

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

12 décembre 2022

Indigestion

Certains croyaient avoir vécu des années record en termes d'endettement public à l'occasion des décisions gouvernementales de contrecarrer quoi qu'il en coûte les effets directs et indirects de la pandémie de covid. Il n'en sera rien. L'Etat français lèvera en 2023 sur les marchés financiers encore près de 270Mds€ à moyen et long terme après 260Mds€ en 2022. La France deviendra avec l'Italie le premier émetteur d'émissions de dettes nettes de la zone euro (1/4 du total émis). Si ce montant est finalement assez stable d'une année sur l'autre (+10Mds€), il se réalise dans des conditions extrêmement différentes pour ce qui est du service de la dette. L'illusion malheureuse du caractère indolore d'un tel surendettement a disparu sur le temps des exercices fiscaux de 2021 et 2022. Le coût de financement à moyen et long terme a atteint -0.05% en 2021 et +1.43% en 2022; Un coût qui devrait croître encore l'année prochaine, la référence de l'OAT 8 ans étant à 2.25% actuellement (la maturité moyenne de la dette française est de 8.4 années). La France va donc emprunter davantage alors même qu'elle profitera en sus des programmes d'émissions de l'Union européenne. Cette dernière est devenue derrière la France, l'Italie, l'Allemagne et l'Espagne, le cinquième émetteur d'obligations de la zone euro avec 150Mds€ d'appels aux marchés.

A ce mouvement de hausse des taux et d'accroissement des besoins de financement s'ajoutera en 2023 la phase inédite de l'arrêt progressif des réinvestissements de la Banque centrale européenne. Un resserrement quantitatif de nature à apporter de la volatilité sur les marchés de taux par le jeu de la diminution de la présence de cet acheteur en premier ressort face à une offre de titres souverains en hausse. Les arbitrages budgétaires des différents Etats européens seront délicats à opérer l'année prochaine sur fond de crise énergétique et de risque de fragmentation en zone euro, et laisseront peu de place au traitement d'un nouveau choc exogène imprévu... alors même que les investisseurs institutionnels japonais ont entamé depuis quelques mois un mouvement de sorties de leurs obligations étrangères, et notamment françaises !

La dette s'accroît partout. Supranationale, étatique ou privée, elle nécessite une relation de confiance de long terme, gage de son renouvellement et de sa liquidité. Une condition qui pourrait disparaître tant elle reposait sur la certitude chez le créancier que la maîtrise de son gonflement ne mettrait pas en péril le contrat existant.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	09/12/22	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,054	1,001	1,129	5,3 ↑	-6,7 ↓
€ / £	0,859	0,882	0,854	-2,5 ↓	0,6 ↑
€ / Yen	143,85	146,60	128,17	-1,9 ↓	12,2 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	76	93	74	-17,9 ↓	2,3 ↑
Indice CRB*	558	561	570	-0,6 ↓	-2,2 ↓
Prix de l'once d'Or	1 798	1 714	1 775	4,9 ↑	1,3 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 543	8 105	9 535	5,4 ↑	-10,4 ↓
Indice Baltic Dry**	1 386	1 393	3 343	-0,5 ↓	-58,5 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 138	1 579	4 811	-27,9 ↓	- 76 ↓

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 :

La semaine est marquée par un mouvement haussier sur les taux souverains. C'est un rebond des rendements qui intervient après un mois de baisse quasi-ininterrompue. Le mouvement, intervenu en toute fin de semaine, semble avoir comme catalyseurs, la publication des prix à la production aux Etats-Unis, en hausse plus forte qu'attendue et l'annonce d'un montant élevé de remboursements, de la part des banques, au titre du TLTRO* (447.5Md€). Le mouvement sur la semaine est assez comparable aux Etats-Unis et en Europe, avec une progression de l'ordre de 8 à 9 pb sur la maturité 10 ans. Sur le crédit, on observe une certaine divergence entre le haut rendement qui voit un écartement des primes de risque tiré par les secteurs des foncières et des équipementiers automobiles et la catégorie investissement qui n'enregistre pas de mouvement notable. Enfin, le marché primaire semble déjà fonctionner au ralenti avec une seule émission significative de la part d'Iliad.

Le Focus de la semaine : les bilans amorcent leur décline

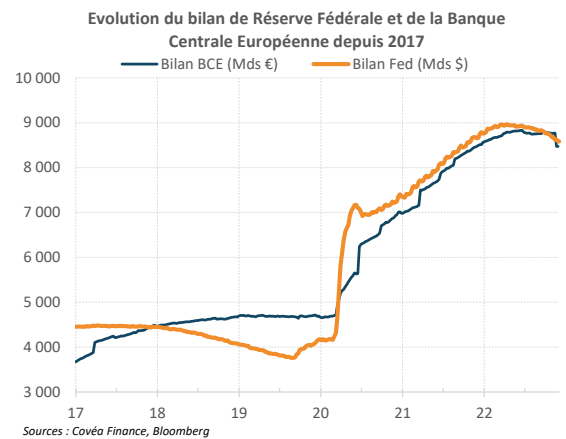
Les fenêtres de remboursements anticipés du TLTRO III (opérations de refinancement à long terme offertes par la BCE aux banques) sont utilisées de manière significative par les établissements bancaires européens.

