

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

11 décembre 2023

Plus de vert dans les fonds ISR

Le 7 novembre, le ministre de l'Économie, des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique a présenté les grands principes d'une réforme du label Investissement socialement responsable (ISR). Créé en 2016, ce label permet de distinguer les fonds mettant en œuvre une méthodologie robuste d'investissement en matière de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Cette appellation est une référence installée pour les produits d'épargne et la finance durable en France.

La refonte du dispositif prévoit que les fonds labellisés ISR ne pourront plus investir dans les sociétés lançant de nouveaux projets d'exploration, d'exploitation ou de raffinage de combustibles fossiles qu'ils soient conventionnels ou non conventionnels. À partir du 31 mars 2025, toutes les entreprises du secteur des énergies fossiles seront désormais exclues des actifs pouvant être financés par les fonds labellisés. Ce durcissement des règles d'exclusion est sensé renforcer la crédibilité du label ISR.

Le label ISR représente aujourd'hui environ 770 milliards d'euros d'encours avec près de 1 200 fonds labellisés ISR. 45% d'entre eux seraient exposés aux énergies fossiles, pour une valeur d'actifs d'environ 7 milliards d'euros. L'univers d'investissement se réduira donc pour ces fonds d'une part avec le nouveau champ d'exclusion préalablement cité, et d'autre part avec la mise en œuvre d'une sélectivité accrue réduisant de 30% l'univers investissable contre 20% auparavant.

La refonte du label incorpore deux axes majeurs complémentaires. Les sociétés de gestion de fonds labellisés devront s'assurer de limiter les incidences de leurs investissements en matière environnementale, sociale ou de gouvernance en recourant à des indicateurs ad hoc. Le second axe concerne l'intégration d'une politique climat dans la gestion des fonds labellisés. Devant ces nouvelles exigences, l'univers des fonds labellisés pourrait se réduire, particulièrement pour ceux ayant une implication importante dans les secteurs d'activités nouvellement exclus.

Afin d'évaluer plus finement les impacts sur leur gamme, les acteurs de la gestion d'actifs attendent la finalisation de la réforme qui contiendra les règles définitives. Ces dernières répondront aux interrogations en suspens notamment en matière d'extension de la règle d'exclusion à d'autres secteurs comme les équipements et services pétroliers et gaziers. Les nouveaux fonds candidats au label ISR devront s'y conformer à partir du 1er mars 2024, date d'entrée en vigueur du nouveau référentiel. Face aux enjeux de souveraineté, la volonté politique de verdir à tout prix l'économie et la finance, pourrait s'avérer coûteuse pour les entreprises, une thématique que nous développons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Xavier Simler

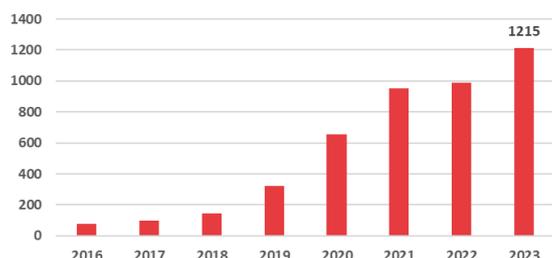
Responsable du pôle Multigestion



Focus de la semaine

« Un label ISR en pleine expansion »

Evolution du nombre de fonds label ISR depuis 2016



Source : Estimations Covéa Finance, Label ISR

Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	08/12/23	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,076	1,067	1,056	0,9	2,0
€ / £	0,858	0,873	0,863	-1,7	-0,6
€ / Yen	156,05	161,46	144,27	-3,4	8,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	76	80	76	-5,2	-0,4
Indice CRB*	523	534	559	-1,9	-6,4
Prix de l'once d'Or	1 998	1 970	1 789	1,4	11,7
Prix de la tonne de cuivre	8 449	8 147	8 543	3,7	-1,1
Indice Baltic Dry**	2 483	1 598	1 385	55,4	79,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1032	1030	1138	0,2	-9,3

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 :

Sur la semaine, les rendements sont en baisse en Europe et stables aux Etats-Unis. Dans le détail, ils évoluent en deux temps, d'abord à la baisse. La diminution des rendements fait suite à la publication de statistiques macroéconomiques mal orientées et à la diminution du prix du pétrole. En Zone Euro, ce mouvement est plus prononcé sur les parties longue et très longue de la courbe ce qui contribue à un aplatissement marqué des courbes, de 10 pbs sur la partie 2 - 10 ans et la partie 10 - 30 ans. Sur la maturité 10 ans, les taux souverains touchent jeudi en séance un point bas sur l'année à 2,16% pour l'Allemagne, 2,69% pour la France et 3,91% pour l'Italie. Le taux américain retourne à 4,10% après avoir touché 5,2% au plus haut de l'année en octobre. Le mouvement s'inverse en fin de semaine à la suite de la publication des chiffres de l'emploi aux Etats-Unis qui témoignent des tensions encore présentes sur le marché du travail. Les propos tenus par le gouverneur de la Banque du Japon, ouvrant la voie à une possible hausse des taux directeurs, contribuent également à ce mouvement de hausse. Le taux à 10 ans aux Etats-Unis termine à 4.23%. Les taux français et allemand clôturent respectivement à 2.83% et 2.28%.

Sur le marché du crédit, les émissions primaires se tarissent à l'approche de la fin d'année. Les primes de risque baissent en moyenne, pour la catégorie investissement de 2 pbs à 144 pbs, soit un taux de rendement de 3,72%, et, pour la catégorie haut rendement de 12 pbs à 427pbs correspondant à un taux de rendement de 6,55%.

Le Focus de la semaine : Obligations indexées à l'inflation : un gisement en voie d'extinction ?

Le 22 novembre 2023, le Trésor allemand, Deutsche Finanzagentur, a annoncé sa décision d'arrêter d'émettre des obligations indexées à l'inflation à partir de 2024. Il met fin à une courte histoire, débutée avec les premières émissions de ce type en 2006. L'Allemagne n'aura réalisé que sept émissions pour un montant total de 114 Mds€ dont 66,2 Mds€ sont toujours en circulation, alors même qu'un précédent Président du Trésor allemand, Carl Heiz Daube, assurait en 2012 que l'Allemagne continuerait d'émettre régulièrement et serait un partenaire de confiance de ce segment de marché. La maturité la plus longue émise arrivera à échéance en 2046. Les obligations allemandes indexées représentent actuellement 11% du gisement des obligations d'Etat indexées à l'inflation libellées en euros. A l'origine, le gouvernement allemand a eu recours aux obligations indexées comme un instrument de plus au service de son financement. La part des obligations indexées à l'inflation dans le financement du pays a progressé jusqu'à représenter près de 5%. Toutefois, Tammo Diemmer, membre du Conseil d'Administration du Trésor allemand, déclarait en novembre 2023 que sur le long terme, les avantages économiques de ces titres sont désormais contrebalancés par les risques associés : les coûts de financement élevés et l'incertitude pour la planification du budget du gouvernement fédéral. Des propos également relayés par le ministre des Finances, Christian Lindner. En effet, entre 2014 et 2020, la configuration de marché favorable aux obligations indexées avait permis à l'Etat allemand de réduire sa charge de la dette en empruntant à un coût inférieur à celui des obligations à taux fixe. Or, depuis 2021, la hausse du niveau de l'inflation a entraîné un surcoût à la défaveur des obligations indexées. L'annonce intervient juste après que la décision de la Cour de Karlsruhe ait contraint le gouvernement à revoir son budget pour l'année 2024.

