

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

6 février 2023

Rédacteurs

Gestion — Recherche

Tel est pris qui croyait prendre *

L'année obligataire s'est refermée sur des niveaux de taux d'intérêt aux plus hauts de l'année. Pour exemple, à 3.1%, la référence OAT 10 ans a retouché des points atteints il y a plus d'une décennie, fin 2011. Pourtant, ce même taux était encore en territoire négatif il y a 2 ans et nul il y a 12 mois. Un revirement brutal de tendance à la hauteur du manque d'anticipation de l'inflation (qui n'est pas dû uniquement à un « choc d'offre » exogène) et d'appréciation de sa durée, par l'ensemble des principales autorités monétaires.

Or ces hausses de taux de marché mettent à mal les résultats des Banques centrales par le jeu de la valorisation en forte baisse de leurs portefeuilles obligataires. Fed, BCE, Banque d'Angleterre, banques centrales suisse, belge ou néerlandaise, toutes enregistrent au titre de 2022 des pertes considérables des 2 côtés de l'Atlantique. Car la hausse des taux directeurs décidée par ces entités indépendantes a eu un double effet sur leur compte de résultat. D'une part, une rémunération en forte augmentation des réserves excédentaires bancaires (elles sont d'ailleurs anormalement élevées et traduisent un certain dysfonctionnement des marchés monétaires et interbancaires) et d'autre part une baisse comptable importante de la valeur, au prix de marché, des actifs obligataires de leur bilan. Si le premier effet négatif est de nature à durer aussi longtemps que les taux des banques centrales restent positifs (et que la lutte contre l'inflation perdure), le deuxième effet de valorisation devrait disparaître progressivement jusqu'à l'arrivée à échéance des obligations achetées. A moins que les Banques centrales ne décident de diminuer la taille de leur bilan plus rapidement qu'au rythme naturel d'extinction de leurs programmes d'achat d'actifs. Des cessations sur les marchés cristalliseraient alors ces pertes financières sans espoir de retour à meilleur fortune. Ces résultats négatifs des Banques centrales auront dans tous les cas des effets sur les budgets de leurs gouvernements respectifs. Comme toute entreprise, elles se trouvent cette année dans l'impossibilité de continuer à verser d'imposants dividendes qui manqueront aux Etats au moment où leurs politiques de soutien contribuent à la poursuite de programmes d'émission conséquents. Et comme toute entreprise privée qui lancerait un avertissement sur résultat, les quelques banques centrales qui ont une cotation sur les marchés de valeurs mobilières ont baissé avec cette inversion de tendance sur les taux d'intérêt, à l'image de la Banque nationale de Belgique dont la valeur a fondu de moitié en 2022.

Traduction du caractère extraordinaire des politiques monétaires mises en place après la crise de 2008, les banques centrales pourraient reporter leurs résultats négatifs et se trouver dans une situation de capital négatif. Un comble à l'heure de Bâle III ! Une recapitalisation par les Etats pourrait alors s'imposer de façon à maintenir la crédibilité de ces acteurs principaux. Une occasion historique du « politique » pour reprendre la main sur « l'économique » ?

* Le Rat et l'Huître, neuvième fable du livre VIII de Jean de La Fontaine

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

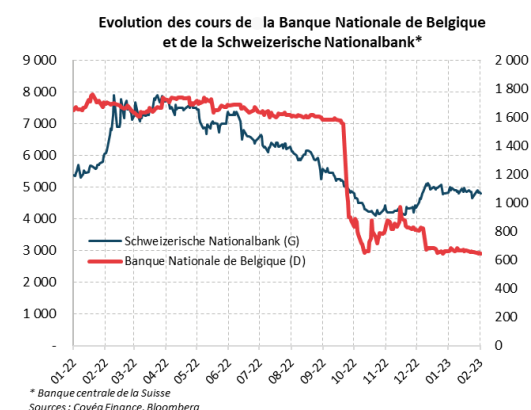
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...Une occasion historique du « politique » pour reprendre la main ... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	03/02/23	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,080	1,001	1,144	7,8	-5,6
€ / £	0,896	0,882	0,841	1,6	6,5
€ / Yen	141,62	146,60	131,54	-3,4	7,7
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	80	93	91	-13,7	-12,3
Indice CRB*	554	561	588	-1,3	-5,7
Prix de l'once d'Or	1 863	1 714	1 803	8,7	3,3
Prix de la tonne de cuivre	8 981	8 105	9 833	10,8	-8,7
Indice Baltic Dry**	621	1 393	1 425	-55,4	-56,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 007	1 579	5 010	-36,2	- 80

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 une forte volatilité avec des publications statistiques importantes et les réunions des 3 banques centrales : FED, BCE et BOE. Pour ces dernières, le marché retient plutôt, dans un premier temps, les éléments relatifs à la modération de l'inflation. Les rendements enregistrent des baisses spectaculaires, sur la journée, avant que l'évaluation du marché ne se tempère quelque peu le lendemain. Les très fortes créations d'emplois aux Etats-Unis permettent finalement de limiter la baisse des rendements européens, en fin de semaine. Ainsi l'OAT 10 ans a évolué entre un plus haut à 2.80% et un plus bas à 2.48% (post BCE) pour une clôture hebdomadaire à 2.64% et une baisse de 6 pbs* sur la semaine. On note un mouvement général d'aplatissement des courbes notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni où la baisse des taux 10 ans a été la plus spectaculaire (-27pbs). Dans ce contexte, le crédit enregistre une très bonne performance hebdomadaire. Le taux moyen de l'indice iBoxx Corporate de catégorie investissement est en baisse de 14pbs à 3.71%.

