

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

19 décembre 2022

Mélange des genres

Un an après l'annonce de partenariat de long terme sur le « cloud » entre Google et le Marché de produits dérivés de Chicago (CME) en contrepartie d'une entrée au capital dans ce dernier, après Amazon et le Nasdaq, c'est au tour de Microsoft d'acquiescer 4% de la Bourse anglaise, le London Stock Exchange, en échange d'un contrat de 10 ans d'investissements en infrastructures cloud. C'est un nouveau chapitre pour les géants de la technologie et de la cote boursière américaine, capables d'investir sur des concepts ou des produits avant même que les consommateurs ne fassent état de leurs désirs ou besoins...

L'année qui se termine est pourtant une année de défis pour toute la chaîne de valeur : des fabricants d'ordinateurs personnels et d'imprimantes, tel HP qui a annoncé un plan massif de licenciements, en passant par Meta, Twitter ou Salesforce, jusqu'à Amazon, « réduit » à sous-louer ses entrepôts. Car la croissance de l'économie d'internet est revenue sur son rythme d'avant covid, et l'arrêt brutal de l'élan de numérisation lié aux confinements se traduit aujourd'hui par des reculs des bénéfices opérationnels et des ralentissements de chiffres d'affaires. La « nouvelle économie » découvre de « vieux » mots : choix budgétaires, recentrage, rationalisation ou coupes de personnel. Ainsi, les entreprises américaines de la technologie auront licencié plus de 150 000 collaborateurs en 2022, une première pour nombre d'entre elles. Car les temps changent. L'effondrement de la croissance mondiale et l'inflation ont eu raison de décisions de consommation jugées superflues ; elles ont poussé à des arbitrages d'abonnements en tous genres, moins dispendieux, ont recalibré les budgets publicitaires, et ont conduit à des reports d'investissement. Cette conjoncture difficile prend place dans un mouvement structurant de régulation des géants du numérique de la part des gouvernements des deux côtés de l'Atlantique (voir le suivi hebdo du 11 avril 2022 « les 6 magnifiques »), régulation visant à la fois à mieux encadrer l'utilisation des données personnelles et à rendre davantage viable la concurrence, alors que certains participants de la chaîne de valeur numérique, comme les opérateurs télécom, demandent aux GAFAM un partage plus équitable du coût des réseaux...Les géants de l'internet l'ont d'ailleurs bien compris, et investissent peu à peu dans leurs propres infrastructures terrestres, sous-marines ou dans le cloud.

Dans l'intervalle, la capitalisation boursière des 6 valeurs (Apple, Google, Amazon, Tesla, Microsoft, et Meta) a vu son poids relatif à l'indice général (S&P500) baisser fortement de 26% à 20% , reflétant la disparition cette année de 3810Mds\$ de valorisation (l'équivalent de la capitalisation des indices français et anglais CAC 40 et FTSE100) , de 11050 Mds\$ à 7240 Mds\$ soit -34.5%. Un avant-goût d'une opération vérité des prix de certains actifs non cotés du « private equity » ?

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



Focus de la semaine

« ... une année de défis... »

Poids des 6 valeurs* dans l'indice S&P 500



*Apple, Google, Amazon, Tesla, Microsoft et Meta
Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	16/12/22	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,059	1,001	1,133	5,7	-6,6
€ / £	0,872	0,882	0,850	-1,1	2,5
€ / Yen	144,83	146,60	128,78	-1,2	12,5
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	79	93	75	-14,7	5,4
Indice CRB*	557	561	569	-0,7	-2,1
Prix de l'once d'Or	1 790	1 714	1 797	4,5	-0,4
Prix de la tonne de cuivre	8 267	8 105	9 508	2,0	-13,1
Indice Baltic Dry**	1 560	1 393	2 498	12,0	-37,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 123	1 579	4 895	-28,9	- 77

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 :

Aux Etats-Unis, malgré le discours agressif de la Fed, les taux souverains se sont repliés avec la publication de l'inflation en ralentissement et les craintes relatives à la croissance. Sur la semaine, le 10 ans américain était en baisse de 10 pb à 3,48%. En Europe, les annonces très restrictives de la BCE ont propulsé les taux à la hausse. Ainsi, sur la semaine, le taux 10 ans français augmente de 28 pb à 2,68% et le taux italien de 46 pb à 4,30%. Les écarts de rendements des pays périphériques par rapport à l'Allemagne, ont fortement augmenté. L'écart Italie-Allemagne 10 ans termine la semaine à 214 pb contre 191 pb en fin de semaine dernière. Les annonces de la BCE ont, par ailleurs, fragilisé les actifs risqués. Le marché du crédit a subi des écartements de primes de risque, avec des mouvements plus marqués sur la catégorie Haut Rendement et sur les dettes subordonnées.



Le Focus de la semaine : Marché monétaire européen

Marquée par la fin des taux négatifs, l'année 2022 est un véritable changement de paradigme pour le marché monétaire européen. Pour faire face à l'inflation grandissante, la BCE a augmenté ses taux directeurs de 250 pb en seulement cinq mois, portant son taux de dépôt à 2,0%. Le marché monétaire a suivi le mouvement : son indicateur de référence l'€STR est passé de -0,58% en début d'année à 1,40% au 16 décembre, l'Euribor 3 mois de -0,57% à 2,05% et les Bons du Trésor Français de -0,66% à 1,70%. En 2023, la BCE prévoit de poursuivre les hausses de taux à un rythme régulier.