La BCE a annoncé vendredi qu'un montant de 447.5Md€ avait été remboursé par anticipation. Ajoutés aux 296.4Md€ du mois de novembre et aux 52Md€ de lignes arrivant à échéance, c'est, en deux mois, une réduction du bilan de la BCE de près de 800Md€! Cette nouvelle réduction sera effective le 21 décembre et fera passer le bilan de la BCE sous les 8 000Md€. On note, au passage, que la Réserve fédérale américaine qui ne réinvestit, depuis le mois de juin, que partiellement ses titres arrivant à échéance, a, quant à elle, réduit son bilan de 382Md\$, à ce stade.

Deux raisons principales sont avancées pour expliquer ces mouvements considérables. D'une part, les conditions de détention de ces liquidités ne sont plus aussi attractives depuis que la BCE a ramené le coût, pour les banques, au niveau du taux de dépôt, redevenu positif, à 1.50%. D'autre part, d'un point de vue réglementaire, une partie de ces liquidités n'est plus éligible à certain ratio de liquidité comme le ratio structurel de liquidité à long terme, NSFR (Net Stable Funding Ratio qui prévoit un financement stable permettant de poursuivre sainement les activités pendant une période de 1 an). Dès lors, avec la disparition de ces deux avantages majeurs, certains établissements bancaires ont préféré simplifier et réduire leur bilan avant le passage de fin d'année.

La réduction des bilans des banques centrales s'inscrit dans le combat contre l'inflation. Elle permettra également de remettre des actifs mobilisés en collatéral, en circulation sur les marchés. Autre effet de ces remboursements, les banques vont devoir, comme elles ont commencé à le faire, trouver d'autres sources de financement, notamment sur le marché. Nous suivrons, en particulier, au cours de cette semaine de réunions des principales banques centrales, les annonces de la BCE en matière de perspectives de réduction de ses actifs de dettes publiques cette fois, autre vecteur de réduction du bilan.

* TLTRO : Opération de refinancement à long terme



Eric Le Coz

Responsable équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)			
	09/12/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y		
Taux directeurs													
Réserve Fédérale Américaine	4,00	4,00	4,00	0,25	0,25	0,00	⇒	0,00	⇒	3,75	↑	3,75	↑
BCE - Taux Repo	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑	2,00	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	1,50	1,50	1,50	-0,50	-0,50	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑	2,00	↑
Banque d'Angleterre	3,00	3,00	3,00	0,25	0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	2,75	↑	2,90	↑
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	3,58	3,49	4,09	1,51	1,50	9	↑	-51	↓	207	↑	208	↑
Allemagne	1,93	1,86	2,17	-0,18	-0,35	8	↑	-24	↓	211	↑	229	↑
France	2,40	2,31	2,69	0,20	0,00	9	↑	-29	↓	220	↑	240	↑
Italie	3,84	3,77	4,29	1,17	1,00	7	↑	-45	↓	267	↑	284	↑
Royaume-Uni	3,18	3,15	3,46	0,97	0,76	3	↑	-28	↓	221	↑	243	↑
Japon	0,26	0,26	0,25	0,07	0,05	0	↑	0	↑	19	↑	21	↑
Crédit													
Indice Itraxx Main	89,4	87,6	107,2	47,8	52,8	1,8	↑	-17,8	↓	41,7	↑	36,6	↑
Indice Itraxx Crossover	458,6	443,5	523,1	241,7	261,6	15,1	↑	-64,5	↓	216,9	↑	197,0	↑

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

Analyse de l'évolution des marchés

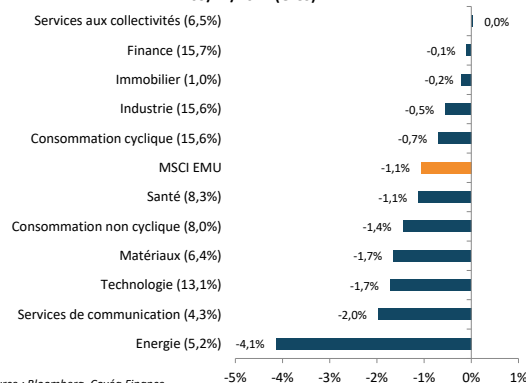
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur les actions européennes, le marché a marqué une pause la semaine dernière, après avoir rebondi de près de 20% depuis son point bas de l'année observé fin septembre. Ainsi, le MSCI EMU (dividendes non réinvestis) abandonne 1.1% sur la semaine écoulée, sur fond de baisse des volumes échangés, les craintes de ralentissement de l'activité économique mondiale l'ayant finalement emporté sur les annonces liées au desserrement progressif des restrictions sanitaires en Chine. La baisse de près de 10% du cours du baril de Brent, désormais passé sous la barre des 80\$, illustre bien ce sentiment. Le secteur de l'énergie affiche d'ailleurs la moins bonne performance (-4.1%) sur la semaine. Ce sont les services aux collectivités (0%) et la finance (-0.1%) qui résistent le mieux.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU cède 11.7% avec un secteur de l'énergie qui reste largement en tête à +22.4%, et ce malgré la correction de la semaine passée. En bas de classement demeurent l'immobilier (-39.7%) et la technologie (-20.7%), tous deux pénalisés par la remontée brutale des taux d'intérêt observée cette année.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 02/12/2022 au 09/12/2022 (GICS)



Source : Bloomberg, Covéa Finance

Focus de la semaine : L'économie circulaire au sein du secteur automobile

Le secteur automobile devra, comme beaucoup d'autres, assurer sa transition vers la neutralité carbone, et l'un des piliers de cette transition repose sur les principes de l'économie circulaire via l'éco-conception, le recyclage des matériaux, l'allongement de la durée d'usage et la gestion de la fin de vie des produits. C'est dans ce contexte que les acteurs du secteur automobile dévoilent un à un leur feuille de route, en exprimant leur intention de faire de l'économie circulaire, un levier de croissance à moyen terme.