Le Focus de la semaine : Un déluge d'émissions bancaires !

Depuis le début de l'année, les volumes d'émissions bancaires sont sur des niveaux records. On recense, en effet, à ce stade de l'année, plus de 100 Mds€ de nouvelles émissions, soit le quart des volumes émis sur l'ensemble de l'année 2022 !

Au sein de l'univers bancaire, ce sont, en premier lieu, les dettes sécurisées (covered bonds) qui ont tiré les volumes à la hausse, avec près de 40Mds€. Les dettes Senior dites préférées** arrivent ensuite avec 30Mds€ et enfin les autres catégories de dettes répondant à des exigences réglementaires : Dettes Senior dite non préférées** (24Mds€), dettes Tier 2 (5Mds€) et Additionnal Tier 1*** (5Mds€). On note, parmi les nouvelles émissions de dettes Senior, qu'un quart d'entre elles répondent aux caractéristiques des obligations vertes ou durables.

Ce sont, au total, 126 nouvelles émissions qui ont été présentées aux marchés émanant d'un large ensemble de juridictions.

Le facteur principal expliquant ces importants volumes, s'agissant des émissions sécurisées et Senior préférées, réside dans l'arrivée à échéance progressive (630Mds€ en juin 2023 notamment) des opérations de financement à long terme (TLTRO) ayant permis aux banques d'obtenir auprès de la BCE des liquidités à des conditions très avantageuses. Les banques doivent, à présent, trouver des financements de substitution sur le marché afin de faire face à leur besoin de fonctionnement ou pour couvrir leurs exigences en matière de ratio de liquidité notamment. Dès lors, même si elles privilégient, les émissions de dettes les plus avantageuses, leur coût de financement va sensiblement augmenter entre un taux de marché entre 3 ou 4% (selon le format des émissions et la qualité des banques) et les conditions moyennes du TLTRO à -0.50%.

Pour autant, on observe, à ce stade, une très bonne capacité d'absorption par le marché. En moyenne, les émissions ont fait l'objet de demandes deux fois supérieures à l'offre et les titres ont en moyenne enregistré une légère réduction de leur prime de risque. Plus globalement, on observe que le secteur financier enregistre une performance en ligne avec celui du secteur non financier, autour de 3.1% depuis le début de l'année (indice iBoxx crédit financier et non financier).

Alors quelle dynamique pour le reste de l'année ? A court terme, la performance pourrait être entretenue par des résultats bancaires tirés par des hausses de revenus nets d'intérêt et une modeste dégradation de la qualité d'actifs. Cependant, les risques d'indigestion pour le marché existent si les volumes d'émissions se maintiennent à ce rythme. De plus, des questions se posent sur la dynamique du crédit face aux resserrements des conditions d'octroi par les banques, dans le contexte de durcissement de la politique monétaire de la BCE.

* pbs: points de base

** Nouveaux rangs de dettes introduites par une directive européenne de 2017 prévoyant la capacité d'absorption de pertes en cas de résolution pour les dettes Senior non préférées qui sont subordonnées aux dettes Senior préférées.

*** dettes subordonnées réglementaires entrant dans le calcul des différents ratios de solvabilité d'une banque

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	03/02/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	4,75	4,50	4,00	4,50	0,25	0,25	0,75	0,25	4,50			
BCE - Taux Repo	3,00	2,50	2,00	2,50	0,00	0,50	1,00	0,50	3,00			
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,50	2,00	1,50	2,00	-0,50	0,50	1,00	0,50	3,00			
Banque d'Angleterre	4,00	3,50	3,00	3,50	0,50	0,50	1,00	0,50	3,50			
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	3,52	3,50	4,09	3,87	1,83	2	-57	-35	169		-77	9
Allemagne	2,19	2,24	2,17	2,57	0,14	-5	2	-38	205		-35	3
France	2,64	2,70	2,69	3,12	0,58	-6	-4	-47	206		-5	34
Italie	4,03	4,10	4,29	4,72	1,64	-7	-26	-69	238		113	13
Royaume-Uni	3,06	3,32	3,46	3,67	1,37	-27	-40	-62	169		-14	53
Japon	0,50	0,49	0,25	0,42	0,18	1	24	7	32		52	104
Crédit												
Indice Itraxx Main	72,2	77,3	107,2	90,6	62,1	-5,1	-35,0	-18,4	10,1			
Indice Itraxx Crossover	379,2	405,0	523,1	474,1	300,3	-25,8	-143,9	-94,9	78,9			

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 (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) clôture en hausse de 2.1%. Les marchés européens ont bénéficié de publications des résultats annuels des entreprises ainsi que des propos de la Réserve Fédérale Américaine.

Dans ce contexte, le secteur qui a affiché la meilleure performance est la technologie en hausse de près de 6% sur la semaine passée. Outre la détente sur les taux d'intérêt de long terme, le secteur a été porté par des publications de bonne facture, Dassault Systèmes notamment dont les prévisions de chiffres d'affaires ont rassuré les investisseurs malgré une rentabilité qui pourrait rester sous pression cette année.