Ces dernières années, les politiques ultra-accommodantes de la BCE ont abouti à un surplus historique de liquidités en Zone Euro, 4 809 Mds€ au maximum atteint le 15 septembre dernier. Cela a causé une raréfaction des obligations souveraines en circulation due aux achats massifs de la BCE et de leur mobilisation en collatéral du TLTRO*. Dans le contexte actuel de normalisation, la banque centrale cherche à réduire cet excédent de liquidités. Pour amorcer le dénouement de son bilan, la BCE a revu en octobre dernier les conditions tarifaires des prêts bancaires dit TLTRO. Depuis, les banques ont déjà demandé des remboursements anticipés à hauteur de 796 Mds€, soit 1 372 Mds€ d'emprunts restants. En 2023, la baisse de l'encours devrait se poursuivre conduisant à une réduction assez rapide du bilan. Cela sous-entend que les banques vont se mettre à chercher des financements sur le marché alors qu'elles étaient fournisseuses de liquidités ces dernières années. L'effet du resserrement pourrait ainsi être plus puissant que prévu, entraînant de potentielles pressions à la hausse sur les taux courts.

Par ailleurs, jeudi dernier, la BCE a annoncé le début de la réduction de ses avoirs détenus au titre de l'APP** (Asset Purchase Programme) pour mars 2023, de 15 Mds€ par mois en moyenne jusqu'à la fin du deuxième trimestre puis ajusté au fil du temps. Toutes ces mesures, couplées aux émissions souveraines importantes prévues l'année prochaine, devraient alléger l'effet de rareté sur les titres en collatéral et assurer une meilleure transmission de la politique monétaire sur le marché sécurisé***, jusqu'alors imparfaite.

In fine, le surplus de liquidités devrait être encore suffisamment abondant pour préserver le taux de dépôt de la BCE comme principal point d'ancrage des taux court terme. Toutefois, la combinaison inédite de hausses de taux, de réduction du bilan et de remboursements du TLTRO pourrait être la principale source de risque et de déséquilibre sur le marché monétaire européen en 2023.

* TLTRO : opérations ciblées de refinancement à long terme offertes par la BCE aux banques.

**APP : programme d'achats d'actifs de la BCE (2014) pour lutter contre les effets de la crise post 2008

***Marché sécurisé (ou repo) : les transactions sont garanties par un collatéral (l'emprunteur de liquidités remet des titres en garantie au prêteur).

Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)			
	16/12/22	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	4,50	4,00	4,00	0,25	0,25	0,50	↑	0,50	↑	4,25	↑	4,25	↑
BCE - Taux Repo	2,50	2,00	2,00	0,00	0,00	0,50	↑	0,50	↑	2,50	↑	2,50	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	1,50	1,50	-0,50	-0,50	0,50	↑	0,50	↑	2,50	↑	2,50	↑
Banque d'Angleterre	3,50	3,00	3,00	0,25	0,25	0,50	↑	0,50	↑	3,25	↑	3,25	↑
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	3,48	3,58	4,09	1,51	1,41	-10	↓	-61	↓	197	↑	207	↑
Allemagne	2,15	1,93	2,17	-0,18	-0,35	22	↑	-2	↓	233	↑	250	↑
France	2,68	2,40	2,69	0,20	0,01	28	↑	-1	↓	248	↑	267	↑
Italie	4,30	3,84	4,29	1,17	0,97	46	↑	1	↓	313	↑	332	↑
Royaume-Uni	3,33	3,18	3,46	0,97	0,76	15	↑	-13	↓	236	↑	257	↑
Japon	0,25	0,26	0,25	0,07	0,05	0	↓	0	↑	18	↑	21	↑
Crédit													
Indice Itraxx Main	97,2	89,4	107,2	47,8	50,1	7,7	↑	-10,0	↓	49,4	↑	47,1	↑
Indice Itraxx Crossover	506,2	458,6	523,1	241,7	249,9	47,6	↑	-16,9	↓	264,5	↑	256,3	↑

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, le marché actions de la zone Euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) baisse de 3% dans une semaine marquée et rythmée par les interventions des grandes banques centrales (Etats-Unis, Zone Euro et Angleterre). Plus particulièrement, ce sont les commentaires de Christine Lagarde et de la Banque Centrale Européenne sur la nécessité de maintenir un rythme soutenu de resserrement de politique monétaire en Zone Euro qui ont entraîné la plus forte baisse quotidienne de la semaine (-3,06%). Depuis le début de l'année, le recul atteint donc maintenant près de 15%.

Le secteur de la technologie affiche la plus mauvaise performance à -5%, conséquence de la baisse des multiples de valorisation liée à la remontée des taux d'intérêt sur la semaine. Pèse également la sphère des semi-conducteurs, victime de tensions géopolitiques et de potentielles restrictions commerciales. L'immobilier (-5%) est également affecté par l'environnement de taux, tandis que les rares rebonds hebdomadaires sont logiquement à mettre au crédit des banques.

En termes de performances géographiques, ce sont les pays nordiques qui sont les plus affectés, notamment la Suède (forte exposition au secteur de la technologie et de l'industrie) et la Finlande (baisse des sociétés liées aux matériaux). On retrouve d'ailleurs ces deux pays dans les plus fortes baisses de l'année à respectivement -21% et -17%.

Le Focus de la semaine : Infrastructures télécoms : changement de paradigme ?

Sur la dernière décennie, de nombreux acteurs européens des services de télécommunication ont cédé leurs tours télécoms. On désigne ici les infrastructures dites passives (mâts, pylônes, tours) hors équipements d'émission d'ondes (antennes et émetteurs). Ces actifs sont cruciaux pour la connectivité dans un monde où la consommation de données mobiles croît de près de 30% par an. Au départ, il s'agissait surtout pour les acteurs aux bilans les plus fragiles de réduire leur dette et de financer les futurs déploiements (en particulier concernant les technologies de nouvelles générations 5G et fibre optique) dans un contexte difficile pour les acteurs historiques de services de télécommunication (régulation déflationniste et concurrence acharnée). Plus récemment, cette tendance s'est diffusée à l'ensemble des opérateurs cherchant ainsi à externaliser la valeur de l'actif d'infrastructure qu'ils détiennent. Néanmoins, une fois cédé, l'opérateur doit payer des loyers, indexés sur l'inflation. Il perd ainsi le contrôle de son infrastructure et potentiellement son avantage concurrentiel en termes de réseaux. Plusieurs acteurs spécialisés ont donc émergé, qu'ils soient indépendants (Cellnex), ou encore liés à des opérateurs historiques (Inwit, Vantage, Totem). Ces acteurs s'inspirent de groupes venant des Etats-Unis tels que American Tower qui a d'ailleurs débuté depuis plusieurs années une expansion européenne (Allemagne, Espagne). Ils ont profité des taux faibles pour mener une politique d'acquisitions ambitieuse et ont été accompagnés par de grands noms du Capital Investissement cherchant des actifs stables pour déployer leurs capitaux levés.

