérée mais la balance commerciale a soutenu la croissance en lien avec la baisse des importations.

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.