La semaine a été également marquée par la poursuite du reflux des cours du pétrole. C'est pourquoi le secteur de l'énergie a reculé de près de 5% la semaine passée, incluant Tenaris (-7%) et Neste Oil (-6%).

En termes géographiques, les actions suédoises affichent la meilleure performance hebdomadaire grâce aux publications annuelles des sociétés de biens d'équipement telles SKF, Alfa Laval et Assa Abloy. Les commandes de biens industriels restent soutenues sur la plupart marchés finaux et les sociétés du secteur se distinguent par leur capacité à augmenter suffisamment leur prix. En revanche, les indices locaux anglais et norvégiens ont terminé la semaine en baisse à cause de leur exposition importante aux valeurs pétrolières.

Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap est en nette hausse de 2.4% sur la semaine. En 2023, les petites valeurs affichent une hausse de 13%, en ligne par rapport à celle des grandes valeurs. Ceci traduit l'appétit des investisseurs pour les actions toutes capitalisations confondues.

Le Focus de la semaine : L'efficacité énergétique du bâtiment, élément fondamental pour la transition énergétique

La transition vers un monde décarboné est un des *changements structurels* que nous déclinons au sein de nos Perspectives Economiques et Financières. A ce titre, illustrons cette tendance au travers de la réduction de la consommation d'énergie dans les bâtiments, un impératif en matière de changement climatique.

Selon l'Agence Internationale de l'Energie, les bâtiments représentent près de 40% de la demande d'énergie en Europe et 30% des émissions de CO2. Le chauffage et les besoins en réfrigération sont les principaux facteurs de consommation d'énergie de ces bâtiments.

D'après la Commission Européenne, seulement 25% des bâtiments atteignent les objectifs d'efficacité énergétique. En outre, plus de 80% des bâtiments actuels seront toujours existants en 2050 ; par conséquent, ils ont besoin d'être rénovés et cette nécessité sera de surcroît, accentuée par la hausse récente de la facture énergétique.

Poussés par les pouvoirs politiques, ces objectifs sont ambitieux. Pour les atteindre, les outils sont : la réglementation, la sensibilisation pour favoriser les comportements éco-citoyens, et les incitations financières des ménages soucieux du caractère durable de leur habitation. En Europe, les exigences sur les certificats de performance énergétiques notés de A à G vont entraîner des mises aux normes des réseaux électriques. Les rénovations de bâtiments résidentiels devraient donc s'accélérer, notamment via la rénovation des tuyauteries et la modernisation des chaudières. Ainsi, à titre d'exemple, le gouvernement français vise 500 000 rénovations énergétiques par an et a fixé un objectif de zéro chaudière à fioul d'ici 2030 en instaurant une prime à la conversion des chaudières.

Ceci va bénéficier à l'ensemble de la chaîne de valeur de ce segment grâce aux commandes de produits, systèmes et logiciels qui permettent de mesurer et réduire la consommation énergétique des bâtiments, du thermostat connecté au système complet de gestion thermique. Ainsi, des sociétés européennes spécialistes en la matière comme Schneider Electric et Nemetschek, ou les fournisseurs de canalisations Aalberts ou Genuit sont particulièrement bien positionnées, leurs produits et services contribuant au caractère durable des constructions.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	03/02/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	148	143	130	132	148	3,6	↑	13,9	↑	-0,4
MSCI EMU Mid Cap	1 009	973	898	907	1 037	3,7	↑	12,3	↑	-2,7
MSCI EMU Small Cap	424	408	343	370	472	3,9	↑	23,4	↑	-10,3
MSCI Europe	155	152	141	143	156	1,8	↑	9,5	↑	-1,2
France CAC40	7 234	6 996	6 431	6 474	7 006	3,4	↑	12,5	↑	3,3
Allemagne DAX30	6 327	6 146	5 589	5 693	6 492	2,9	↑	13,2	↑	-2,5
Italie MIB	26 951	25 776	23 780	23 856	27 089	4,6	↑	13,3	↑	-0,5
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 902	7 771	7 296	7 452	7 529	1,7	↑	8,3	↑	5,0
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 823	8 874	8 277	8 417	8 950	-0,6	↓	6,6	↑	-1,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Globalement, **les marchés asiatiques** se sont repliés cette semaine. Pour autant, Taiwan affiche une forte hausse, tiré par le secteur technologique et notamment les semiconducteurs (commentaires rassurant d'ASML sur le cycle). L'Australie s'inscrit également en hausse, atteignant des plus hauts de 9 mois. A l'inverse, la Chine subit quelques prises de bénéfices, tandis que l'Inde continue d'être pénalisée par les déboires du groupe Adani. En effet, le groupe a poursuivi sa chute en bourse, avec l'annulation de sa levée de fonds record de 2,5 milliards de dollars au cours de la semaine. Dans les nouvelles transverses, notons que l'administration Biden aurait la volonté de ne plus accorder de licence à Huawei pour l'achat de technologies américaines. Cette interdiction concernerait l'ensemble des technologies, avancées ou non. Au Japon, après les annonces de fortes hausses des salaires annoncées par Fast Retailing, plusieurs groupes font de même : Aeon (grande distribution) a annoncé augmenter le salaire de ses travailleurs à temps partiel de 7%, tandis que le syndicat des employés de Toyota Motor est en négociation pour une augmentation générale. Par ailleurs, dans l'automobile, nous notons que le constructeur chinois BYD, dans sa stratégie d'expansion à l'international, a annoncé vouloir commercialiser ses véhicules au Japon après l'Europe il y a quelques semaines. Cette nouvelle est symbolique d'une ambition forte de la part de BYD, sur un marché mature, compétitif et où l'électrification est largement sous-pénétrée.