La remontée des taux et le durcissement des conditions d'octroi de crédits annonce un changement de paradigme. Le leader européen, Cellnex, a donc récemment annoncé mettre fin à ses acquisitions importantes pour se concentrer sur sa croissance organique et la réduction de son endettement. Dans le même temps, Vodafone, en proie à une dette élevée, souhaite poursuivre son désengagement de sa filiale cotée spécialisée (Vantage). Ce mouvement est poussé par plusieurs activistes.

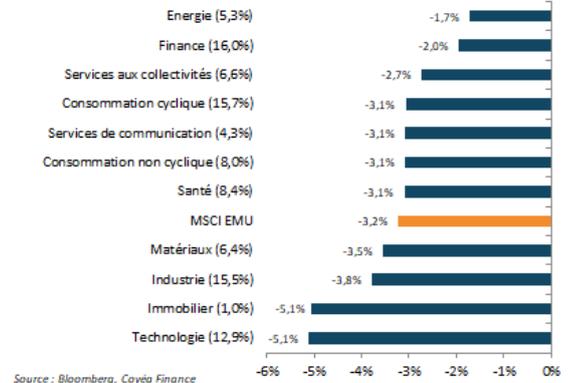
Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous suivons de près ces activités qui permettent les changements structurels et nul doute que l'actualité des infrastructures de télécommunication va rester chargée. Des mouvements pourraient intervenir de la même manière sur certains actifs dits « fixes » (réseau cuivre et fibre optique) à l'image du réseau italien de Telecom Italia.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Performances sectorielles du MSCI EMU du 09/12/2022 au 16/12/2022 (GICS)



Source : Bloomberg, Covéa Finance

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	16/12/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	132	136	130	154	151	-3,2	1,6	-14,5	-12,5	
MSCI EMU Mid Cap	901	927	898	1 094	1 062	-2,9	0,3	-17,7	-15,2	
MSCI EMU Small Cap	365	372	343	487	471	-1,9	6,3	-25,1	-22,5	
MSCI Europe	142	147	141	162	158	-3,3	1,0	-11,9	-9,9	
France CAC40	6 453	6 678	6 431	7 153	7 005	-3,4	0,3	-9,8	-7,9	
Allemagne DAX30	5 680	5 875	5 589	6 696	6 605	-3,3	1,6	-15,2	-14,0	
Italie MIB	23 688	24 277	23 780	27 445	26 782	-2,4	-0,4	-13,7	-11,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 332	7 477	7 296	7 385	7 261	-1,9	0,5	-0,7	1,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 412	8 702	8 277	8 777	8 537	-3,3	1,6	-4,2	-1,5	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés sont en baisse sur la semaine, pénalisés par la défiance persistante à l'égard des marchés chinois, malgré une poursuite du relâchement des contraintes sanitaires dans le pays. Dans ce contexte peu porteur, on notera toutefois la surperformance des marchés exposés à la hausse du prix du pétrole et de matières premières, à savoir l'Indonésie et la Malaisie. En termes sectoriels, les secteurs de l'énergie et des matériaux de base ont enregistré les meilleures performances. Au plan politique, on notera la résurgence des tensions militaires entre la Chine et l'Inde qui se défient sur leur frontière disputée de l'Himalaya.

Aux Etats-Unis, après un début de semaine encourageant, les indices américains ont enregistré un repli marqué après la réunion du FOMC de mercredi, en réaction directe aux commentaires de Jerome Powell qui maintient sa ligne de conduite en faveur d'un resserrement monétaire prolongé. En outre, malgré des données marquant une décélération du rythme d'inflation, plusieurs statistiques économiques ont ravivé les craintes de récession et pesé sur le sentiment des investisseurs. En termes sectoriels, les valeurs de technologie et de consommation discrétionnaire (sensibles à la conjoncture) et les financières (suite au repli des rendements obligataires) ont sous-performé l'indice général. En revanche, les valeurs défensives (services publics, immobilier, santé et consommation de base) et l'énergie (favorisée par le rebond des prix du WTI) ont surperformé. Dans un contexte géopolitique toujours tendu, l'administration Biden est prête à ajouter plus de 30 nouvelles sociétés chinoises sur sa liste noire ; celles-ci auront 60 jours pour prouver que leurs activités commerciales ne mettent pas en danger la sécurité nationale des États-Unis, faute de quoi, elles seront coupées de tous leurs fournisseurs basés aux États-Unis.

Le Focus de la semaine : Les semiconducteurs, à la croisée entre enjeux de souveraineté et contraintes d'alignement sur les positions américaines

Au cours de la dernière semaine, les Etats-Unis ont confirmé tenir des discussions avec le Japon et les Pays-Bas sur le renforcement des contrôles sur les exportations d'équipements de fabrication de semi-conducteurs vers la Chine. Les Pays-Bas (forts de la position de leader incontournable en matière de gravure grâce à ASML), ainsi que le Japon (via des fournisseurs d'équipements critiques dans le processus de fabrication des puces, tels que Tokyo Electron ou Lasertec) envoient ainsi un signal de ralliement aux Etats-Unis. Dans cette lignée, Taiwan a annoncé des dépenses d'investissement colossales par TSMC, fleuron de la technologie taiwanaise, pour 40 milliards de dollars sur le territoire américain, accentuant une nouvelle fois sa coopération avec les Etats-Unis. En réponse à tous ces éléments, la Chine a lancé une plainte auprès de l'OMC pour s'opposer aux mesures américaines d'ores et déjà mises en place sur les exportations de puces datant d'octobre dernier. Cette plainte s'ajoute à l'annonce par la Chine d'un programme de près de \$143 milliards ayant pour objectif d'augmenter sa souveraineté en matière de fabrication de semiconducteurs. Ces nouveaux choix forts de la part des pays dans le secteur des semiconducteurs viennent, une nouvelle fois, accentuer la bipolarisation à laquelle nous sommes en train d'assister et sur laquelle nos perspectives économiques et financières insistent depuis 2020.