Si la déclaration de l'arrêt des émissions n'a eu aucun impact sur le marché, elle signale un recul de plus pour cette classe d'actifs. La décision du gouvernement allemand s'inscrit dans le sillage de celle du gouvernement du Royaume-Uni qui a choisi dès 2017 de ne plus émettre que 11% de son besoin de financement annuel sous ce format. Le gouvernement a réduit ainsi graduellement la part de son endettement indexé de 30% à 25%, à fin 2023. Néanmoins, il conserve toujours la part de financement indexée à l'inflation la plus importante au monde. Cette singularité est le reflet de l'indexation à l'inflation des régimes de retraites à prestations définies britanniques qui représentent une demande naturelle pour cette classe d'actifs.

Les autres gouvernements, émetteurs d'obligations indexées à l'inflation, n'ont réalisé aucune annonce sur ce sujet et poursuivent leur programme d'émission. Le financement indexé à l'inflation représente 7% aux Etats-Unis, 10% en France et 10% en Italie.

Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)						
	08/12/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y						
Taux directeurs																	
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,00	0,00	⇒	0,00	⇒	1,00	↑	1,50	↑				
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,00	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑	2,50	↑				
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	1,50	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑	2,50	↑				
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,00	0,00	⇒	0,00	⇒	1,75	↑	2,25	↑				
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	4,23	4,20	4,62	3,87	3,48	3	↑	-40	↓	35	↑	74	↑	-50	↓	8	↓
Allemagne	2,28	2,36	2,65	2,57	1,82	-9	↓	-37	↓	-30	↓	46	↑	-41	↓	19	↓
France	2,83	2,93	3,23	3,12	2,28	-10	↓	-40	↓	-29	↓	55	↑	-30	↓	46	↓
Italie	4,07	4,10	4,51	4,72	3,70	-3	↓	-44	↓	-64	↓	38	↑	73	↓	55	↓
Royaume-Uni	4,04	4,14	4,27	3,67	3,04	-10	↓	-23	↓	37	↑	100	↑	-53	↓	48	↓
Japon	0,77	0,70	0,84	0,42	0,26	7	↑	-7	↓	34	↑	51	↑	68	↑	98	↑
Crédit																	
Indice Itraxx Main	66,8	65,9	75,6	90,6	91,6	0,9	↑	-8,9	↓	-23,8	↓	-24,9	↓				
Indice Itraxx Crossover	367,7	363,8	408,2	474,1	467,0	3,9	↑	-40,5	↓	-106,4	↓	-99,3	↓				

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

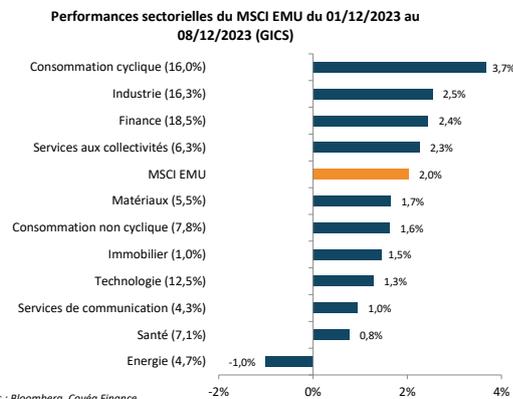
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, l'évolution du marché en Zone Euro est marquée par un regain d'appétit pour le risque sur fond de baisse marquée des rendements obligataires. Dans ce contexte, le MSCI EMU (dividendes non réinvestis) progresse de 2%, tiré par les secteurs les plus sensibles au cycle économique comme la consommation discrétionnaire (+3,7%) qui profite du rebond des valeurs du luxe, ou l'industrie (+2,5%) bénéficiant de la bonne performance de certaines sociétés de biens d'équipements comme Legrand ou Prysmian qui terminent la semaine en hausse de plus de 5%. A l'inverse, la santé (+0,8%) et les services de communications (+1%) sous performant logiquement dans ce contexte. Nous noterons enfin que l'énergie est le seul secteur à finir la semaine dans le rouge à -1%, le Brent ayant marqué un point bas depuis juillet à 74\$, dans un contexte d'incertitudes quant à l'ampleur de la réduction de production que l'OPEP+ pourrait consentir ces prochains mois.

Depuis le début de l'année, l'indice MSCI EMU s'inscrit en hausse de 15,6%, désormais non loin de son point haut atteint fin 2021 à 157 points. La hiérarchie sectorielle demeure quasi inchangée, avec toujours la technologie en tête (+32,8%), suivie par l'industrie (+21,1%) et la finance (+17,6%). A l'opposé, la santé est le seul secteur à afficher un repli (-4,7%), tandis que l'énergie, bien qu'en hausse, sous performe aussi largement (+2,9%).



Le Focus de la semaine : L'union Européenne progresse dans sa volonté de réduire ses emballages et déchets d'emballages

Les chiffres parlent d'eux-mêmes : l'Europe a généré quelques 84 millions de tonnes de déchets d'emballages en 2021, soit environ 180 kg par citoyen, en hausse de près de 30% par rapport à 2009. C'est dans ce contexte que le 22 novembre dernier, le rapport sur le projet de règlement sur les emballages et déchets d'emballages (« PPWR ou Packaging and Packaging Waste Regulation ») a été approuvé par le Parlement européen. Malgré l'intense lobbying de la part des industriels de l'emballage et les nombreux amendements dont il a fait l'objet, ce texte, initialement proposé par la Commission européenne en novembre 2022, permet de franchir une nouvelle étape dans le durcissement et l'harmonisation de la réglementation au niveau européen.

Ce projet de loi, s'il est approuvé par le Conseil de l'Union Européenne, permettra de promouvoir la stratégie des « trois R », à savoir « réduire, réutiliser et recycler ». Ainsi, l'union des 27 s'est fixée pour ambition de réduire ses déchets d'emballages par rapport à 2018 de 5%, 10% et 15% d'ici 2030, 2035 et 2040 avec un niveau d'exigence supplémentaire concernant les déchets plastiques (10%, 15% et 20%). Elle permettra également de bannir les contaminants de type « PFAS » (substances per- et poly fluorées, dits produits chimiques éternels) ainsi que le Bisphénol A des emballages alimentaires, favorisant ainsi les acteurs les plus innovants et responsables du secteur de l'emballage.

Par ailleurs, certaines mesures initialement proposées, comme l'interdiction d'ici 2030 d'utiliser des contenants jetables pour le service à table dans les cafés et restaurants (comme c'est le cas en France depuis le 1er janvier), n'ont pas été retenues dans leur intégralité. Dans cet exemple, seule l'obligation pour les restaurateurs d'accepter les contenants personnels des clients pour les plats à emporter a été conservée, favorisant tout de même le principe du réemploi. Ce type d'ajustement illustre sans doute la volonté de rapprocher les ambitions environnementales avec la réalité industrielle.