Aux Etats-Unis, les indices américains clôturent la semaine en hausse soutenus par la décision de la Banque centrale américaine de ralentir le rythme de hausse des taux et les propos de Jerome Powell sur l'amorçage d'un processus désinflationniste. Les publications de solides chiffres de l'emploi en fin de semaine sont venues cependant nuancer les espoirs d'une baisse des tensions sur le marché du travail et les perspectives d'une pause dans le resserrement monétaire. Dans ce contexte, les secteurs de la technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire ont affiché les meilleures performances malgré les résultats décevants des géants de l'internet (Apple, Amazon et Alphabet) confrontés au ralentissement de la demande sur l'électronique grand public, l'e-commerce, les activités de cloud et la publicité digitale. Dans les services de communication, Meta participe à la hausse du secteur suite à une publication rassurante sur les perspectives d'amélioration de rentabilité du groupe et surtout l'annonce d'un plan massif de rachat d'actions de \$40 milliards.

Le Focus de la semaine : General Motors sécurise ses approvisionnements en lithium

A l'occasion de sa publication trimestrielle, General Motors a annoncé une prise de participation de \$320 millions dans la société Lithium Americas, propriétaire du gisement de Thacker Pass dans le Nevada (1ère réserve des Etats-Unis et 3ème du monde, avec 3,7 millions de tonnes de carbonate de lithium identifiées). Cet investissement est le plus important jamais réalisé par un constructeur automobile pour sécuriser l'accès à des matières premières pour batteries. En contrepartie, GM reçoit un accès exclusif pour 10 ans à la phase 1 de production de carbonate de lithium (35,000 t/a à partir de 2026), un accès prioritaire à la phase 2 (60,000 t/a à partir de 2028) et la capacité d'investir \$330 millions supplémentaires pour monter jusqu'à 30% du capital de Lithium America. Le carbonate de lithium de Thacker Pass sera utilisé dans des batteries fabriquées conjointement par GM et LG dans quatre usines américaines et destinées à ses nouveaux sites de production de véhicules électriques situés dans le Michigan, le Tennessee et l'Ontario. Dans l'optique de produire plus de 1 million de véhicules électriques par an (à partir de 2025), GM s'efforce de sécuriser ses chaînes d'approvisionnement en matières premières, matériaux transformés et aligne sa démarche sur les trois priorités stratégiques énoncées par le gouvernement américain dans son programme de \$369 milliards en faveur de la transition énergétique (ie, l'«Inflation Reduction Act of 2022») : réduire les émissions de gaz à effet de serre, renforcer la sécurité et baisser les coûts énergétiques pour les Américains, et créer des emplois qualifiés sur l'ensemble des chaînes de valeur. Cette stratégie de sécurisation des matériaux pour batteries, partagée par Tesla (accord sur le nickel avec BHP) et Stellantis (accords sur le manganèse avec Element25 et le lithium avec Vulcan Energy) devrait continuer d'émerger parmi les grands constructeurs du monde. Au total, le renforcement de la souveraineté des Etats et la réorganisation des échanges mondiaux sont au cœur des réflexions de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) et constituent des thématiques d'investissement porteuses pour les portefeuilles sous gestion.

Performance de Lithium Americas depuis le début de l'année (en base 100).



Sources : Covéa Finance, Bloomberg.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	03/02/23	J-7	09/11/2022	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	09/11/2022	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2022	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 136	4 071	3 749	3 840	4 501	1,6	10,3	7,7	-8,1	2,3	2,3	6,8	-2,5
Etats-Unis - Dow Jones	33 926	33 978	32 514	33 147	35 090	-0,2	4,3	2,3	-3,3	0,5	-3,2	1,5	2,5
Etats-Unis - Nasdaq	12 007	11 622	10 353	10 466	14 098	3,3	16,0	14,7	-14,8	4,0	7,6	13,8	-9,7
Japon Nikkei 300	414	416	411	401	409	-0,5	0,7	3,3	1,4	-0,9	4,3	2,4	-5,5
Corée du Sud KOSPI	2 480	2 484	2 424	2 280	2 750	-0,1	2,3	8,8	-9,8	-0,1	5,1	9,1	-7,5
Chine - Shanghai	3 263	N/A	N/A	3 048	3 361	####	7,1	5,6	-2,9	####	6,1	6,0	-3,7
Hong Kong Hang Seng	21 660	22 689	16 359	19 781	24 573	-4,5	32,4	9,5	-11,9	-4,1	22,9	8,0	-7,2
Marchés Emergents - MSCI	1 039	1 051	900	956	1 221	-1,2	15,4	8,6	-14,9	-0,5	7,0	7,7	-9,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