Illustration : Lasertec et ASML sur 5 ans

Performance de Lasertec et ASML sur 5 ans en base 100.



Sources : Covéo Finance, bloomberg.

Kenn Gagnon

Adjoint au Responsable d'Equipe Gestions Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	16/12/22	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	3 852	3 934	3 749	4 766	4 621	-2,1	2,8	-19,2	-16,6	-2,5	-2,8	-13,2	-11,5
Etats-Unis - Dow Jones	32 920	33 476	32 514	36 338	35 365	-1,7	1,3	-9,4	-6,9	-2,1	-4,2	-2,7	-1,2
Etats-Unis - Nasdaq	10 705	11 005	10 353	15 645	15 170	-2,7	3,4	-31,6	-29,4	-3,1	-2,2	-26,5	-25,1
Japon Nikkei 300	410	413	411	420	418	-0,6	-0,2	-2,2	-1,7	-1,3	1,0	-11,6	-13,3
Corée du Sud KOSPI	2 360	2 389	2 424	2 993	3 018	-1,2	-2,7	-21,2	-21,8	-2,4	-3,9	-23,8	-24,7
Chine - Shanghai	3 168	3 207	3 048	3 640	3 632	-1,2	3,9	-13,0	-12,8	-2,4	2,0	-15,2	-15,3
Hong Kong Hang Seng	19 451	19 901	16 359	23 398	23 193	-2,3	18,9	-16,9	-16,1	-2,7	13,4	-10,6	-10,8
Marchés Emergents - MSCI	957	978	900	1 232	1 216	-2,1	6,3	-22,3	-21,3	-2,6	0,6	-16,5	-16,4

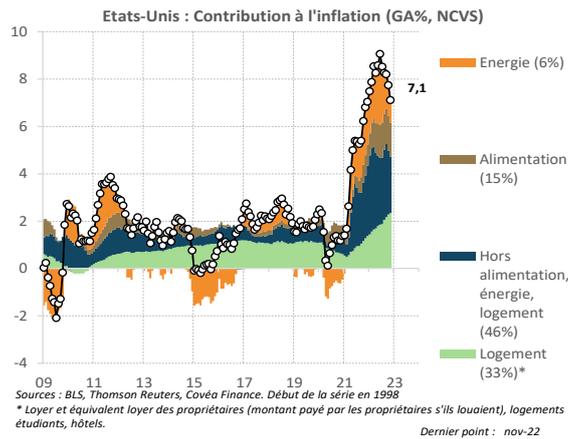
Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve fédérale maintient le cap et ne compte pas abattre »

La publication des prix à la consommation de novembre suggère un début d'apaisement des pressions inflationnistes. L'indice des prix a progressé de 0,1% en glissement mensuel, après 0,4% en octobre, et affiche une croissance annuelle en décélération à 7,1%, après 7,7% le mois précédent. Les prix de l'énergie enregistrent une baisse mensuelle de -1,6%, et les prix de l'alimentation progressent moins rapidement (+0,5%). Hors alimentation et énergie, les prix s'inscrivent en hausse de 0,2% ce qui constitue la plus faible progression mensuelle depuis août 2021. En rythme annuel, l'inflation sous-jacente s'établit ainsi à 6%, après 6,3% le mois précédent. Le fléchissement concerne particulièrement les biens, qui affichent (hors alimentation et énergie) une baisse de -0,5% sur le mois, en lien avec un nouveau recul marqué du prix des véhicules d'occasion (-2,8% sur le mois). Les prix de l'habillement se reprennent toutefois (+0,2%) après deux



mois de repli. Du côté des services, la dynamique se modère avec une progression mensuelle de 0,3%. La composante logement ralentit quelque peu (+0,6%) du fait d'un recul des prix de l'hôtellerie (-0,7%), mais la partie loyer reste robuste avec une progression mensuelle de 0,7%. Si les loyers actuellement contractés montrent des signes de baisse, ils ne devraient se répercuter dans l'indice des prix que courant 2023. On peut relever que les prix des services hors alimentation, énergie et logement sont restés stables sur le mois, ce qui peut être interprété comme un signal positif quant à la diffusion des tensions. **Cette publication ne peut être accueillie que favorablement par la Réserve fédérale (Fed), mais davantage de progrès seront nécessaires pour convaincre les banquiers centraux que l'inflation est sur une trajectoire baissière durable.**

Le comité de politique monétaire (FOMC) a ainsi poursuivi le resserrement monétaire lors de la réunion de décembre, en relevant comme attendu la fourchette cible du taux directeur (fed funds) de 50 points de base (bp), la portant à [4,25%, 4,5%], après 4 hausses consécutives de 75 bp. Si le comité ralentit le rythme, il prévoit bien de prolonger le mouvement de resserrement. Les prévisions individuelles des membres du comité indiquent que le taux directeur pourrait être porté à [5 ; 5,25%] d'ici la fin d'année 2023, soit une augmentation de 50 points de base par rapport à la trajectoire présentée en septembre dans le précédent jeu de prévisions. On peut relever que 17 membres du FOMC sur 19 voient un taux terminal (point haut du cycle de resserrement) au moins à ce niveau l'année prochaine, ce qui indique qu'un positionnement restrictif fait largement consensus au sein du comité. Le