Car en effet, opérer une transformation d'ampleur prendra du temps et nécessitera l'adaptation des systèmes productifs et industriels ainsi que des investissements soutenus dans les infrastructures de collecte, de tri, de recyclage et de réemploi, sans toutefois compromettre la survie de certains acteurs clés, ni les efforts réalisés en matière de réduction du gaspillage mais aussi de sécurité alimentaire. La disponibilité des matériaux recyclés fera également partie des facteurs clé de succès de cette transition réglementaire et écologique.

Ainsi, nous étudions ces changements sous plusieurs angles dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières. D'une part, en approfondissant la chaîne de valeur du recyclage, dont l'écosystème, bien qu'encore sous représenté au sein de la cote européenne, est selon nous un bénéficiaire direct de ces changements. Et d'autre part, en nous efforçant de privilégier dans nos investissements les entreprises à même de s'adapter aux nouvelles contraintes réglementaires imposées par les Etats ainsi qu'aux contraintes croissantes d'accès aux ressources. La capacité de toutes ces entreprises à anticiper ces changements, grâce à leur collaboration avec les gouvernements mais aussi au travers de leurs investissements dans l'innovation sera cruciale pour leur réussite.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	08/12/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	152	149	143	132	135	2,0	6,7	15,6	12,6	
MSCI EMU Mid Cap	949	939	900	907	919	1,1	5,5	4,7	3,3	
MSCI EMU Small Cap	402	402	382	370	369	0,0	5,1	8,5	8,8	
MSCI Europe	158	156	150	143	146	1,3	5,4	11,2	8,5	
France CAC 40	7 527	7 346	7 114	6 474	6 647	2,5	5,8	16,3	13,2	
Allemagne DAX 30	6 632	6 489	6 075	5 693	5 831	2,2	9,2	16,5	13,7	
Italie MIB	30 404	29 928	28 644	23 856	24 207	1,6	6,1	27,4	25,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 554	7 529	7 456	7 452	7 472	0,3	1,3	1,4	1,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 808	8 792	8 543	8 417	8 662	0,2	3,1	4,6	1,7	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine a été baissière **en Asie**. L'Inde poursuit sa très bonne performance, atteignant des plus hauts historiques, soutenue par la victoire du BJP, le parti du président Modi dans trois scrutins régionaux au Nord et au centre de l'Inde. Les bonnes données macroéconomiques publiées récemment, la baisse du dollar et du pétrole ont également favorisé ce marché. A l'inverse, le Japon figure parmi les moins bonnes performances sur la semaine, dans un contexte de poursuite du rebond du yen suite à une spéculation sur une éventuelle fin d'une longue période de taux négatifs au Japon. En Chine, le sentiment négatif se poursuit avec la dégradation des perspectives du pays par l'agence Moody's du fait de l'endettement. Parmi les éléments transverses, notons qu'une semaine après l'annonce d'une vente par Toyota de sa participation dans Denso, le groupe Rakuten a annoncé la vente de sa participation dans Rakuten Bank (15% du capital). Cela témoigne d'une volonté des entreprises japonaises de réduire leurs participations croisées dans un contexte d'incitations fortes à une amélioration de la gouvernance de la part du Tokyo Stock Exchange. Dans les secteurs stratégiques et toujours au Japon, Jensen Huang, président de Nvidia, a annoncé sa volonté de construire un écosystème pour l'intelligence artificielle au Japon, vantant les mérites d'un pays ayant selon lui l'expertise technologique et la capacité industrielle nécessaires au développement de l'IA. Dans les relations diplomatiques entre les pays, notons la visite cette semaine du Président Coréen en Hollande. Pendant son séjour, le président Yoon visitera notamment ASML, champion mondial des équipements semi-conducteurs et acteur incontournable de la chaîne de production en semi-conducteurs avancés. **Aux Etats-Unis**, le marché action poursuit sa hausse sur fond d'espoirs de pic des taux d'intérêt, d'inflation contrôlée et d'atterrissage économique en douceur, et ce malgré un rapport de l'emploi démontrant une nouvelle fois la résilience du marché du travail américain. Sur le plan sectoriel, le secteur des services de communication termine en tête tiré par Alphabet et la présentation de Gemini, son dernier modèle d'intelligence artificielle générative en concurrence directe avec Chat-GPT d'OpenAI. La consommation discrétionnaire bénéficie quant à elle du rebond de Tesla. A l'inverse, les secteurs de l'énergie et des matériaux affichaient les plus fortes baisses, impactés notamment par la poursuite de la baisse du pétrole (WTI passant en dessous des \$70 le baril). Côté sociétés, le fabricant de semi-conducteurs AMD a annoncé le lancement d'une nouvelle génération de puces pour l'IA venant concurrencer le leader Nvidia. De son côté, ce dernier a annoncé le développement d'une nouvelle série de produits conformes aux réglementations du gouvernement américain afin de pouvoir continuer à servir le marché chinois. Sur le front des tensions géopolitiques, les États-Unis ont annoncé le début d'exercices militaires aériens au Guyana (Amérique du Sud) afin de rassurer ses alliés dans un contexte de tension entre le Guyana et le Venezuela. En effet, les deux pays se disputent l'Esquibo une région sous administration guyanaïenne mais revendiquée par le Venezuela, notamment en raison de ses importantes réserves de pétrole. Une rencontre est prévue jeudi entre les deux présidents.

Le Focus de la semaine : les compagnies minières face aux risques d'acceptabilité sociale

La cour suprême du Panama a récemment jugé que la concession de First Quantum couvrant l'exploitation de la mine de cuivre de Cobre Panama (350kt en 2022, soit 1,5% de la production mondiale) était inconstitutionnelle, décision qui fait suite à plusieurs mois de protestations et de blocages de la part d'activistes locaux qui invoquent des inquiétudes environnementales liées à la préservation de la biodiversité et de l'accès à l'eau douce. Pourtant, la mine de Cobre Panama constitue un atout économique important pour le pays, à près de 5% du PIB (contre 3% pour le canal du Panama). La direction de First Quantum a lancé des demandes d'arbitrage auprès de la Chambre Internationale de Commerce et de l'autorité administrant l'accord de libre-échange entre le Canada et le Panama, mais n'attend guère de résolution avant plusieurs mois. D'ici là, afin de préserver sa trésorerie, la société a dû fermer le site, procédant ainsi au licenciement de 7,000 employés et impactant plus de 30,000 fournisseurs et sous-traitants. La situation à Cobre Panama témoigne bien de la complexité croissante d'exploiter des actifs miniers dans le respect des réglementations environnementales plus exigeantes et des attentes des populations locales. Ainsi, malgré la volonté des gouvernements de tirer des avantages de tels actifs stratégiques, les conflits locaux tendent à se multiplier et rendre plus équivoques les ambitions d'indépendance et de souveraineté nationale. Des difficultés que nous analysons dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)								
	08/12/23	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €					
						J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	
Etats-Unis - S&P500	4 604	4 595	4 347	3 840	3 934	0,2 ↑	5,9 ↑	19,9 ↑	17,0 ↑	1,3 ↑	5,0 ↑	19,3 ↑	14,6 ↑	
Etats-Unis - Dow Jones	36 248	36 246	33 892	33 147	33 476	0,0 ↑	7,0 ↑	9,4 ↑	8,3 ↑	1,1 ↑	6,0 ↑	8,8 ↑	6,0 ↑	
Etats-Unis - Nasdaq	14 404	14 305	13 521	10 466	11 005	0,7 ↑	6,5 ↑	37,6 ↑	30,9 ↑	1,8 ↑	5,6 ↑	36,9 ↑	28,2 ↑	
Japon Nikkei 300	493	506	496	401	413	-2,5 ↓	-0,7 ↓	22,9 ↑	19,3 ↑	-0,2 ↓	2,7 ↑	10,6 ↑	10,0 ↑	
Corée du Sud KOSPI	2 518	2 505	2 427	2 280	2 389	0,5 ↑	3,7 ↑	10,4 ↑	5,4 ↑	1,6 ↑	3,2 ↑	5,1 ↑	2,9 ↑	
Chine - Shanghai	2 970	3 032	3 053	3 089	3 207	-2,0 ↓	-2,7 ↓	-3,9 ↓	-7,4 ↓	-1,4 ↓	-1,7 ↓	-8,2 ↓	-12,1 ↓	
Hong Kong Hang Seng	16 334	16 830	17 511	19 781	19 901	-2,9 ↓	-6,7 ↓	-17,4 ↓	-17,9 ↓	-1,8 ↓	-7,6 ↓	-17,9 ↓	-19,9 ↓	
Marchés Emergents - MSCI	975	982	956	956	978	-0,7 ↓	2,0 ↑	1,9 ↑	-0,3 ↓	0,4 ↑	1,1 ↑	1,4 ↑	-2,4 ↓	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Un trésor au pied de l'arc en ciel ?