Plusieurs facteurs sont à l'origine de ces initiatives avec en premier lieu la nécessité de mieux maîtriser les filières d'approvisionnements en matières premières, une thématique mise en avant dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières, dans un contexte de raréfaction des ressources, de tensions géopolitiques accrues, et donc de forte volatilité des prix. Mais l'économie circulaire est aussi un moyen intéressant pour permettre la réduction du bilan carbone de ces sociétés et ainsi d'anticiper un durcissement réglementaire inévitable.

La France a d'ailleurs annoncé très récemment son souhait d'intensifier le recyclage au sein du secteur automobile en lançant une filière à Responsabilité élargie du producteur (REP)*, dans le but de promouvoir la réparation, le réemploi et le recyclage. En outre, la loi AGECE (Anti-Gaspillage pour une Economie Circulaire), entrera en vigueur le 1^{er} janvier prochain en France tandis qu'une réglementation européenne, devrait voir le jour d'ici 2024.

Ainsi, c'est toute la chaîne de valeur de l'automobile qui tente d'adapter progressivement son modèle économique afin de répondre aux enjeux de la transition énergétique. Avec les constructeurs d'un côté : on notera les initiatives récentes de Renault, qui vient d'annoncer la création d'une nouvelle entité consacrée à l'économie circulaire : « The Future is Neutral », mais aussi de Stellantis avec le lancement de son plan baptisé « Quatre R ». Et les équipementiers de l'autre, avec notamment le lancement de Materi'Act par Forvia, une filiale dédiée à la production de matériaux durables ou encore l'association entre Plastic Omnium et TotalEnergies pour le développement de nouveaux plastiques recyclés.

Simplets effets d'annonce ou réelles prises de conscience de la nécessité de transformer les méthodes de production ? Nous resterons attentifs à cela en suivant de près l'avancement de ces différentes initiatives.

* Une filière à responsabilité élargie des producteurs (REP), qui s'inspire du principe « pollueur-payeur », est un dispositif d'organisation de la prévention et de la gestion des déchets générés par certains types de produits en fin de vie.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	09/12/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	136	138	130	154	151	-1,1	↓	5,0	↑	-11,7	↓	-10,0	↓
MSCI EMU Mid Cap	927	936	898	1 094	1 074	-1,0	↓	3,2	↑	-15,3	↓	-13,7	↓
MSCI EMU Small Cap	372	374	343	487	474	-0,7	↓	8,3	↑	-23,7	↓	-21,5	↓
MSCI Europe	147	149	141	162	158	-1,0	↓	4,4	↑	-8,9	↓	-6,9	↓
France CAC40	6 678	6 742	6 431	7 153	7 008	-1,0	↓	3,8	↑	-6,6	↓	-4,7	↓
Allemagne DAX30	5 875	5 940	5 589	6 696	6 606	-1,1	↓	5,1	↑	-12,3	↓	-11,1	↓
Italie MIB	24 277	24 622	23 780	27 445	26 817	-1,4	↓	2,1	↑	-11,5	↓	-9,5	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 477	7 556	7 296	7 385	7 321	-1,1	↓	2,5	↑	1,2	↑	2,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 702	8 814	8 277	8 777	8 571	-1,3	↓	5,1	↑	-0,9	↓	1,5	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

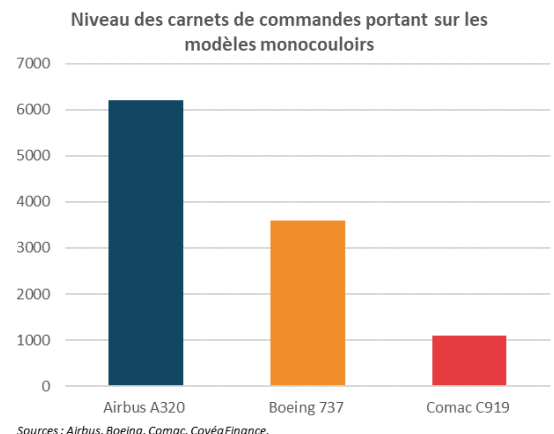
En **Asie**, la semaine a été baissière dans la majorité des pays de la région à l'exception des marchés chinois qui affichent une forte hausse. Le relâchement des contraintes sanitaires, annoncé par les autorités expliquent largement ce rebond. Des espoirs de nouvelles mesures de soutien au secteur immobilier chinois ont également alimenté l'optimisme des investisseurs. A l'inverse, les pays producteurs de matières premières (Indonésie, Thaïlande, Australie) ont plutôt eu tendance à sous-performer. Taiwan et la Corée du Sud ont également été impactés par la baisse du secteur technologique. Les annonces de dépenses d'investissement significatives de la part de TSMC sur le territoire américain, pour environ 40 milliards de dollars, n'ont pas suffi à rassurer les investisseurs en ce qui concerne le secteur technologique. Parmi les communications d'entreprises, nous notons les nombreuses déclarations ces dernières semaines de fabricants de vêtements japonais de transferts de leur production depuis la Chine vers l'Asie du Sud-Est. Enfin, au Japon, notons que Hitachi prévoit d'embaucher 30 000 personnes dans le domaine de la transformation numérique au cours des trois prochaines années, décision en contraste avec les annonces récentes de réduction des effectifs des géants internet américains (Twitter, Meta notamment).