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-22	2,5	3,3	-7,0	4,9
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-22	6,5	8,3	0,6	19,8
Inflation	IPC, GA%, NCVS	nov.-22	7,1	7,7	1,2	4,7
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	nov.-22	6,0	6,3	1,7	3,6

*Du 12/12/2022 au 18/12/2022 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Président de la Fed, Jerome Powell, a par ailleurs précisé que ces prévisions intégraient les chiffres d'inflation publiés la veille de la réunion. **La détermination du point haut du cycle, et la durée du maintien du taux directeur à ce niveau, seront avant tout fonction de l'évolution du marché du travail, où les tensions demeurent trop fortes à ce stade pour que les prix des services puissent s'inscrire durablement en baisse.** Pour 2024 et 2025, les prévisions font part d'un assouplissement de 100 points de base par an, ce qui laisserait le taux directeur à 3,1% fin 2025, un niveau qui resterait encore restrictif car supérieur au taux neutre estimé à 2,5% par la Fed. Les prévisions économiques ont été révisées dans un sens défavorable, avec une croissance plus faible (0,5% en 2023, contre 1,2% en septembre), un taux de chômage plus élevé (4,6% en 2023, contre 4,4%) et une inflation plus persistante (3,1%, en 2023 contre 2,8%, puis 2,5% en 2024). Par ailleurs, le communiqué accompagnant la décision n'a pas été modifié, signe que la légère détente des données d'inflation en novembre n'a pas provoqué d'inflexion quant à l'appréciation de la dynamique des prix chez les membres du comité.

Les données économiques publiées cette semaine font part d'un ralentissement de la dynamique d'activité, une orientation davantage en phase avec la récente dégradation des indicateurs d'enquête. La production industrielle a ainsi enregistré un deuxième mois consécutif de baisse en novembre (-0,2% en glissement mensuel) sous l'effet d'une baisse marquée de la production manufacturière jusqu'ici résistante (-0,6%, première baisse depuis juin). La contraction concerne les équipements de transport (-1,2%) qui restaient sur une phase de rattrapage, mais aussi l'alimentaire (-0,6%) et les machines (-0,2%). La production du secteur minier, qui affichait une belle vigueur depuis le début d'année dans le contexte de montée des prix des hydrocarbures, enregistre en novembre un deuxième mois consécutif de baisse (-0,7%), avec des faiblesses dans l'extraction de pétrole et gaz (-0,7%), mais aussi dans les minerais (-1,2%). Les services aux collectivités (électricité, gaz) demeurent en revanche bien orientés (+3,6%). En rythme annuel, la croissance de la production industrielle fléchit sensiblement, à 2,5%, au plus bas depuis le début d'année 2021. Par ailleurs, les indicateurs d'enquête publiés cette semaine signalent une dégradation supplémentaire en décembre (PMI manufacturier et services, indicateur manufacturier de la Fed de New York).

Du côté des ménages, la vigueur des dépenses semble s'effriter quelque peu. Les ventes au détail en valeur ont enregistré une baisse de 0,6% en glissement mensuel en novembre, la plus forte enregistrée en 2022. Des reculs marqués sont relevés dans les ventes de véhicules (-2,6%), de mobiliers et équipements de maison (-2,2%) et de matériaux de construction (-2,5%). Les ventes sur internet sont également en baisse (-0,9%), tandis que la restauration affiche toujours une bonne dynamique (+0,9%). Ce repli mensuel pourrait n'être qu'un contre-coup après un mois d'octobre particulièrement solide (+1,3%), mais le caractère généralisé de la faiblesse enregistrée en novembre incite à la prudence quant à l'orientation de la consommation.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



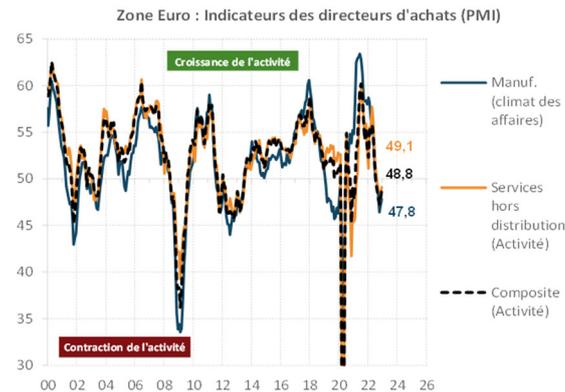
Suivi Macroéconomique

Europe

« Les enquêtes confirment l'atténuation des tensions inflationnistes »

En Zone euro, la production industrielle a chuté de 2% en octobre par rapport au mois précédent, après deux mois de forte hausse. Parmi les grands secteurs, seul celui des biens de consommation non-durables (+ 0,3%) a enregistré une hausse en octobre. Sur un an, le rythme de croissance est revenu à 3,4%, après 5,1% le mois précédent. La relative résistance de l'activité manufacturière de la Zone euro justifie les récentes révisions à la hausse des prévisions de croissance de l'IfO pour l'Allemagne et de la BCE pour l'ensemble de la Zone euro pour 2022. Elle consacre l'excès de pessimisme qui ressort des résultats des enquêtes de conjoncture. D'ailleurs, ces derniers tendent à se redresser ces tout derniers mois. En France, l'indice INSEE de climat des affaires a ainsi encore progressé en décembre. A 102,5, il est au-dessus de sa moyenne de long terme (100 par construction). Pourtant, la France est le seul pays couvert par les enquêtes S&P Global pour lequel le PMI composite d'activité a encore baissé en décembre.

Notamment grâce à la confirmation d'une moindre contraction de l'activité dans l'industrie manufacturière en Allemagne, le PMI composite de la Zone euro a progressé d'un point en décembre, à 48,8 (plus haut de quatre mois). Ces enquêtes montrent une atténuation des tensions inflationnistes, notamment grâce à de moindres tensions sur les chaînes de production, qui se traduit par un ralentissement des prix payés et facturés.