Aujourd'hui, la consommation mondiale d'hydrogène représente 95Mt et se concentre sur 3 industries principales : **la chimie** avec la production d'ammoniaque pour le marché des engrais et celle de méthanol, le **raffinage de produits pétroliers** en tant que réactif et **les aciéries** comme agent de réduction pour la production de fonte réduite (DRI). **L'hydrogène est un vecteur énergétique**, soit une forme transformée d'énergie qui véhicule et stocke celle-ci. Il est produit :

1/ au moyen d'une **réaction chimique** à partir d'une ressource primaire. La production d'hydrogène est essentiellement réalisée à partir d'énergies fossiles, à hauteur de 60% par le gaz naturel et 20% à base de charbon. Cet hydrogène produit **à partir de ressources fossiles** est dénommé **Hydrogène Gris (gaz) ou Noir (charbon)** et il prend le nom **Hydrogène Bleu** lorsque sa production s'accompagne de **la capture du CO₂** émis à cette occasion.

2/ par **électrolyse de l'eau**. La molécule d'eau est séparée en hydrogène et oxygène par un électrolyseur, mais cette technique aujourd'hui 2 à 5 fois plus chère que la production par réaction chimique limite cet hydrogène, à plus grande pureté, à des usages spécifiques (électronique par exemple). Ce procédé nécessite beaucoup d'**électricité** et lorsque celle-ci est **issue de sources renouvelables**, on parle d'**Hydrogène Vert**. Spécificité française, si l'électricité est produite à partir de source non carbonée (nucléaire), on désigne cet **Hydrogène** sous la couleur **Jaune ou Violet**.

Au-delà de ces utilisations historiques, **l'hydrogène constitue un moyen : 1/ de stocker de l'électricité** notamment pour palier l'intermittence des renouvelables, mais avec un rendement faible **2/ de produire de l'électricité via une pile à combustible**. Ses propriétés physico-chimiques lui permettent également **d'être utilisé comme combustible**. Dans ce dernier cas, l'hydrogène a la particularité de ne pas émettre de CO₂ lorsqu'il est brûlé.

Fort de ces caractéristiques, **l'hydrogène est devenu l'un des 3 piliers de la stratégie de décarbonation de l'Union Européenne** à côté de l'électrification et de l'efficacité énergétique. Pour s'intégrer dans cette stratégie, **l'hydrogène devra être vert**, mais il **fait face à un coût de production** très largement **supérieur à celui de l'hydrogène gris, entre 2 et 5 fois** (3 à 8\$/kg vs 1 à 2\$/kg source IEA) selon les estimations. Le **coût de production de l'hydrogène Vert** est **constitué du prix de l'électricité « renouvelable »** nécessaire à sa production et du **coût de l'équipement, l'électrolyseur**.

Si le prix de l'électricité « verte » devrait baisser avec le développement des sites de génération, l'UE et ses membres comme de nombreux pays dans le monde ont annoncé des plans de soutien au **développement d'une filière industrielle de production d'électrolyseur**. L'objectif est de **réduire le coût de ces équipements grâce aux économies d'échelle** générées par la massification de la production. Ce raisonnement s'applique également à la fabrication de piles à combustible.

Enfin, ces plans d'action stimulent **également le développement d'infrastructures de transport de cet hydrogène**, à travers des **réseaux dédiés de gazoducs** (exemple du projet H2Med qui reliera le Portugal, l'Espagne et la France au réseau énergétique de l'UE) et **l'adaptation des gazoducs « traditionnels »** pour y injecter une part d'hydrogène.

Cet **hydrogène Vert** amené à se développer fournira **d'abord les industries traditionnellement consommatrices de ce gaz** (chimie, raffinage pétrolier), mais **devrait voir son usage s'étendre à d'autres secteurs**. Seront particulièrement concernés :

- **Les industries fortement émettrices de GES** comme la **sidérurgie** ou le **ciment**;

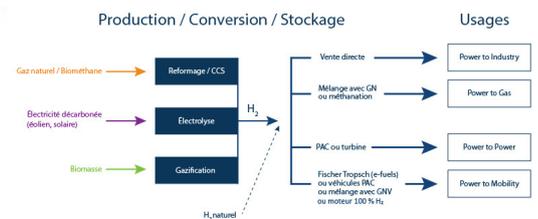
- **L'extraction minière** à travers l'évolution des équipements d'exploitation vers la traction électrique sur base de pile à combustible;

- **Le transport, routier** qui a besoin d'autonomie et de temps de charge rapide (les poids lourds électriques à batterie souffrent ainsi d'une autonomie réduite), **maritime** face à des objectifs ambitieux de décarbonation (-20% pour les émissions de GES en 2030 et -70% en 2040) et **l'aviation** ... pour ces deux modes de transport, l'hydrogène devrait dans un premier temps être consommé sous forme de carburant synthétique ou e-fuel, avant le développement de moteurs adaptés à une utilisation comme carburant unique.

Le **carburant hydrogène** constituerait **l'utilisation la plus efficace de ce gaz qui de vecteur énergétique deviendrait énergie** : si il y toujours besoin d'électricité pour « fabriquer » cet hydrogène, le fait de ne plus avoir à le transformer en électricité via une pile à combustible pour alimenter un moteur électrique améliore le rendement énergétique de l'ensemble. Cette évidence pourrait être renforcée par les récentes annonces de découvertes de gisements d'hydrogène naturel. Cet hydrogène baptisé **Hydrogène Blanc**, est majoritairement issu de la réaction de l'eau avec la roche et de l'oxyde, ce qui reflète une **logique de flux et non pas de stock** comme avec les hydrocarbures ou le charbon: l'hydrogène blanc serait donc **produit par une « usine » souterraine, en continu et sans problématique de réserves finies**.