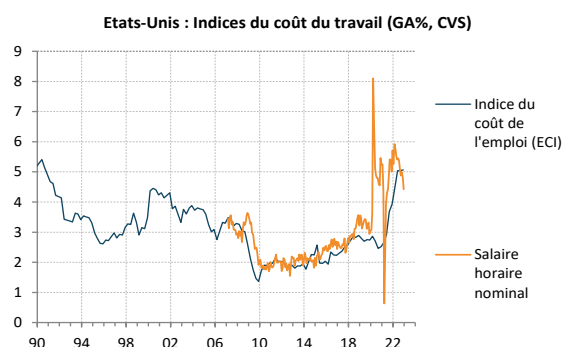
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le rapport d'emploi de janvier illustre la vigueur persistante du marché du travail »

Le maintien des tensions sur le marché du travail a été confirmé par le rapport d'emploi de janvier, qui fait part d'un rebond très significatif des créations de postes. Après 290 000 emplois en décembre, l'économie américaine a créé 517 000 nouveaux emplois en janvier, un rythme très supérieur aux attentes, au plus haut depuis juillet dernier. La vigueur des embauches est généralisée, mais les secteurs les plus moteurs ont été une fois de plus le tourisme et loisirs (128 000), l'éducation et santé (105 000) et les services spécialisés aux entreprises (82 000). La construction et le secteur manufacturier ajoutent respectivement 25 000 et 19 000 postes. Les éléments dans le rapport de décembre suggérant un début d'apaisement des tensions n'ont pas perduré. Le travail temporaire dans les services aux entreprises, qui avait enregistré deux mois de baisse marquée se reprend en janvier, et créé 26 000 postes. De même, le nombre d'heures

travaillées par semaine qui avait nettement reflué a rebondi en janvier, passant de 34,4 heures à 34,7 heures, au plus haut depuis mars 2023. Un des rares éléments de satisfaction, du point de vue de la Réserve fédérale, réside dans la faible progression du salaire horaire sur le mois (+0,3%) et une croissance annuelle qui ralentit à 4,4%. Le taux de chômage se réduit à 3,4% de la population active, un plus bas depuis 53 ans, malgré la légère progression du taux de participation à la population active qui passe de 62,3% à 62,4%, un niveau toujours en retrait par rapport à la situation d'avant crise. **Ce rapport illustre un dynamisme intact de l'emploi, à rebours de la volonté de la Réserve fédérale de refroidir le marché du travail afin de limiter le risque de boucle prix-salaire (voir focus page 7). Le Président Jerome Powell ayant insisté sur la dépendance aux données dans la conduite de la politique monétaire des prochains mois, cette publication induit assurément la poursuite d'une politique restrictive.**



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

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf. <i>Indice</i>	janv.-23	47,4	48,4	60,7	53,5
ISM Services <i>Indice</i>	janv.-23	55,2	49,2	62,4	56,1
ISM Manuf. - Prix payés <i>Indice</i>	janv.-23	44,5	39,4	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes <i>Indice</i>	janv.-23	42,5	45,1	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison <i>Indice</i>	janv.-23	45,6	45,1	72,9	57,3
Commandes à l'industrie <i>Val, CVS, GA%</i>	déc.-22	8,6	7,1	13,3	11,7
Dépenses de construction <i>Val, CVS, GA%</i>	déc.-22	13,8	13,9	-3,6	6,8
Conf. des consommateurs - Conference Board <i>Indice</i>	janv.-23	107,1	109,0	112,7	104,5
Taux de chômage <i>% de la pop. active</i>	janv.-23	3,4	3,5	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois <i>Milliers</i>	janv.-23	517	260	606	401
Salaires horaires nominaux <i>Val, CVS, GA%</i>	janv.-23	4,4	4,8	4,3	5,3

*Du 30/01/2023 au 05/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

et emploi (50,6)) fléchissent sur le mois et confirment un rebond en janvier après la chute enregistrée en décembre et repasse en zone d'expansion de l'activité (55,2 après 49,6). Les composantes niveau d'activité et nouvelles commandes tirent le rebond et s'établissent à 60,4 respectivement.

Après plusieurs mois de repli, le nombre d'offres d'emploi non pourvu a rebondi assez nettement en décembre (+5,5% en glissement mensuel) s'établissant à 11, 012 millions, au plus haut depuis juillet. Le ratio entre offres non pourvues et chômeur passe de 1,7 à 1,9, confirmant un déséquilibre très marqué entre offre et demande de travail.

La progression de l'indice de coût de l'emploi (ECI) a légèrement ralenti en fin d'année 2022, avec une hausse séquentielle de 1% au 4ème trimestre. Si ce rythme est plus faible que lors des trois trimestres précédents (1,2% au troisième trimestre), il demeure encore soutenu. La décélération concerne à la fois les salaires (+1%) et les avantages salariaux (primes, cotisations à des polices d'assurance, plan retraites...) qui progressent de 0,8%. En rythme annuel, l'ECI affiche une croissance en stabilisation à 5,1%, après 5% au T3, un rythme toujours trop élevé pour que la Réserve fédérale puisse considérer que les pressions salariales sont en phase avec son objectif d'inflation.