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : déc 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
ZE	PMI Services	Indice	déc.-22	49,1	48,5	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice	déc.-22	47,8	47,1	48,6	60,2
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-22	2,6	4,2	-7,5	8,0
AL	PMI Services	Indice	déc.-22	49,0	46,1	44,6	53,1
	PMI Manuf.	Indice	déc.-22	47,4	46,2	49,1	61,6
	ZEW	Indice	déc.-22	-23,3	-36,7	40,6	54,9
FR	PMI Services	Indice	déc.-22	48,1	49,3	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice	déc.-22	48,9	48,3	47,8	56,7
	PMI Services	Indice	déc.-22	50,0	48,8	45,9	56,1
RU	PMI Manuf.	Indice	déc.-22	44,7	46,5	50,2	59,2
	Taux de chômage	% de la pop. active	sept.-22	3,7	3,6	5,1	4,0
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-22	-2,4	-3,1	1,3	7,4
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	nov.-22	10,7	11,1	0,9	2,6
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	nov.-22	6,3	6,5	1,4	2,4

* Du 12/12/2022 au 18/12/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

d'autorisation des paiements en liquide de 2000 euros à 5000 euros ou la possibilité offerte aux commerçants de pouvoir refuser le paiement par carte bancaire pour les transactions de moins de 60 euros.

L'Allemagne ne devrait pas atteindre en 2023 l'objectif fixé par l'OTAN, qui recommande à ses membres de consacrer 2% de leur PIB aux dépenses militaires. A la suite de l'invasion russe en Ukraine, le chancelier Olaf Scholz avait annoncé la création d'un fonds de 100 milliards d'euros destinés au secteur militaire. Le Parlement allemand a validé cette semaine des premières mesures financées via cette enveloppe. Ainsi, 13 milliards d'euros seront dépensés en 2023 ce qui ne permettra pas à l'Allemagne d'atteindre l'objectif de l'OTAN.

Au Royaume-Uni, les données d'activité confirment le ralentissement de l'économie. Après le recul de -0,6% enregistré en septembre, imputable en partie à la période de deuil national consécutif au décès de la Reine, l'estimation mensuelle du PIB du Royaume-Uni a rebondi de 0,5% en octobre. Selon cette estimation, l'activité reste toutefois en recul de 0,3% sur les trois derniers mois par rapport aux mois de mai à juillet, pénalisée par le déclin de la production industrielle. L'activité devrait poursuivre son ralentissement, l'indicateur PMI composite s'étant inscrit en zone de contraction pour le 5^{ème} mois consécutif en décembre, avec un recul marqué de la sous-composante production manufacturière. Du côté des prix, l'inflation reflue légèrement en novembre mais se maintient à des niveaux élevés à 10,7%, pesant sur la consommation des ménages. Les ventes au détail sont ainsi en recul de 5,9% sur un an. Dans le même temps, les salaires continuent d'accélérer (+6,1% en glissement annuel) malgré une légère hausse du taux de chômage qui s'établit à 3,7%.

La Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 50 points de base, le portant à 3,5%. Alors qu'à l'issue de la réunion du mois de novembre, la BoE avait déclaré que les taux n'auraient pas besoin d'augmenter aussi loin que ce qu'anticipent les marchés, elle a cette fois-ci prévenu que de nouvelles hausses de taux pourraient être nécessaires. L'institution a souligné que le marché du travail reste tendu, et qu'il existe des preuves que les pressions inflationnistes sont de plus en plus alimentées par des facteurs domestiques, ce qui justifie la poursuite de la normalisation de la politique monétaire.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : La BCE n'en a pas terminé avec le relèvement de ses taux directeurs

La BCE a décidé jeudi de relever ses taux directeurs de 50 points de base, un mouvement largement attendu. Le taux principal de refinancement passe ainsi à 2,50%, le taux de la facilité de dépôt à 2,00% et celui de la facilité marginale de prêt à 2,75%.

Parallèlement, et comme annoncé préalablement, **les banquiers centraux européens se sont mis d'accord sur l'amorce de diminution du portefeuille de titres acquis par l'Eurosystème dans le cadre de l'assouplissement quantitatif de sa politique.** Ce « resserrement quantitatif », terme qu'utilise Christine Lagarde tout en affirmant que le mouvement ne doit pas être interprété en termes de politique monétaire, débutera au début du mois de mars. Il ne concernera que les titres acquis dans le cadre de l'Asset Purchase Programme (APP). La taille du portefeuille accumulé via le Programme d'achat d'urgence Pandémie (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) restera stable « au moins jusqu'à fin 2024 », au travers du réinvestissement intégral du produit des titres arrivés à échéance.

La réduction envisagée du portefeuille APP sera de 15 Mds € par mois en moyenne jusqu'à la fin du deuxième trimestre, ce qui représente la moitié des tombées mensuelles sur la période. Ensuite le rythme de « resserrement quantitatif » sera ajusté au fil du temps, notamment en fonction de son impact sur les marchés et sur la stabilité financière.

Le message sur lequel Christine Lagarde a tenu à insister concerne la poursuite du mouvement de relèvement des taux directeurs. Ils sont l'arme privilégiée de la BCE dans sa lutte contre l'inflation. Or, les projections économiques des équipes du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) montrent un risque important que l'inflation reste durablement plus élevée que le souhaite le niveau défini comme correspondant à la stabilité des prix. Certes, à 2,3% en moyenne en 2025, le rythme de hausse des prix pourrait alors être conforme aux désirs des banquiers centraux à la fin de cette année. Mais Christine Lagarde a insisté sur deux points : 1) les risques associés à ces prévisions montrent qu'il est plus probable que l'inflation sera plus élevée qu'attendu plutôt que le contraire ; 2) ces prévisions sont réalisées dans l'hypothèse que les taux d'intérêt suivront les évolutions attendues par les marchés (anticipations relevées au 23 novembre). La conclusion qu'en tire la majorité du Conseil des Gouverneurs de la BCE est qu'il devrait être nécessaire de plus augmenter les taux directeurs qu'il est aujourd'hui attendu et de les maintenir au niveau atteint pendant plus longtemps.