Aux **Etats-Unis**, les indices américains sont en recul sensible tandis que les derniers chiffres d'activité économiques confirment les perspectives d'un resserrement monétaire prolongé. La baisse des marchés s'est doublée d'un rebond de plus de trois points de l'indice de volatilité (VIX à 22,3). En termes sectoriels, les valeurs plus cycliques ont baissé plus sensiblement, l'énergie étant particulièrement pénalisée par la chute des prix du baril (baisse de plus de 10% pour le WTI). En revanche, les valeurs défensives (services publics, santé et consommation de base) ont mieux résisté. Cette semaine, les nouvelles pointant en direction d'un cantonnement de la puissance chinoise ont été particulièrement impactantes. Ainsi, les gouvernements américains et européens se consulteraient pour définir de nouvelles mesures douanières sur les importations d'aluminium et d'acier chinois, tandis que les autorités néerlandaises étudieraient la mise en place de nouvelles règles d'exportations d'équipements de semi-conducteurs, en vue d'un alignement avec la position des Etats-Unis. Parallèlement, Apple accélère ses projets de transfert d'une partie de sa production hors de Chine, demandant à sa chaîne de fournisseurs d'accélérer également leurs plans de relocalisation, notamment vers le Vietnam et l'Inde.

Le Focus de la semaine : la Chine lance son premier avion commercial

Dix jours après avoir obtenu sa licence de production par les autorités chinoises, COMAC (« Commercial Aircraft Corporation of China ») a livré son premier aéronef monocouloir, le C919, à la China Eastern Airlines. Rival des Airbus A320neo et Boeing 737 MAX, et fruit de plus de 10 ans de développement, le C919 bénéficie déjà de plus de 1100 commandes malgré une capacité (160 passagers) et un rayon d'action (5500 kms) inférieurs à ceux de ses concurrents ; le C919 est toutefois moins cher que ces derniers, car commercialisé au prix unitaire de \$99 millions, contre \$111 millions pour l'Airbus A320neo et \$122 millions pour le Boeing 737 Max (prix catalogue, variable selon les négociations). Même si le C919 doit encore effectuer 100 heures de « vols de vérification » avant de pouvoir entrer en service commercial l'année prochaine, cette première livraison change le paysage aéronautique mondial et traduit bien la volonté de Pékin de disposer d'une souveraineté dans le domaine stratégique de l'aéronautique commerciale.

Toutefois, « l'indépendance » au sens large n'est pas pour tout de suite. En effet, bien que le C919 soit assemblé en Chine, cet appareil est largement dépendant de technologies occidentales ; électronique embarquée (Honeywell) et motorisation notamment (General Electric et Safran, via leur co-entreprise CFM International). L'émergence d'un nouvel avionneur diversifie le marché potentiel des motoristes occidentaux, tout en leur offrant une visibilité supplémentaire étant donné l'importance des carnets de commandes (Comac représentant 10% des commandes mondiales). Leurs perspectives de croissance à moyen-terme sont renforcées, mais pour combien de temps ? Compte tenu des tensions géopolitiques actuelles, il est probable que la Chine souhaite s'affranchir de cette dépendance et décide d'augmenter ses efforts de développement dans les moteurs et l'avionique de nouvelle génération, toutefois sans garantie de succès, comme en témoignent ses difficultés dans le domaine critique des semi-conducteurs.



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	09/12/22	J-7	09/11/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	09/11/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	09/11/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 934	4 072	3 749	4 766	4 712	-3,4 ↓	5,0 ↑	-17,5 ↓	-16,5 ↓	-3,4 ↓	-0,3 ↓	-11,0 ↓	-10,4 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	33 476	34 430	32 514	36 338	35 971	-2,8 ↓	3,0 ↑	-7,9 ↓	-6,9 ↓	-2,8 ↓	-2,2 ↓	-0,6 ↓	-0,1 ↓
Etats-Unis - Nasdaq	11 005	11 462	10 353	15 645	15 631	-4,0 ↓	6,3 ↑	-29,7 ↓	-29,6 ↓	-4,0 ↓	1,0 ↑	-24,1 ↓	-24,4 ↓
Japon Nikkei 300	413	411	411	420	415	0,4 ↑	0,4 ↑	-1,6 ↓	-0,4 ↓	-1,3 ↓	2,4 ↓	-10,5 ↓	-11,2 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 389	2 434	2 424	2 993	3 010	-1,9 ↓	-1,5 ↓	-20,2 ↓	-20,6 ↓	-2,4 ↓	-1,5 ↓	-21,9 ↓	-23,2 ↓
Chine - Shanghai	3 207	3 156	3 048	3 640	3 666	1,6 ↑	5,2 ↑	-11,9 ↓	-12,5 ↓	2,3 ↑	4,5 ↑	-13,1 ↓	-14,0 ↓
Hong Kong Hang Seng	19 901	18 675	16 359	23 398	23 996	6,6 ↑	21,7 ↑	-14,9 ↓	-17,1 ↓	6,7 ↑	16,6 ↑	-8,1 ↓	-10,7 ↓
Marchés Emergents - MSCI	978	974	900	1 232	1 239	0,5 ↑	8,7 ↑	-20,6 ↓	-21,0 ↓	0,4 ↑	3,2 ↑	-14,3 ↓	-15,2 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Lithium : la souveraineté ou le marché, et le « syndrome du PV »

Depuis plusieurs trimestres, les **annonces d'investissements dans des gisements de lithium se succèdent en Europe**, mais également dans des régions qui ne sont actuellement pas des producteurs de ce minéral. Cette situation est, en grande partie, la **conséquence de l'accélération du développement du véhicule électrique**, après les annonces par plusieurs pays de l'arrêt de la vente de véhicules thermiques neufs à des horizons relativement courts : 0 véhicule thermique en 2035 en Europe et en Californie et 50 % de véhicules électriques/hybrides dans les ventes de voitures neuves aux Etats-Unis en 2030.