Du côté des données d'enquête, l'indicateur ISM manufacturier a enregistré un 5ème mois consécutif de baisse en janvier, passant de 48,4 à 47,4 points, un niveau renvoyant à une contraction marquée de l'activité. Les composantes majeures de l'indice (production (48), nouvelles commandes (42,5)

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



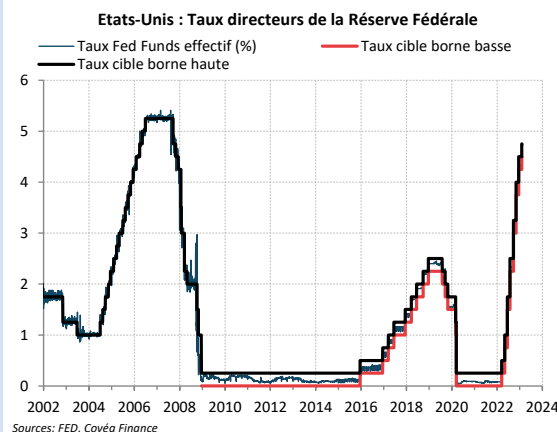
Suivi Macroéconomique

Focus Etats-Unis : La Réserve fédérale lève le pied mais ne désarme pas.

Conformément aux récentes déclarations de membres de la Réserve fédérale, le **comité de politique monétaire (FOMC) a ralenti le rythme du resserrement monétaire lors de sa réunion des 31 janvier et 1er février. Après une hausse de 50 points de base (pb) en décembre, les banquiers centraux ont voté à l'unanimité pour un relèvement de 25 pb de la fourchette des taux directeurs qui s'établit à [4,50% ; 4,75%].** La mention dans le communiqué de presse relative aux futurs mouvements n'a pas été amendée, le comité jugeant toujours que des hausses de taux « continues » restaient appropriées, ce qui suggère que la trajectoire envisagée lors de la réunion de décembre n'est pas modifiée. Ainsi, deux hausses supplémentaires de 25 pb en mars puis en mai semblent encore privilégiées par le comité, ce qu'a semblé confirmé Jerome Powell lors de la conférence de presse en affirmant que le comité parlaient de « quelques » hausses de taux supplémentaires.

Concernant l'inflation, le communiqué ne fait plus mention des pressions dues à un déséquilibre entre offre et demande lié à la pandémie et **M. Powell a reconnu que le processus de désinflation avait maintenant débuté**, tout en affirmant

que le travail n'est pas encore terminé en termes de resserrement. Il a par ailleurs semblé peu inquiet du récent assouplissement des conditions financières, estimant que cela reflète essentiellement le fait que le marché anticipe une baisse de l'inflation plus rapide que ce qu'anticipe le FOMC. Lors de la conférence de presse, le Président de la Réserve fédérale a détaillé l'analyse faite par le comité de la tendance récente de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) : concernant les biens, les pressions ont fini par se relâcher au cours des derniers mois, et de façon assez significative, en lien avec la normalisation des chaînes d'approvisionnement et la rotation de la demande vers les services. Pour la partie services de logement, la désinflation n'est pas encore concrète, mais la baisse des prix immobiliers observée depuis la mi-2022 devrait se matérialiser par un reflux courant 2023 de cette catégorie. **En revanche, pour la partie prix des services hors logement, énergie et alimentation, on ne relève pas de signaux de détente à ce stade.** Or cette catégorie, très dépendante de l'orientation des salaires, ne pourra selon le Président de la Réserve fédérale s'améliorer sans un meilleur équilibre sur le marché du travail, ce qui justifie la poursuite du resserrement. La difficulté à prévoir la rapidité de la baisse de l'inflation a été soulignée, en rappelant notamment le fait que pour les biens, la décrue qui avait été anticipée pour la fin 2021 par les membres du FOMC, n'était intervenue que fin 2022. **Le taux terminal du cycle de hausse et la durée du maintien de conditions restrictives seront donc décidés en fonction de l'orientation des données d'inflation et des conditions sur le marché du travail, où le risque d'un emballement de la boucle prix-salaire demeure.** Actuellement, le Président de la Réserve fédérale n'envisage pas de baisse de taux en 2023, mais il a reconnu que si l'inflation devait baisser plus rapidement que prévu, le comité devra le prendre en compte. Comme il prendra en compte le rapport d'emploi de janvier publié deux jours après la réunion de politique monétaire. Avec encore plus de 500 000 postes créés sur le mois, la détermination des banquiers centraux à refroidir le marché du travail n'en sera que renforcée, ce qui suggère une poursuite du relèvement des taux directeurs au-delà de 5%.

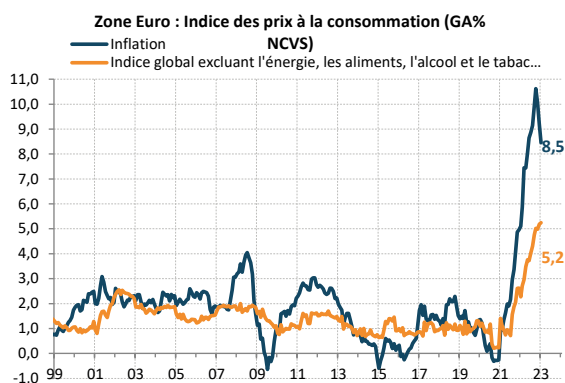


Suivi Macroéconomique

Europe

« Zone euro : l'inflation baisse, pas son noyau dur »

En zone euro, l'inflation a poursuivi son reflux au mois de janvier. La hausse sur douze mois de l'indice des prix à la consommation est revenue à 8,5%, un plus bas depuis le mois de mai dernier. Parmi les grandes catégories présentées dans cette estimation préliminaire, seuls les prix des produits alimentaires, alcool et tabac étaient en hausse par rapport au mois précédent (+ 1,4%, dont +1,3% pour les produits alimentaires non-transformés). La dégrise des prix de l'énergie s'est poursuivie le mois dernier, mais les prix des services ont aussi reculé (- 0,2%). La baisse des prix des biens hors énergie est plus anecdotique puisqu'elle reflète les baisses saisonnières de prix (soldes). L'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, tabac & alcool) s'est stabilisée à 5,2%, sa plus forte progression sur un an depuis qu'elle est calculée de cette manière, en 1997.