Christine Lagarde affirme que, contrairement à d'autres banques centrales, la BCE n'est pas au « pivot » de sa politique monétaire. Elle est loin d'en avoir fini de devoir durcir sa politique pour lutter contre une inflation trop élevée et encore attendue trop élevée.

La dégradation de la conjoncture économique ne semble pas devoir freiner les banquiers centraux européens. La nouvelle mouture des prévisions des équipes du SEBC montre ainsi une révision à la hausse de la prévision de croissance pour cette année, qui correspond au constat déjà effectué d'une dégradation plus importante des résultats des enquêtes de conjoncture que des données statistiques en dur. Ces prévisions incorporent une récession courte de faible intensité, avec une baisse du PIB de la Zone euro au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023, suivie d'une reprise progressive de l'activité. Dès 2024 et 2025, la croissance retrouverait son rythme de croisière d'avant crise avec une progression de l'activité de 1,9% en 2024 et 1,8% en 2025.

Les perspectives d'inflation sont révisées en hausse pour 2022, 2023 et 2024. Un net reflux interviendrait en 2025, mais il laisserait le rythme de hausse des prix à un niveau supérieur à celui défini par la banque centrale comme correspondant à la « stabilité des prix ». Les évolutions attendues des « noyaux durs » des indices de prix (hors énergie, hors énergie et alimentation, hors énergie alimentation et taxes indirectes) ont aussi été revues à la hausse pour 2022 à 2024. Dans les trois cas, ces mesures de l'inflation sous-jacente resteraient supérieures à 2,0% en 2025.

Projections de croissance et d'inflation de la BCE pour la Zone euro (% sur un an)				
	2022	2023	2024	2025
Variation du PIB				
Prévisions de Décembre 2022	3,4	0,5	1,9	1,8
Prévisions de Septembre 2022	3,1	0,9	1,9	
Inflation				
Prévisions de Décembre 2022	8,4	6,3	3,4	2,3
Prévisions de Septembre 2022	8,1	5,5	2,3	
Inflation sous-jacente				
Prévisions de Décembre 2022	3,9	4,2	2,8	2,4
Prévisions de Septembre 2022	3,9	3,4	2,3	

Source : Banque Centrale Européenne, Covéa Finance

Jean-Louis Mourier

Economiste Europe

Suivi Macroéconomique

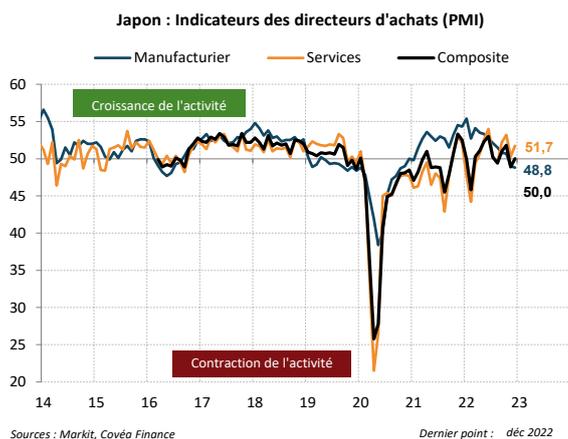
Asie

« Le redressement de l'économie chinoise devrait être entravé par la progression de l'épidémie »

Au Japon, les indicateurs d'enquête rapportent une modération de la dynamique manufacturière alors que le secteur des services reste bien orienté en cette fin d'année 2022. Du côté de l'enquête Tankan de la Banque du Japon, l'indice de climat des affaires manufacturier se modère légèrement à 7 au T4 (contre 8 au T3) et atteint ainsi son niveau le plus bas depuis le T2 2021 alors que les entreprises interrogées attendent encore une légère modération de l'activité au T1 2023. L'enquête rapporte en effet une demande extérieure plus faible, qu'illustre également la modération des données de commerce de novembre, et des niveaux de stocks plus importants pour les sociétés manufacturières. Du côté du secteur non-manufacturier, l'indice de climat des affaires maintient sa forte dynamique pour atteindre 19 au T4, se rapprochant ainsi de son niveau pré-pandémie, mais les perspectives sont moins bien orientées pour le T1 2023. Le dynamisme

de la composante service de l'indice semble notamment avoir bénéficié de l'assouplissement des conditions d'accès pour les touristes sur le territoire japonais durant le dernier trimestre 2022. Cette hétérogénéité sectorielle s'observe également au regard de l'enquête PMI pour le mois de décembre. En effet, l'indice PMI manufacturier reste en zone de contraction de l'activité sur le mois à 48,8 (contre 49 en novembre), alors que l'indice PMI services se maintient en zone d'expansion pour un quatrième mois consécutif et progresse à 51,7 (contre 50,3 en novembre).