Les recherches de gisements sont aujourd'hui à leur commencement (un premier permis d'exploitation vient d'être attribué en France) et les procédés industriels n'existent pas encore. Enfin, l'utilisation de l'hydrogène comme carburant nécessite le développement de nouveaux moteurs et équipements, ainsi qu'un développement des capacités pour son stockage.

Vert, bleu, jaune ou blanc, l'hydrogène est au cœur des réflexions sur la décarbonation de nos économies. Si son utilisation sera d'abord le fait d'activités industrielles et de transport lourd, les Etats soutiennent son développement et « motivent » les investisseurs à y participer. Cet arc-en-ciel leur réservera-t-il un trésor ?



Alain Ourvoy

Analyste financier et extra financier

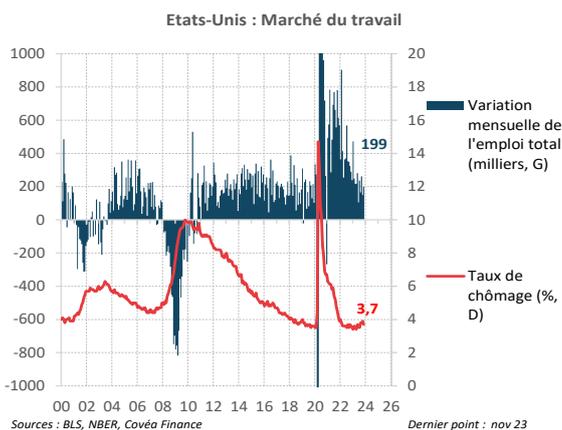


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La normalisation du marché du travail reste progressive »

En dépit des signaux de ralentissement, le marché du travail américain est resté bien orienté en novembre. Selon le rapport du BLS (Bureau des statistiques du travail), l'économie américaine a créé 199 000 postes sur le mois, après 150 000 en octobre. Cette accélération reflète essentiellement l'impact de la fin des grèves dans le secteur automobile et l'audiovisuel (l'emploi dans l'automobile progresse de 30 000, après avoir chuté de 32 000 le mois précédent, tandis que la hausse sur le mois dans l'audiovisuel s'élève à 17 000). **Le rythme des embauches s'est progressivement modéré au second semestre, mais force est de constater que l'emploi ne s'effondre pas** : la moyenne mensuelle des créations de postes au cours des 3 derniers mois s'établit à 203 000, contre 256 000 sur les 6 premiers mois de l'année 2023. Les secteurs les plus dynamiques en novembre sont restés l'éducation, santé (99 000 postes), le loisirs et tourisme (40 000) et l'emploi public (49 000). En revanche on relève un net recul dans la distribution de détail (-38 000), après plusieurs mois de stagnation. **En termes de rémunérations, le rapport fait état d'une accélération du salaire horaire sur le mois (+0,4%, après 0,2% en octobre), ce qui laisse la croissance annuelle inchangée à 4%**, un rythme encore soutenu. Par ailleurs, le nombre moyen d'heures travaillées par semaine progresse légèrement (34,4 heures, contre 34,3 heures en octobre), ce qui induit une progression de 0,6% du salaire hebdomadaire sur le mois (3,7% en rythme annuel). Du côté de l'enquête réalisée auprès des ménages, le taux de chômage recule de 0,2 point à 3,7%, après 3 mois de hausse. Le repli intervient malgré la progression du taux de participation à la population active (62,8%, contre 62,7%), qui concourt à un meilleur équilibre entre offre et demande de main d'œuvre, un mouvement espéré, et attendu, par la Réserve fédérale. **Par ailleurs, le rapport JOLTS du mois d'octobre témoigne également de la normalisation graduelle du marché du travail.** Les offres d'emploi ont reculé de 6,6% sur le mois, à 8,733 millions, un niveau au plus bas depuis mars 2021, mais toujours nettement supérieur à celui d'avant crise (environ 7 millions). Le ratio entre offres et demandes d'emploi recule à 1,3, au plus bas depuis août 2021, après un pic à 2,0 début 2022. Concernant les autres éléments du rapport, le nombre de démission s'est stabilisé au cours des dernier mois, et est désormais proche des niveaux d'avant crise. De même le nombre de licenciements reste stable et modéré. **Ces rapports confirment un apaisement progressif des tensions sur le marché du travail, et devraient conforter les membres du comité de politique monétaire dans leur positionnement attentiste.**



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Services	Indice	nov.-23	52,7	51,8	62,4	56,1
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	oct.-23	-2,1	2,5	19,8	12,5
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	déc.-23	69,4	61,3	77,6	59,0
Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-23	3,7	3,9	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	nov.-23	199	150	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	nov.-23	4,0	4,0	4,3	5,3
Importations	Val, NCVS, GA%	oct.-23	-1,7	-5,1	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA%	oct.-23	-1,1	-2,7	22,9	17,5

* Du 04/12/2023 au 10/12/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

hausse à 50,7. Les prix payés restent à un niveau élevé à 58,3. Une publication plutôt rassurante en termes de dynamique d'activité qui contraste avec l'ISM manufacturier, resté stable à 46,7 points en novembre.

La productivité a été révisée en hausse au troisième trimestre, à 5,2% en glissement trimestriel annualisé, contre 4,7% en 1^{ère} estimation. En rythme annuel, la productivité accélère à 2,4%. En parallèle, le coût unitaire du travail (coût salarial divisé par la production) a reculé sur le trimestre et affiche une croissance en modération à 1,6%, une tendance qui pourrait aider à apaiser les pressions sur les marges et sur l'inflation.

Sur le plan commercial, le déficit de la balance des biens s'est légèrement creusé en octobre (87 Mds\$ en volume, contre 86 Mds\$ en septembre) sous l'effet conjugué d'un recul des exportations (-0,2% sur le mois en volume) et d'une progression des importations (+0,2%). Dans le détail, les exportations de véhicules et de biens de consommation sont particulièrement mal orientées (-6,1% et -8,7%), tandis que celles de matériaux industriels sont en hausse (+4,8%). Du côté des importations, les biens intensifs en capital sont les plus dynamiques (+2,6%), ce qui accentue le déficit américain sur ce segment qui atteint un plus haut depuis février dernier.

La Banque du Canada a maintenu son taux directeur inchangé à 5%, tout en conservant un biais haussier. Le comité de politique monétaire est toujours préoccupé par les perspectives d'inflation et reste prêt à relever encore son taux directeur.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

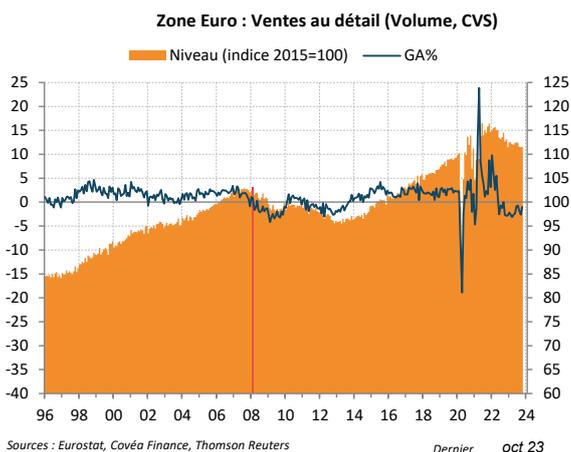


Suivi Macroéconomique

Europe

« Toujours pas de réforme du Pacte de stabilité et de croissance »

Avant d'être réduits au silence pour une semaine, **les banquiers centraux européens se sont exprimés la semaine dernière. L'idée centrale est que les statistiques d'inflation du mois de novembre plaident pour la fin du mouvement de hausse des taux.** Celle-ci a d'abord été développée par Isabel Schnabel, dans un entretien publié en début de semaine dernière, avant d'être reprise par d'autres, dont François Villeroy de Galhau. Toutefois, les membres du Conseil des gouverneurs qui se sont exprimés jugent aussi qu'il est encore trop tôt pour commencer à évoquer une baisse des taux. Pour le gouverneur de la banque centrale de Slovaquie, les attentes d'une première baisse dès la fin du premier trimestre sont « irréalistes ».