Sources : Eurostat, Covéa Finance, Thomson Reuters

Dernier point : janv 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-22	6,6	6,6	7,7
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	janv.-23	8,5	9,2	2,6
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	janv.-23	5,3	5,2	1,5
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	1,9	2,3	5,3
AL	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-22	2,9	3,0	3,6
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	déc.-22	-6,4	-5,1	0,6
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	1,1	1,4	2,6
FR	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-22	7,1	7,0	7,9
	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	déc.-22	-5,6	-5,1	3,9
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	1,4	0,7	5,7
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	0,5	1,0	6,8
IT	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-22	7,8	7,8	9,5
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	1,7	2,7	6,7
ES	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-22	13,1	13,0	14,8
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	déc.-22	2,2	-2,4	3,1
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	2,7	4,8	5,5

*Du 30/01/2023 au 05/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En première estimation, le PIB de la zone euro a progressé de 0,1% en glissement trimestriel au quatrième trimestre 2022. D'après les informations données en Espagne, en France ou en Allemagne, cette croissance résulte essentiellement de l'impact de la forte baisse des importations sur la contribution des échanges extérieurs. La consommation des ménages a baissé en fin d'année, alors que l'investissement a nettement ralenti.

La BCE a, une nouvelle fois, relevé ses taux directeurs de 50 points de base, le taux de dépôt atteignant 2,50%. Malgré des risques « plus équilibrés » sur les perspectives d'inflation, les banquiers centraux « ont l'intention » de procéder à une nouvelle hausse de même ampleur en mars, puis de poursuivre à un rythme qui reste à déterminer par la suite.

Le taux de chômage dans la zone euro est resté stable à son plus bas historique en décembre, mais ce plus bas a été révisé à 6,6%, contre 6,5% dans les précédentes estimations. Il est à ce niveau depuis octobre dernier. Il a baissé de 0,4 point en un an.

Les banques de la zone euro ont continué à durcir les conditions de crédit aux entreprises non-financières et aux ménages en fin d'année dernière.

Les raisons en sont la dégradation des perspectives économiques, une moindre appétence au risque des établissements de crédit, mais aussi l'évolution de leur situation bilantielle ainsi que la hausse de leur coût de financement. La baisse de la demande de prêts des entreprises s'est avérée plus forte que l'anticipaient les banques en fin d'année dernière. Le recul constaté de la demande de prêts au logement est la plus forte depuis que cette enquête est menée, en 2002. En janvier, les banques interrogées prévoyaient de continuer à durcir leurs conditions de crédit aux agents non-financiers privés.

La Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 50 points de base mais laisse entendre que la fin du cycle de resserrement monétaire pourrait être proche. Cette nouvelle hausse de taux (la 10^{ème} depuis décembre 2021), porte désormais le taux directeur à 4%. **Le Comité de politique monétaire a souligné que la trajectoire de l'inflation était probablement à un tournant :** la dynamique de hausse des prix devrait poursuivre son ralentissement en 2023 et l'inflation pourrait revenir à 4% en fin d'année (contre 10,5% en décembre dernier). Selon la BoE, les effets de base sur les prix de l'énergie conjugués à l'atténuation des tensions d'approvisionnement soutiendront le recul de l'inflation. L'institution estime également qu'en raison du délai de transmission de la politique monétaire, les effets du cycle de hausse de taux sur l'économie réelle augmenteront dans les trimestres à venir, ce qui exercera également des pressions à la baisse sur les prix. En revanche, **le Comité de politique monétaire signale qu'il continuera à suivre de près**

les signes de tensions inflationnistes persistantes, notamment la dynamique des salaires et l'inflation dans le secteur des services. En parallèle, on note un changement de ton dans le communiqué de presse qui a suivi la réunion. **Les précédents communiqués indiquaient que la BoE devait réagir « avec force » aux pressions inflationnistes, un terme qui n'apparaît pas dans le communiqué du mois de février.** La BoE a à la place déclaré que « s'il devait y avoir des preuves de pressions inflationnistes plus persistantes, alors un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire ». Ce changement de ton laisse donc toutes les options ouvertes pour la prochaine réunion en mars, et les prochaines données d'inflation (notamment dans les services) et du marché du travail seront déterminantes. Les crispations sociales autour de la problématique du pouvoir d'achat pourraient néanmoins exercer des pressions haussières sur les salaires. Le pays a connu, le 1^{er} février dernier, le plus fort mouvement de manifestations depuis plus de 10 ans. Plus de 500 000 britanniques se sont mis en grève, réclamant une hausse de leur salaire et une amélioration des conditions de travail.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