Les Etats-Unis renforcent les restrictions pour les entreprises technologiques chinoises. Le gouvernement américain a annoncé que 36 entreprises, principalement des producteurs de semi-conducteurs, seront ajoutées à sa liste noire. Cette décision implique qu'il sera désormais beaucoup plus compliqué pour les entreprises américaines d'exporter certains produits présentant un contenu technologique jugé stratégique à destination de ces entreprises. En particulier, cette mesure concerne la société Yangtze Memory Technologies qui est le plus grand fabricant de puces mémoire de Chine. Cette dernière annonce illustre le renforcement des tensions commerciales entre les deux pays quelques jours après que la Chine a lancé une procédure contre les Etats-Unis à l'OMC au sujet des mesures de contrôle des exportations de semi-conducteurs déjà annoncées en octobre dernier. **Outre le conflit commercial avec les Etats-Unis, la Chine a également vu ses relations se dégrader encore davantage avec l'Inde alors que de nouvelles escarmouches ont eu lieu au niveau de la frontière contestée entre les deux pays dans l'est de l'Himalaya.**



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : déc 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
JP	PMI Services	Indice	déc.-22	51,7	50,3	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice	déc.-22	48,8	49,0	45,8	52,7
	Exportations	Val, CVS, GA%	nov.-22	19,4	27,4	-11,4	21,7
	Importations	Val, CVS, GA%	nov.-22	33,1	52,0	-14,1	25,2
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	nov.-22	5,3	5,8	2,9	4,9
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	nov.-22	2,2	5,0	3,4	9,3
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	nov.-22	-5,9	-0,5	-2,9	12,4

*Du 12/12/2022 au 18/12/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Focus : un troisième creux pour la croissance chinoise et des perspectives toujours contrastées

Les données d'activité chinoises s'inscrivent en nette détérioration sur le mois de novembre dans un contexte sanitaire dégradé

Certes, le recul de l'activité est bien moins prononcé que ceux observés en février 2020 et avril 2022, mais il n'en demeure pas moins que l'économie chinoise connaît désormais son troisième creux depuis le début de la crise pandémique.

Sans surprise, la consommation a été particulièrement affectée par la remontée des contaminations et des restrictions sanitaires. Les ventes au détail affichent une forte contraction à -5,9% en glissement annuel après -0,5% en octobre, principalement en lien avec le déclin des secteurs les plus exposés au recul de la mobilité comme la restauration alors que les ventes de biens discrétionnaires pâtissent également du poids des incertitudes.

La détérioration économique s'est également étendue à la production industrielle qui, si elle maintient une croissance positive à 2,2% en glissement annuel, affiche une contraction à -0,3% en glissement mensuel qui a été largement généralisée sur le plan sectoriel alors que les restrictions sanitaires et le recul de la demande mondiale pénalisent l'activité.

Les investissements se sont également contractés à -0,9% en rythme mensuel mais conserve une dynamique légèrement positive en glissement annuel (+0,7%). Cette baisse reflète principalement la poursuite du fort déclin des investissements immobiliers (-19,9% en glissement annuel). En dépit du récent renforcement des soutiens gouvernementaux, le secteur poursuit sa détérioration comme l'illustre également la baisse de 30% des ventes de logement. En revanche, les investissements en infrastructures conservent une dynamique prononcée avec une croissance de 13,4% en glissement annuel, grâce aux assouplissements budgétaires et monétaires des autorités, ce qui permet de compenser partiellement le déclin du secteur immobilier. En outre, les investissements dans l'industrie manufacturière ralentissent quelque peu mais conservent une croissance robuste à 6,2% en glissement annuel. Ces données d'investissement font écho

Suivi Macroéconomique

aux données sur le financement de l'économie qui s'inscrivent en modération sur le mois, surtout en lien avec le recul des crédits hypothécaires des ménages.

Malgré la levée des restrictions, le redressement économique sera probablement entravé par la détérioration sanitaire

La succession d'annonces en faveur d'une réouverture du pays devrait favoriser le redressement de l'activité. Toutefois, cet assouplissement des restrictions semble s'accompagner d'une forte hausse des contaminations, et ce en particulier à Pékin, au regard de la progression des admissions dans les services ambulatoires des hôpitaux et des recherches internet associées à l'épidémie – les statistiques officielles indiquent une baisse du nombre de cas mais elles sont biaisées par la forte réduction du nombre de tests réalisés. Ainsi, même sans restriction officielle, la propagation de l'épidémie devrait, au moins à court terme, affecter la mobilité de la population et freiner le redressement de l'activité.

Dans ce contexte, les autorités placent l'activité économique au cœur des préoccupations pour 2023

La Conférence centrale sur le travail économique pour l'année 2023, qui s'est tenue du 15 au 16 décembre, est un évènement annuel majeur de la vie politique chinoise qui permet aux autorités d'établir le programme pour l'économie et les secteurs financier et bancaire pour l'année suivante.

A cette occasion la communication des autorités s'est axée sur la nécessité de stabiliser l'activité face aux vents contraires que sont la contraction de la demande, les chocs d'offre, l'affaiblissement des anticipations ou encore un environnement extérieur plus volatil.

Ainsi, le gouvernement a présenté cinq axes politiques centraux pour 2023 :

- Stimuler la demande intérieure via (i) un soutien aux revenus des ménages, en particulier pour favoriser l'accès aux logements, aux véhicules propres et aux soins pour les personnes âgées et (ii) des mesures de soutien à l'investissement.
- Accélérer le développement d'une industrie moderne en soutenant l'innovation, en particulier dans le secteur du numérique et pour les activités favorisant la sécurité énergétique et alimentaire. La communication des autorités en faveur d'un soutien aux entreprises du numérique pourrait permettre de réduire les incertitudes réglementaires qui pèsent sur le secteur depuis plus d'un an. Concernant les semi-conducteurs, le gouvernement chinois serait, selon la presse, sur le point d'annoncer un plan de 143 Mds\$ pour soutenir la production face aux restrictions commerciales américaines.
- Apporter un soutien égal pour les entreprises d'État et les entreprises privées.
- Encourager les investissements étrangers et renforcer l'ouverture.
- Prendre des mesures pour prévenir et atténuer les risques économiques et financiers. Sur ce point, les autorités mettent l'accent sur la nécessité d'assurer un développement stable du marché du logement, notamment en garantissant la livraison des logements, en atténuant les risques pour les promoteurs seins et en soutenant la demande réelle de logements.

Concernant les perspectives de croissance, les autorités estiment que l'économie chinoise devrait s'améliorer en 2023 mais n'ont pas encore dévoilé de cible officielle de croissance.



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.