Sources : Eurostat, Covéa Finance, Thomson Reuters

Dernier oct 23

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

*Du 04/12/2023 au 10/12/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Après trois mois consécutifs de baisse, **les ventes au détail, en volume, ont légèrement progressé en octobre dans la zone euro (+0,1%)**. Le nouveau recul des achats de produits alimentaires et la baisse du chiffre d'affaires des stations-services ont été compensés, en octobre par le rebond des ventes des autres catégories de produits, en particulier sur internet. Sur un an, les ventes restent en baisse de 1,2%, avec des forts reculs dans l'alimentaire et les carburants.

L'excédent commercial allemand a atteint 17,8Mds€ en octobre, après 16,1Mds€ en septembre. L'augmentation est toutefois due à un recul plus important des importations (-1,2%) que des exportations (-0,2%). La réduction des flux commerciaux allemands est concentrée sur ses partenaires de l'UE et plus particulièrement de l'UE hors zone euro (chute de 4,4% des exportations et de 4,6% des importations avec ces pays). Sur un an, les exportations sont en baisse de 5,0% et les importations en chute de 14,4%, avec dans les deux cas des effets prix importants.

En Allemagne, les commandes aux entreprises manufacturières, en volume, ont chuté de 3,7% en octobre, portant leur recul sur un an à 7,3%. Lissée sur trois mois, la baisse atteint 4,6% pour août-octobre comparé à mai-juillet. Les commandes domestiques ont progressé de 2,4%, mais la demande étrangère reste faible (-7,6%). De son côté, **la production industrielle allemande a reculé de 0,4%**, en séquentiel, en octobre. C'est son cinquième mois d'affilée de baisse et elle est désormais en retrait de 3,5% sur un an. **La production a encore baissé de 1,4% dans les secteurs les plus énergivores**, soit -7,1% sur un an et -20% par rapport au point haut de décembre 2021.

En France, la production industrielle totale a baissé de 0,3% en octobre, l'activité manufacturière se stabilisant (+0,1% sur le mois). Parmi les grandes branches manufacturières, la production s'est contractée de 1,0% dans les biens intermédiaires, mais elle a progressé dans les autres types de biens, avec notamment un rebond de 2,9% (après -3,3%) des biens de consommation durables (+9,0% pour l'automobile après -6,4%).

Réunis à Bruxelles, **les ministres des finances de l'Union européenne ne sont pas parvenus à un accord sur la réforme du Pacte de stabilité et de croissance**, mais ils déclarent avoir bien avancé et espérer pouvoir finaliser les nouvelles règles d'ici la fin de l'année. A la lecture des déclarations des différents représentants, il semble en effet que seuls des points de détails restent à régler, notamment entre les demandes de la France et les exigences de l'Allemagne sur la souplesse qu'il serait possible d'accepter pour financer les transitions énergétique et numérique. La présidence espagnole va convoquer une réunion extraordinaire du Conseil des ministres des finances.

La Commission européenne a décalé de trois ans la mise en place de droits de douane sur les échanges de véhicules électriques avec le Royaume-Uni, qui devaient être mis en place dans le cadre de l'accord du Brexit. L'accord commercial entre Bruxelles et Londres stipule que des droits de douane de 10% sur les exportations de véhicules électriques auraient dû s'appliquer au 1^{er} janvier 2024, pour les véhicules dont la batterie est fabriquée en dehors de l'Union européenne ou du Royaume-Uni. Or, les capacités de production de batteries de part et d'autre de la Manche étant bien plus faibles qu'ailleurs, la Commission a décidé que ces droits de douane s'appliqueront à partir du 1^{er} janvier 2027. Dans le même temps, elle a annoncé qu'elle accordera un financement plafonné à 3Mds€, pendant trois ans, aux fabricants européens de batteries les plus durables.

A la veille de l'arrivée en Chine d'une délégation de l'UE qui doit discuter avec les responsables politiques locaux des échanges entre les pays européens et l'Empire du Milieu, **l'Italie a annoncé que le protocole d'accord sur sa participation aux Nouvelles routes de la soie, qui arrive à échéance en mars 2024, ne sera pas renouvelé.** Georgia Melloni l'a toujours qualifié de « grave erreur » et l'analyse des relations sino-italiennes depuis cinq ans montre que cet accord a bénéficié exclusivement à la Chine.

Alors que la Turquie n'a toujours pas levé son veto à l'adhésion de la Suède à l'OTAN, cette dernière a signé un accord de coopération en matière de défense avec les Etats-Unis. Les deux parties voient cet accord comme un prélude à l'intégration de la Suède dans l'OTAN, la levée du veto turc étant espérée à court terme.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Zone euro : comment expliquer la rapide baisse de l'inflation ?

D'un pic de 10,6% en octobre 2022, l'inflation est revenue à 2,4% dans la zone euro en novembre 2023. Les différentes mesures d'inflation sous-jacente ont touché leur point haut plus tard, mais elles ont aussi commencé à diminuer depuis plusieurs mois, la progression sur un an de l'indice des prix à la consommation hors énergie, produits alimentaires, tabac et alcool revenant à 3,6% en novembre, après un plus haut de 5,7% au mois de mars. Comment expliquer ce repli rapide et doit-on « tirer le trait » pour envisager la poursuite de ce net ralentissement des prix ?

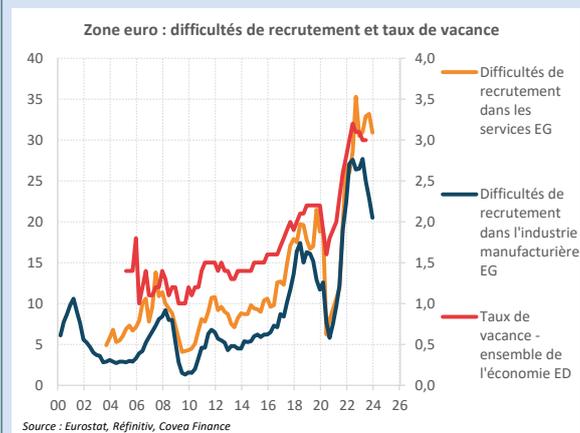
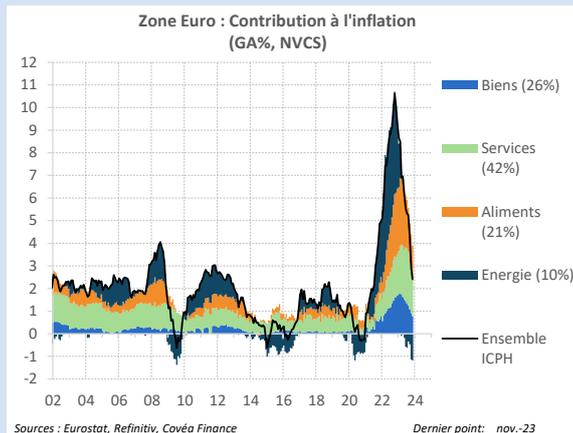
La BCE semble penser que le chemin vers un retour à son objectif d'inflation commence à être bien tracé. Toutefois, par la voix d'Isabel Schnabel, elle a indiqué s'attendre à ce que la poursuite du mouvement soit plus progressive, voire que des moments de rebond de l'inflation interviennent ces prochains mois. C'est la thèse du « dernier kilomètre » qui, comme dans une course de fond, serait le plus difficile à parcourir.