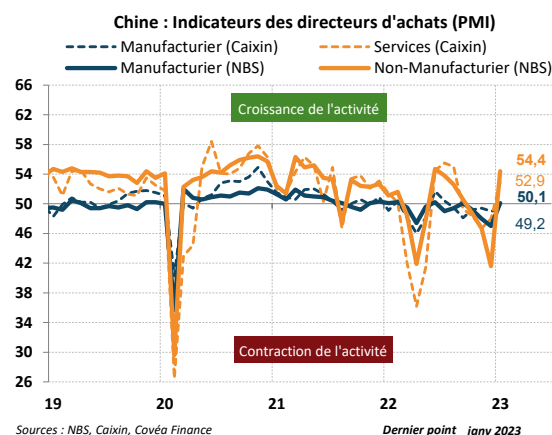


Suivi Macroéconomique

Asie

« Après trois mois de déclin, l'activité chinoise se redresse en janvier selon les PMI »

En Chine, l'activité retrouve des couleurs en janvier, tirée par les services, selon l'enquête PMI du Bureau national de statistiques (NBS). Le PMI manufacturier s'est redressé à 50,1 (après 47 en novembre) et indique donc que l'activité industrielle se stabilise après 3 mois de contraction. Le rebond a été bien plus franc au niveau du PMI non-manufacturier qui atteint 54,4 en janvier (après 41,6), notamment tiré par sa composante services à 54 (après 39,4). L'activité de services affiche ainsi une solide expansion après le déclin marqué des derniers mois. L'amélioration s'est généralisée à presque toutes les sous-composantes des enquêtes manufacturière et non-manufacturière. Outre un effet de base associé au fort déclin de l'activité au T4 2022, ce redressement illustre l'amélioration sanitaire après le pic de contaminations de décembre et les effets des célébrations du nouvel an lunaire. Notons que l'enquête PMI de Caixin rapporte une vision bien plus nuancée de ce redressement avec un PMI manufacturier qui ne se reprend que marginalement à 49,2 (contre 49 en décembre) et reste en zone de contraction. Côté services, le PMI de Caixin indique également un retour en zone d'expansion mais dans des proportions moindres à 52,9 (après 48). L'écart entre les deux enquêtes peut probablement s'expliquer par leur différence de calendrier : l'enquête Caixin a été réalisée du 11 au 22 janvier alors que l'enquête du NBS du 22 au 25 janvier. Ainsi, l'enquête du NBS a certainement davantage captée les effets positifs liés au redressement de la consommation durant les célébrations du nouvel an lunaire. En outre, les petites et moyennes entreprises sont relativement plus représentées dans l'enquête de Caixin. L'écart entre les enquêtes pourrait donc également s'expliquer par une reprise moins franche des PME.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Taux de chômage	% de la pop. act.	déc.-22	2,5	2,5	2,8
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	déc.-22	3,8	2,5	2,7
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	-1,2	-0,9	5,6
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	janv.-23	54,4	41,6	52,9
	PMI Manufacturier	Indice	janv.-23	50,1	47,0	50,5

*Du 30/01/2023 au 05/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

en glissement mensuel nominal. Ajustée de l'inflation, cette hausse reste substantielle à 0,9% et illustre principalement la dynamique des ventes de carburants et de textiles, qui bénéficient de l'arrivée de températures plus froides sur le mois. En revanche, les ventes ont été orientées à la baisse concernant les boissons et l'alimentation – qui sont particulièrement concernés par la hausse des prix – ainsi que l'automobile et les appareils ménagers. Les perspectives restent plutôt bien orientées alors que l'indice de confiance des ménages poursuit son redressement en janvier, pour un second mois consécutif, bénéficiant notamment de la bonne dynamique de l'emploi.

Sur le plan monétaire, M. Amamiya, gouverneur adjoint de la Banque du Japon, aurait été approché pour succéder à H. Kuroda à la tête de la banque centrale, selon le quotidien Nikkei. Agé de 67 ans, M. Amamiya a réalisé l'ensemble de sa carrière au sein de la BoJ. Il a participé à l'élaboration de la plupart des politiques très accommodantes mises en place sous la direction de H. Kuroda. L'annonce officielle de nomination est attendue au cours du mois de février et le nouveau gouverneur devrait prendre ses fonctions à compter du 8 avril.

La dynamique des prix reste élevée en Corée du Sud. Après s'être quelque peu modérée au cours du second semestre 2022, l'inflation accélère à nouveau légèrement en janvier à 5,2% en glissement annuel (contre 5% en décembre). Ce redressement s'explique notamment par la hausse des tarifs réglementés de l'électricité, qui est la conséquence retardée de la hausse des prix internationaux de l'énergie. Toutefois, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) accélère également sur le mois, à 5% contre 4,8% en décembre. D'autres hausses des prix réglementés de l'électricité, du gaz et probablement des taxis et transports publics devraient intervenir en 2023 et tirer occasionnellement l'inflation à la hausse. Néanmoins, la dynamique de modération des derniers mois, reflétant le reflux de la demande face aux hausses de taux et à l'inflation, ne devrait pas s'interrompre durablement.

Sur le plan géopolitique, les tensions continuent de monter entre les Etats-Unis et la Chine. L'incursion d'un dirigeable chinois, suspecté d'être un appareil espion, dans l'espace aérien américain s'est traduit par une dégradation des relations entre les deux pays. À la suite de la détection du ballon, le secrétaire d'État américain, Antony Blinken, a annoncé le report de sa visite en Chine, initialement prévue cette semaine. La destruction de l'appareil par un avion de chasse américain a amené une vive réaction des autorités chinoises qui ont déclaré qu'elle se « réservait le droit » de répliquer.

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.