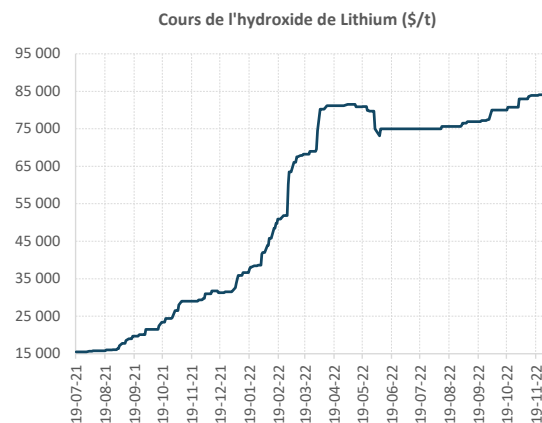
En Europe, les constructeurs automobiles ont lancé de massifs plans d'investissement pour électrifier leur gamme et ainsi se conformer à ces objectifs et à la forte croissance attendue du marché du véhicule électrique. Parallèlement, ces constructeurs automobiles ont annoncé des **investissements pour la construction d'usines de production de batteries** qui viendront équiper leurs modèles électriques. Ces projets sont souvent menés en association avec des fabricants de batteries (par exemple, en Europe 2 sites pour Stellantis avec Saft et 6 sites pour VW avec Northvolt). Ces usines viendront s'ajouter à celles construites ou projetées par les fabricants de batteries (Samsung, LG). Au total, ce sont environ **40 usines qui devraient sortir de terre en Europe d'ici 2030 pour une capacité de production de 1000 GWh**.

Dans ce contexte, le **lithium**, minéral **présent dans la quasi totalité des technologies de batteries**, apparaît comme l'incontournable de la transition énergétique. Les perspectives de demande apparaissent donc très porteuses et se sont traduites par une forte inflation du prix du lithium.

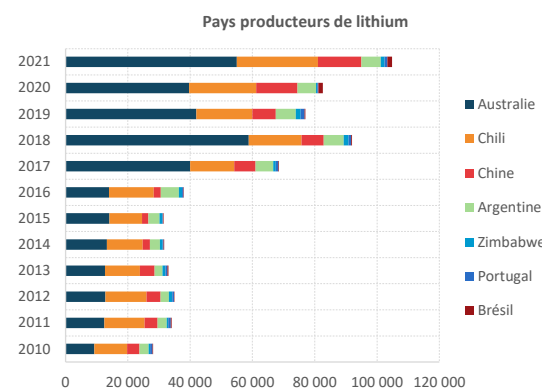
Aujourd'hui les principaux producteurs de lithium sont l'Australie, le Chili et l'Argentine. Si elle est également producteur de lithium, la **Chine** occupe surtout une **position centrale dans le raffinage de lithium et la production de batteries**. Sur ces deux activités, la Chine détiendrait des parts de marché de respectivement 65% et 75%. Par ailleurs, l'exploitation minière des gisements mondiaux est très souvent réalisée par des opérateurs chinois, comme Tianqi Lithium et Jiangxi Ganfeng Lithium Co. **C'est donc à tous les niveaux que se situe la dépendance européenne**. Dans le même temps, la crise sanitaire et la guerre en Ukraine ont mis en lumière les effets néfastes d'une politique d'approvisionnement axée sur la seule variable prix pour l'économie européenne. Il en résulte un **discours**, à la fois des **instances européennes et des gouvernements** des pays membres, **axé sur la réinternalisation de production jugée stratégique**. Parmi ces productions, le lithium figure comme une priorité du fait de son rôle central dans la transition énergétique. Les nombreux projets miniers s'inscrivent donc dans cette perspective et sont d'autant plus d'actualité que les prix du minéral rendent ceux-ci plus « facilement » rentables. **Ces gisements européens (250Kt/an estimés par Imerys) ne devraient cependant couvrir qu'une partie des besoins au niveau européen estimés à 500/600 kt en 2030 et 1 Mt en 2050**. De plus, ces gisements sont tous en phase de développement et l'opposition des populations locales peut les remettre en cause, comme cela a été le cas pour le projet de Rio Tinto en Serbie. Enfin, ces gisements nécessitent parfois des technologies qui sont encore en cours de développement.