De fait, **les variations, à la hausse comme à la baisse, de l'inflation totale s'expliquent en grande partie, ces dernières années, par les mouvements des prix des produits énergétiques.** Au plus fort de la hausse de la composante « énergie » de l'indice des prix à la consommation de la zone euro (44,3% sur un an), sa contribution à l'inflation totale, qui atteignait 7,4%, était de 4,8 points : plus de la moitié de l'inflation mesurée résultait de la progression des prix énergétiques. Elle représentait encore 4,5 points des 10,6% de hausse de l'indice total au pic de l'inflation. Dans la phase de baisse rapide de l'inflation, le repli des cours du pétrole et du gaz a aussi participé puisque la contribution de la composante « énergie » à l'inflation totale est passée de 4,5 points en octobre 2022 à -1,2 point en novembre 2023. C'est-à-dire que la seule composante énergie a compté pour 5,7 des 8,2 points de baisse de l'inflation en treize mois.

Mais **les mouvements conjoncturels de l'inflation depuis trois ans ne s'expliquent pas que par les variations des prix énergétiques.** La fermeture d'une partie des économies et notamment le gel d'une grande partie de la production industrielle chinoise, ainsi que des ports de commerce, pendant la pandémie de Covid-19 ont désorganisé les chaînes d'approvisionnement des entreprises et tiré leurs coûts à la hausse. Si l'impact de ce phénomène est difficile à chiffrer, l'indicateur des prix payés par les entreprises manufacturières de la zone euro issu des enquêtes auprès des entreprises diffusées par S&P Global était au plus haut historique entre mi-2021 et le printemps 2022. Son pendant, l'indicateur des prix de vente, était aussi très élevé sur la période, avec un pic juste après l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

Plusieurs éléments ont participé à la forte augmentation de l'inflation. Les coûts des matières premières, en particulier énergétiques, et les perturbations -voire le blocage- des chaînes d'approvisionnement en font bien sûr partie. Mais nous pouvons également mettre en avant l'accélération des salaires et autres rémunérations du travail dans un contexte de difficultés de recrutements quasiment généralisées, ainsi que le comportement de marge des entreprises. Certaines d'entre elles ont vu leurs marges bénéficiaires fondre ; d'autres -au contraire- sont parvenues à profiter de la situation de forte inflation ; d'autres encore ont commencé par souffrir dans un premier temps, avant de reconstituer leurs marges et même, parfois, de rattraper le terrain perdu dans la première phase.

Face à une demande finale jugée faible par les entreprises de la zone euro, leur capacité à augmenter leurs prix de vente diminuerait. C'est ce qui ressort partiellement des enquêtes compilées par la Commission européenne pour le secteur manufacturier. En revanche, dans les services, malgré un recul par rapport aux plus hauts du deuxième semestre 2022, l'indicateur des perspectives de prix de vente reste significativement supérieur à sa moyenne longue.



Il est vrai que la part des salaires est plus importante dans les coûts des activités de services que dans ceux de l'industrie manufacturière. Il reste que la remarquable résistance du marché du travail dans les pays membres de la zone euro en période de dégradation de l'activité pourrait ne pas perdurer, surtout si la capacité des entreprises à augmenter leurs prix de vente diminue sous l'effet de la faiblesse de la demande. La dynamique des salaires pourrait alors s'infléchir, allégeant les tensions sur les coûts de production dans les services.

Néanmoins, les tensions sur le marché du travail restent importantes et elles avaient commencé à émerger avant même la pandémie de Covid-19. Les indicateurs de difficultés de recrutement sont toujours très au-dessus de leurs niveaux d'avant 2020 et le taux d'emplois vacants est également encore proche de son plus haut historique. Surtout, comme déjà mentionné, des signes de tensions étaient apparus avant même les perturbations provoquées par la pandémie de Covid-19 : l'importance des difficultés de recrutement comme frein à la croissance de l'activité commençait à augmenter. La hausse du taux d'emplois vacants s'inscrit même dans une tendance débutée en 2014.

De fait, **si les facteurs conjoncturels de la désinflation ont joué à plein ces derniers mois, les éléments structurels mis en avant dans nos Perspectives économiques et financières depuis le début de l'année plaident pour une inflation durablement plus élevée que dans le passé.**

L'impact global de la démographie sur l'inflation est ambigu. Certains des aspects du vieillissement sont considérés comme exerçant une pression à la baisse sur l'inflation, mais la moindre dynamique de la population active, voire sa diminution, se traduit par une contraction de l'offre sur le marché du travail. Pour y remédier, les gouvernements tentent de favoriser l'augmentation du taux de participation au marché du travail, notamment des plus âgés.

Suivi Macroéconomique

Le long mouvement de désinflation, qui a débouché sur une phase déflationniste à la fin des années 2010, a été favorisé par la vague d'extension du commerce mondial. Il a été exacerbé par l'entrée de la Chine dans l'OMC et l'accès libre qui lui a été donné aux marchés occidentaux. La recherche des prix les plus bas pour les consommateurs était d'ailleurs l'un des arguments en faveur de la généralisation du libre-échange. Mais, dès la décennie 2010, l'impact désinflationniste de l'inclusion de la Chine dans l'économie mondiale a commencé à diminuer sous l'effet de fortes hausses des salaires dans le pays. C'est à cette époque que les premières délocalisations d'activités chinoises les plus intensives en main d'œuvre la moins qualifiée ont débuté en direction de pays comme le Cambodge ou le Vietnam.

De plus, le mouvement de mondialisation a conduit, dans quelques secteurs clés, à une forte concentration géographique de l'offre. Avant même la pandémie, quelques alertes sur les risques que cela provoquait étaient apparues (composants électroniques lors des inondations en Thaïlande en 2011, par exemple). Mais sans conséquences globales. La quasi-fermeture de « l'Atelier du monde » a provoqué une prise de conscience sur la nécessité d'au moins diversifier les sources d'approvisionnement. L'explosion des coûts de transports, pour différentes raisons -dont la hausse des prix des carburants- a renforcé les velléités de rapatriement d'une partie, au moins, de la production des lieux de consommation. Il en résulte que la recherche des prix les plus bas, qui jusque-là motivaient les choix de partenaires et les investissements, n'est plus le seul critère des entreprises. La sécurité d'approvisionnement intervient aussi. Les gouvernements se chargent, de leur côté, de motiver les entreprises à investir sur leur territoire en leur accordant d'importantes subventions ou d'autres types d'incitation (protection du marché, par exemple) au détriment de la recherche du moindre coût. Cela, dans les secteurs définis comme les plus importants pour l'avenir et, notamment, pour la transition énergétique. Cette transition elle-même implique des hausses de coûts dans les secteurs visés, via une forte augmentation de la demande de divers métaux. Ces deux mouvements, relocalisations et transition énergétique sont aussi de nature à exacerber les tensions sur le marché du travail. Le ralentissement des salaires pourrait ainsi être moins important qu'espéré.