A côté de ces gisements potentiels, **le recyclage peut constituer à terme une source de lithium** pour les usines de production de batteries implantées sur le continent. Néanmoins, **le recyclage des batteries au lithium est complexe** (ces batteries intègrent plusieurs matériaux et minéraux selon les technologies retenues pour la cathode), **énergivore** (procédés pyrométallurgiques de fusion à 1475°C), dépendant de la **mise en place de systèmes efficaces de collecte et dangereux** du fait des caractéristiques physico-chimiques du produit. Ce recyclage est néanmoins nécessaire au regard du risque environnemental que constituent les batteries. Ainsi, la Commission Européenne a un objectif d'obligation de recyclage des batteries de véhicule léger de 85% en 2030. Que ce soient les investissements dans la production de minéral ou ceux dans le recyclage, **la rentabilité de ces opérations reste corrélée à l'évolution du prix du lithium**. Si les niveaux actuels des prix facilitent la poursuite de ces projets, l'augmentation de l'offre de lithium (nouveaux gisements + recyclage) devrait à terme réduire le déficit de l'offre par rapport à la demande et entraîner un ajustement des prix. Les investisseurs devront donc être attentifs aux niveaux de point mort des gisements développés.

L'évolution des prix du lithium sera donc déterminante pour le devenir d'une industrie européenne de la batterie et pour le développement de gisements de lithium sur le continent. Cette évolution pourrait **contrarier le souhait d'une souveraineté européenne, au moins partielle**, sur ces matériaux et productions jugées stratégiques. Dans un environnement de resserrement de la politique monétaire et de retour à une certaine orthodoxie budgétaire, le recours à des incitations, subventions et autres aides pour mettre en œuvre cette souveraineté apparaît peu probable. **Le syndrome du PV**, c'est-à-dire la disparition quasi complète d'une industrie européenne du photovoltaïque au profit de la Chine, **pèse donc sur le lithium et les batteries**. L'éternel arbitrage entre la souveraineté et le marché.



Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Sources : US Geological survey, Covéa Finance

Alain Ourvoy

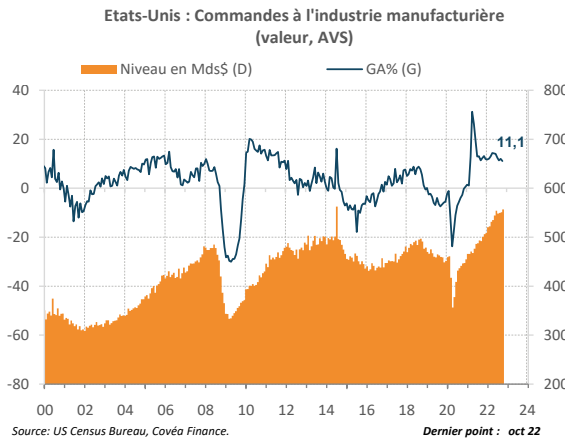
Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Malgré des perspectives dégradées, les commandes à l'industrie sont résistantes »

Le déficit commercial américain s'est nettement creusé en octobre et suggère une contribution négative du commerce extérieur au Produit Intérieur Brut du quatrième trimestre. Les exportations de biens s'inscrivent en contraction de 2,5% en volume sur le mois après 1,2% en septembre. Cette contre-performance reflète des baisses marquées des exportations de matériaux industriels (-4,3% en glissement mensuel) et de biens de consommation (-9,5%). Face à ce recul, les importations affichent un gain de 1,6% en volume sur le mois, ce qui pousse le déficit à 112 Mds\$ (104 Mds\$ en septembre), au plus haut depuis le début d'année, qui renchérit le prix des biens américains pour le reste du monde, tandis qu'au contraire, les importations vers les Etats-Unis sont moins coûteuses pour le marché américain.



Source: US Census Bureau, Covéa Finance. Dernier point : oct 22

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Services	Indice nov.-22	56,5	54,4	54,3	62,5
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA% oct.-22	11,1	12,0	-7,3	13,3
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice déc.-22	59,1	56,8	81,5	77,6
Importations	Val, NCVS, GA% oct.-22	12,5	12,6	-6,5	21,5
Exportations	Val, NCVS, GA% oct.-22	10,2	23,4	-13,2	22,8

*Du 05/12/2022 au 11/12/2022 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'industrie, si les enquêtes décrivent de façon univoque une détérioration des perspectives, les données en dur suggèrent toujours une certaine résistance de l'activité. Les commandes à l'industrie du mois d'octobre enregistrent ainsi une progression de 1% sur le mois, tirées à la fois par les biens durables et non durables (1,1 et 1% respectivement). Les commandes en équipements de transport ont été dynamiques avec une hausse de 2,2%, notamment en lien avec un bond dans l'aviation. **Du côté des services, l'indice ISM se reprend en novembre, passant de 54,4 à 56,5 points.** La composante niveau d'activité rebondit de 9 points à 64,7 et l'emploi de 2,4 points à 51,5. Les commandes se réduisent quelque peu, mais reste sur des niveaux solides à 56 points et les délais de livraison font part d'une certaine amélioration des tensions sur les chaînes d'approvisionnement. **Cet indicateur contraste avec les autres données d'enquête qui décrivent généralement une dégradation dans le secteur. L'indice PMI est notamment passé à 46,2 points en novembre et signale une contraction sur les 5 derniers mois.** Par ailleurs, la confiance du consommateur calculée par l'Université de Michigan s'est reprise en décembre (59,1 après 56,8), mais demeure sur des niveaux très dégradés.

La modération de la dynamique des prix à la production reste lente. L'indice PPI enregistre en novembre une progression mensuelle de 0,3% similaire à celle d'octobre (0,2% en première estimation). Hors alimentation et énergie, les prix s'inscrivent en hausse de 0,4% sur le mois. Les prix alimentaires ont poursuivi leur tendance haussière (+3,3%), tandis que les prix de l'énergie affichent une nette baisse sur le mois (-3,3%). En rythme annuel, la croissance des prix à la production ralentit à 7,4% après 8,1% en octobre, en raison d'effets de base plus favorables.