Ainsi, le rapide reflux de l'inflation depuis un an résulte d'évolutions conjoncturelles. Mais **les mutations observées sur le marché du travail ainsi que la mise en œuvre des transitions énergétique et numérique ou encore le réaménagement des chaînes d'approvisionnement, ces deux derniers phénomènes étant encouragés par les responsables politiques en quête de relocalisations industrielles, sont autant d'éléments structurels de maintien d'une augmentation plus soutenue que dans le passé des prix.** Pour la BCE, cela signifie que la réalisation de son objectif d'inflation et son maintien dans le temps implique une politique monétaire durablement plus restrictive.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

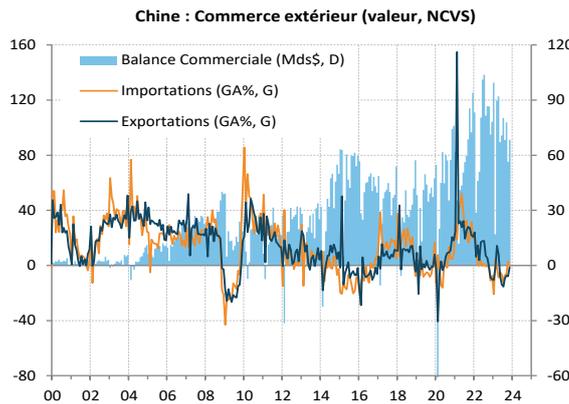
« En Chine, les inquiétudes se maintiennent sur la demande domestique »

En Chine, l'excédent commercial se redresse en novembre à 68 Mds\$, après 57 Mds\$ en octobre. Cette amélioration illustre la bonne dynamique des exportations, qui ont augmenté de 0,5% en glissement annuel (GA), après six mois de fort déclin (-6,5% en octobre). Néanmoins, ce redressement s'explique en partie par les effets de base favorables associés aux perturbations induites par les restrictions sanitaires strictes en vigueur en novembre 2022. Par destination, les exportations chinoises ont affiché une augmentation notable de 7,3% en GA vers les États-Unis, après une baisse de 8,2% en octobre. Elles sont également restées très solides à destination de la Russie (+34,8% en GA) alors qu'elles continuent de décliner vers les autres grands partenaires commerciaux de la Chine (UE, Japon et ASEAN). Sur le plan sectoriel, la dynamique a surtout été soutenue par la vigueur des exportations de téléphones portables (+54,6% en GA) et de navires

(+123,8%, une composante volatile). En outre, les exportations de circuits intégrés se sont redressées (+15,5% après -13,6% en octobre) et les exportations d'automobiles et châssis restent vigoureuses. **En revanche, l'amélioration du solde commercial chinois reflète également le déclin des importations (-0,6% en GA) en novembre, après une brève expansion en octobre (+3%), témoignant d'une demande domestique encore en difficulté.** En particulier, les importations de pétrole ont reculé de 9,2% en volume en GA, tandis que les importations de métaux utilisés pour la construction, comme le fer et le cuivre, se sont modérées.

Le renforcement des pressions déflationnistes en Chine alerte également sur la fragilité de la demande domestique. Le déclin de l'indice des prix à la consommation s'est en effet accéléré en novembre à -0,5% en GA (après -0,2% en octobre). Ce recul reflète principalement l'intensification de la baisse des prix dans l'alimentation (-4,2% en GA), qui reste principalement marquée au niveau de la viande de porc (-31,8%), et le retournement des prix des carburants pour le transport (-2,9% en GA après +1,8% en octobre). L'inflation sous-jacente reste stable en glissement annuel (-0,6%) malgré la modération des prix des services (+1% en GA après +1,2% en octobre) qui fait écho à l'essoufflement du secteur décrit par les enquêtes PMI. Côté production, l'inflation PPI décline encore davantage à -3,0% en GA (-2,6% en octobre), principalement en lien avec le recul des prix de l'énergie.

Après deux années difficiles, l'activité économique chinoise reste mitigée au dernier trimestre 2024. **La perspective d'une croissance économique durablement plus faible et la dégradation continue du secteur immobilier**



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

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

* Du 04/12/2023 au 10/12/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

ont notamment amené l'agence de notation Moody's à abaisser sa perspective sur les notes de crédit du gouvernement chinois de stable à négative. La note d'émetteur de long terme attribuée par Moody's à la Chine se maintient, pour l'heure, à A1 en monnaie locale et en devises étrangères.

Au Japon, la dynamique des salaires accélère mais semble encore bien insuffisante pour amener à une normalisation significative de la politique monétaire. La croissance des salaires a atteint 1,5% en GA en octobre, après seulement 0,6% en septembre. Cette accélération semble illustrer l'entrée en vigueur de la hausse de 4,3% du salaire minimum (un record depuis 1991) au cours du mois. La croissance des salaires contractuels, soit une composante durable de l'indice, a significativement progressé (+1,4% en GA contre +1% en septembre), mais la croissance des salaires a surtout été tirée par le redressement de la composante « paiements spéciaux » (principalement les primes), en hausse de 7,5% en GA, après un recul de 8,6% en septembre. Malgré une dynamique plus favorable, l'évolution des salaires reste bien inférieure à celle des prix comme l'illustre la contraction toujours marquée des salaires réels (-2,3%). Au cours des deux prochains mois, les données de salaires devraient bénéficier du versement des primes d'hiver.

Si cette hausse des salaires ne semble pas encore de nature à entretenir l'inflation durablement à la cible de 2% de la Banque du Japon (BoJ), de récentes interventions de ses membres mettent l'accent sur les progrès réalisés dans ce sens. **Cette semaine, Ryozo Himino, gouverneur adjoint de la BoJ, a déclaré que sortir de la politique de taux négatifs aurait relativement peu d'impact sur l'économie japonaise.** L'impact spécifique d'une potentielle mesure de normalisation de la politique monétaire n'avait jamais été commenté par un gouverneur adjoint auparavant.

En Australie, la croissance du PIB ralentit à 0,2% en glissement trimestriel au T3 après 0,4% au T2. Cette modération s'explique principalement par une balance commerciale moins bien orientée et par l'affaiblissement de la consommation des ménages. Ces derniers souffrent notamment de la progression du poids des intérêts de leurs crédits immobiliers et de la hausse des prix. La croissance du PIB reste en revanche vigoureuse en glissement annuel, à 2,1%, après des révisions à la hausse sur des trimestres antérieurs.

Lors de sa réunion de décembre, la Banque centrale australienne (RBA) a maintenu sa politique monétaire inchangée. Le taux directeur reste ainsi à 4,35%, après la hausse de 25 points de base qui avait été annoncée début novembre, après plusieurs mois de pause. Si le comité n'exclut toujours pas d'autres hausses de taux, le ralentissement de l'économie australienne plaide en faveur d'une prudence renforcée des banquiers centraux.

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.