La productivité au troisième trimestre a été révisée à la hausse en estimation finale, à 0,8% en glissement trimestriel annualisé (GTA), contre 0,3% en première estimation. Le coût unitaire du travail (coût du travail rapporté à la quantité produite) a par ailleurs été révisé en baisse à 2,4% en GTA contre 3,5% précédemment, une révision favorable mais qui ne modifie pas vraiment la tendance. La productivité demeure en contraction de 1,3% en rythme annuel et le coût unitaire du travail affiche une croissance robuste à 5,3%, signe d'un marché du travail toujours tendu.

La Chambre des Représentants a largement adopté (350 pour, 80 contre) la loi d'autorisation du financement de la défense (NDAA) pour l'année fiscale 2023, qui prévoit 857 Mds\$ de dépenses. Ce montant représente une hausse de l'ordre de 10% par rapport au budget 2022 et confirme la tendance à l'augmentation des dépenses militaires dans un contexte géopolitique très tendu. Le texte devra être voté par le Sénat dans les prochains jours, puis promulgué par le Président Biden.

Sur le plan politique le Sénateur sortant Raphael Warnock a remporté le second tour des élections en Géorgie, face au Républicain Hersher Walker qui avait été soutenu par Donald Trump. **Les Démocrates sécurisent ainsi leur majorité au Sénat avec 51 sièges contre 49 pour les Républicains,** ce qui leur permettra d'avoir plus d'influence sur les commissions sénatoriales. La Sénatrice démocrate de l'Arizona Kyrsten Sinema, a toutefois annoncé quitter le parti démocrate et s'enregistrer en tant qu'indépendante. Elle a précisé qu'elle ne modifiera pas son approche et ne prévoit pas de s'aligner sur les positions républicaines ce qui devrait permettre au camp démocrate de conserver sa courte majorité.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« Les données d'activité suggèrent un ralentissement de l'économie en Zone euro »

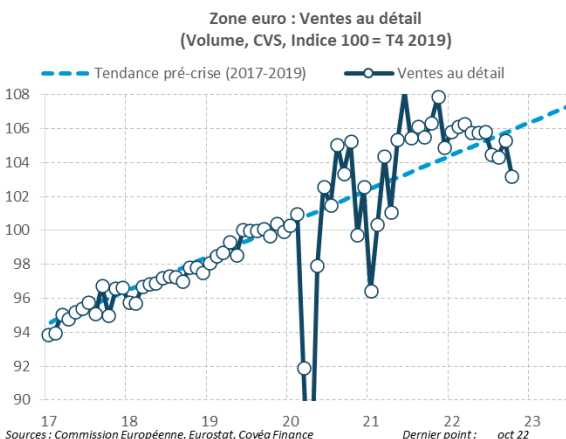
En Zone euro, la croissance du PIB au troisième trimestre a été légèrement révisée à la hausse à 0,3% en glissement trimestriel (+0,1 point de pourcentage par rapport à l'estimation préliminaire). Les détails publiés montrent que les investissements ont fortement soutenu l'économie (contribution à la croissance de +0,8 point), tout comme les dépenses des ménages (+0,4 point). En revanche, la dégradation du solde commercial a pesé sur la croissance (-1,1 point).

Les données d'activité récentes suggèrent un ralentissement de l'économie au mois d'octobre. Les ventes au détail poursuivent leur déclin en Zone euro, pénalisées à la fois par le ralentissement de la demande lié aux tensions inflationnistes et par la rotation des biens

vers les services observée depuis la fin des restrictions sanitaires. Le volume des ventes au détail en Zone euro enregistre ainsi une baisse de -1,8% en octobre par rapport au mois précédent, avec un recul dans l'ensemble des secteurs à l'exception des carburants. On note que le recul sur le mois a été particulièrement marqué en France (-2,7%) et en Allemagne (-2,8%).

Du côté de la production, les données allemandes pointent elles aussi vers un ralentissement. La production industrielle manufacturière en Allemagne enregistre en effet un recul de 0,4% sur le mois d'octobre, et demeure toujours en dessous de ses niveaux d'avant crise. La production de biens d'équipement reste bien orientée (+1,4% sur le mois) tandis que la production de biens de consommation et de biens intermédiaires recule (-1,9% et -1,8% respectivement). Par secteur, on note que la production des industries les plus énergivores continue de se détériorer (-3,6% sur le mois), et est désormais en baisse de plus de 13% depuis le début de l'année. Les commandes à l'industrie sont en revanche en légère hausse (+0,8% par rapport au mois précédent), mais ce rebond ne permet pas de compenser les fortes baisses enregistrées aux mois d'août et septembre (-2% et -2,9% respectivement).

Du côté politique, le bras de fer entre l'Union européenne et la Hongrie se poursuit. Le gouvernement hongrois a mis son veto à un programme d'aide de l'UE à l'Ukraine, ainsi qu'à l'adoption d'un impôt minimal de 15% pour les multinationales afin de faire pression sur l'UE pour que les fonds européens lui soient versés. Dans ce contexte, les ministres des Finances ont décidé de reporter leur vote de la proposition de la Commission qui vise à geler 13,3 milliards d'euros



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	oct.-22	-2,6	0,0	-0,9	5,1
	PIB Vol, CVS, GA%	T3 22	2,3	4,2	-6,3	5,3
AL	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	oct.-22	-0,1	4,0	-9,5	4,6

*Du 05/12/2022 au 11/12/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

de fonds destinés à la Hongrie (7,5 milliards de fonds structurels et 5,8 milliards issus du fonds de relance post covid). Le Conseil européen a jusqu'au 19 décembre pour accepter, ou non, la proposition de la Commission. Si le Conseil approuve le gel de ces fonds, les tensions avec Budapest pourraient s'accroître et le pays pourrait bloquer les futurs textes qui requièrent l'unanimité.

La Croatie poursuit son intégration européenne, son adhésion à l'espace Schengen ayant été approuvée par les Etats membres de l'Union européenne. Le pays deviendra, le 1^{er} janvier prochain, le 27^{ème} pays membre de cette zone qui permet aux voyageurs de circuler librement, sans contrôles aux frontières intérieures. Actuellement, 4 pays non-membres de l'UE participent à l'espace Schengen (Norvège, Suisse, Islande, Liechtenstein) tandis que l'Irlande, Chypre, la Roumanie et la Bulgarie, membres de l'UE, ne font pas partie de cet espace. La Croatie rejoindra également la Zone euro au 1^{er} janvier, 10 ans après son adhésion à l'UE.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



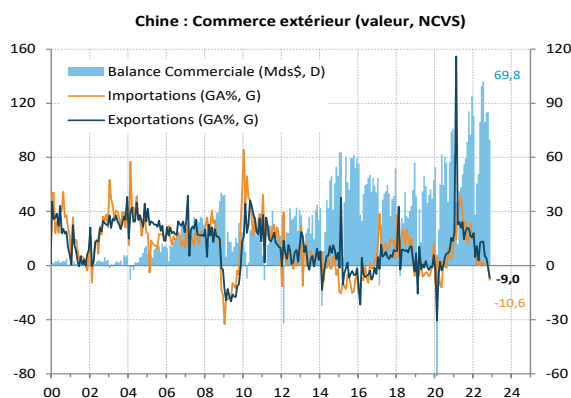
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'économie chinoise, entre discours rassurants et données alarmantes »

Si les récentes annonces des autorités chinoises pour un assouplissement des restrictions sanitaires et une priorisation de la croissance économique rassurent quelque peu sur les perspectives, les dernières données d'activité continuent de faire état de grosses difficultés économiques.

Le commerce extérieur chinois poursuit sa détérioration en novembre. Si l'excédent reste largement positif à 70 Mds\$, il atteint toutefois son niveau le plus faible depuis avril dernier. Principal moteur de la croissance depuis le début de la crise pandémique, le commerce extérieur devrait pénaliser l'activité au quatrième trimestre 2022, s'ajoutant à un environnement domestique dégradé par la dernière vague de contaminations et la poursuite de la détérioration du secteur immobilier.



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

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	nov.-22	1,6	2,1	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	nov.-22	0,6	0,6	0,8	0,8
	Exportations	Val, NCVS, GA%	nov.-22	-9,0	-0,6	3,6	30,0
	Importations	Val, NCVS, GA%	nov.-22	-10,6	-0,7	-0,6	30,1

*Du 05/12/2022 au 11/12/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

novembre après 2,1% en octobre, alors que la consommation souffre des restrictions sanitaires. La modération est particulièrement visible au niveau des prix de l'alimentation qui atteignent une croissance annuelle de 3,7%, notamment grâce à la moindre dynamique des très volatils prix du porc. Ces derniers affichent toujours une très forte croissance de 34,4% en glissement annuel mais il s'agit d'une nette modération après les 51,8% du mois précédent. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) reste inchangée à 0,6% en glissement annuel mais affiche une baisse mensuelle de 0,2%, dans un contexte d'atrophie de la demande domestique. D'autre part, l'inflation des prix à la production se maintient en contraction à -1,3% en glissement annuel, notamment pénalisée par la détérioration du marché de l'immobilier.

Au Japon, la dynamique des salaires reste insuffisante pour amener une réaction de la Banque centrale. La croissance des salaires a en effet ralenti à 1,8% en octobre en glissement annuel contre 2,2% le mois précédent. Alors que les pressions inflationnistes se renforcent, le salaire réel affiche ainsi une évolution fortement négative à -2,6%. Cette modération des salaires surprend quelque peu dans la mesure où le mois d'octobre coïncide avec l'entrée en vigueur de la hausse de 3,3% du salaire minimum annoncé par le gouvernement en août dernier.

En Australie, la croissance du PIB ralentit mais reste robuste à 0,6% en glissement trimestriel au T3 2022, soit 5,9% en glissement annuel. L'économie a surtout été tirée par la consommation des ménages, malgré le ralentissement de sa dynamique, alors que la contribution à la croissance des investissements était quasi nulle et que celle du commerce extérieur était légèrement négative. Après avoir fortement soutenu la croissance au T2 2022, le solde commercial a en effet été pénalisé par la reprise des voyages à l'étranger des résidents australiens, qui s'est traduite par une hausse trimestrielle de 58% des importations de services. Si la croissance est restée robuste au T3, les perspectives sont moins bien orientées pour le T4. La balance commerciale devrait en effet pâtir du recul de la demande mondiale et la consommation domestique devrait aussi se modérer face à l'inflation et au recul du taux d'épargne. **En outre, l'économie doit s'accommoder d'une politique monétaire plus restrictive, alors que le taux directeur de la banque centrale a été monté de 25 pb en décembre pour atteindre 3,1% (soit 300 pb de hausse en huit mois) et que d'autres hausses sont attendues.**

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.