

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

13 février 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Fléchage

Le 20ème congrès du Parti Communiste chinois s'était achevé en octobre 2022 par l'affirmation de la maîtrise du pouvoir de Xi Jinping à travers un 3ème mandat. Un resserrement de la conduite du modèle chinois qui doit mener le pays vers le rang de première puissance mondiale en 2049, année du centenaire de la République Populaire de Chine. Pour ce faire, elle devra supplanter les Etats-Unis en confortant sa sphère d'influence à l'extérieur mais aussi l'adhésion de son peuple à l'intérieur. C'est pourquoi le renforcement des nouvelles routes de la soie, l'affirmation de ses valeurs, la promotion du Yuan, et le soutien infaillible de tout l'écosystème technologique et numérique doivent se concilier et œuvrer dans le sens de cette longue marche. Et c'est bien dans cet esprit que Pékin a pris garde d'inclure ses géants de l'internet dans le schéma directeur de son ambition pour le milieu du siècle.

Si l'été dernier le régulateur financier chinois a semblé desserrer l'étau autour de la filiale d'Ali Baba, Ant Group, en acceptant sa demande de licence pour créer une société financière et relancer ses activités de « fintech », il ne faut y voir qu'un ajustement conjoncturel dans la politique de « rectification » des entreprises numériques. Une politique qui a mené en 2020 à l'annulation au dernier moment de l'introduction en bourse du bras financier de la société de Jack Ma pour un montant évalué à l'époque à 37Mds\$. Il en allait de la souveraineté technologique et numérique du pays, de l'obéissance de ses élites et de la protection de sa jeunesse ! De la même façon, il ne faut pas surinterpréter la levée des restrictions sur Didi, le géant des véhicules de tourisme avec chauffeur, qui a dû consacrer les 18 derniers mois à corriger ses failles de sécurité et de protection des données.

La cotation de Ant Group est donc encore loin d'être certaine sur les bourses chinoises, à l'heure où les autorités ont l'intention de renforcer le fléchage des financements par actions vers les secteurs stratégiques tels les énergies vertes et les semi-conducteurs, quitte à interdire à certaines entreprises moins prioritaires de faire appel public à l'épargne. Et l'entrée d'un investisseur activiste américain dans le capital d'Alibaba n'y changera rien ! Une canalisation de l'épargne qui semble nécessaire aux yeux du pouvoir politique chinois alors que s'organise de l'autre côté du Pacifique une coopération trilatérale sans précédent entre les Etats-Unis, le Canada et le Mexique, en quête d'autosuffisance technologique.

Ces derniers éléments illustrent notre diagnostic et renforcent notre intuition d'un monde bipolaire dont l'affrontement multiforme se renforce au prix de l'abandon de décennies de pratiques commerciales et financières internationales. Autant d'éléments pris en considération dans l'examen des valeurs de nos portefeuilles que nous accompagnons comme actionnaire ou créancier.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...renforcer le fléchage... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	10/02/23	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,068	1,001	1,143	6,7	-6,6
€ / £	0,885	0,882	0,843	0,4	5,0
€ / Yen	140,39	146,60	132,63	-4,2	5,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	86	93	91	-6,8	-5,5
Indice CRB*	554	561	600	-1,4	-7,7
Prix de l'once d'Or	1 863	1 714	1 836	8,7	1,4
Prix de la tonne de cuivre	8 858	8 105	10 254	9,3	-13,6
Indice Baltic Dry**	602	1 393	1 940	-56,8	-69,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	995	1 579	4 981	-37,0	-80,0

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine est marquée par un mouvement haussier sur les taux souverains avec comme catalyseur les chiffres de l'emploi américain meilleurs qu'attendus. La hausse sur la semaine, soutenue par les discours des banquiers centraux, est assez comparable aux Etats-Unis et en Europe, avec une progression de l'ordre de 20 points de base (pbs) sur la maturité 10 ans pour un taux français à 2.82% et américain à 3.74%. Le mouvement d'inversion entre les taux 2 ans et les taux 10 ans s'est poursuivi. Le taux 10 ans américain reste très inférieur au taux 2 ans, jusqu'à 87 pbs de moins en milieu de semaine, niveau qui n'avait pas été atteint depuis le début des années 1980. Les volumes sur le marché primaire sont importants, que ce soit de la part des Etats, des agences ou des émetteurs privés et la demande de la part des investisseurs reste soutenue.

Le Focus de la semaine : Le verdissement du bilan de la BCE

Les sinistres liés au climat sont en forte augmentation sur l'année 2022. Un montant qui devrait dépasser les 8 Mds€ d'indemnisations en France. La Banque Centrale Européenne (BCE) commence à intégrer les enjeux climatiques dans la conduite de sa politique monétaire. Avec l'annonce de son plan d'action en juillet dernier sur le changement climatique, la BCE souhaite orienter les comportements des acteurs privés sur le marché obligataire. Il convient de rappeler que la BCE est un acheteur important, avec plus de 389 Mds€ d'obligations d'entreprises détenues, soit environ 15% du marché européen (en comparaison avec l'indice iBoxx € Corporate*). Depuis octobre 2022, les conditions des réinvestissements du CSPP** et du PEPP*** ont été modifiées pour prioriser les émetteurs les plus actifs sur les enjeux climatiques. L'allocation d'actifs de ces réinvestissements, autrefois basée sur la taille du gisement obligataire des différents émetteurs, est désormais pondérée par un score climatique, attribué par la BCE à chaque émetteur selon 3 composantes :

- Intensité historique des émissions de gaz à effet de serre
- Engagements politiques de réduction et crédibilité de l'émetteur
- Transparence et qualité des reporting sur l'aspect climatique

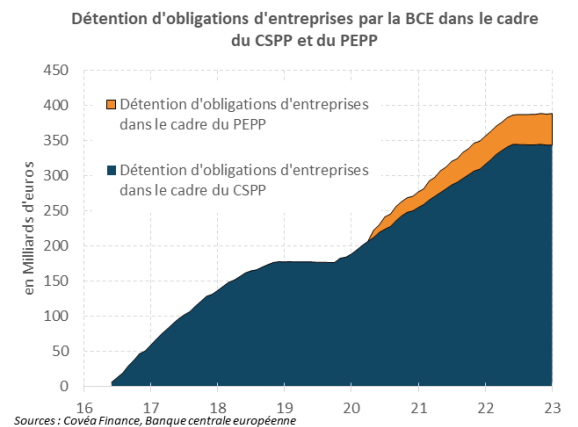
Plus le score est élevé, plus l'émetteur intègre les enjeux climatiques dans ses activités. Cette évaluation permet donc à la BCE d'allouer progressivement plus de poids aux émetteurs les mieux notés, de les acheter en priorité et de « décarboner » son bilan. Par ailleurs, elle limitera la maturité des obligations détenues provenant des émetteurs les plus polluants.

La lutte contre l'inflation, la réduction du bilan et le resserrement monétaire actuel se traduisent par une diminution des réinvestissements du CSPP**. En fonction des tombées, la BCE risque d'arbitrer entre les différents types de titres qu'elle souhaite conserver à son bilan et donc de privilégier les meilleurs scores climatiques. L'engouement pour les obligations durables devrait s'accroître dans les années à venir, exerçant toujours plus de pression sur les entreprises les plus polluantes. Cette initiative s'accompagne cependant d'un manque d'homogénéité au niveau des standards européens sur l'évaluation des obligations à caractère durable. Par ailleurs, la BCE rappelle que la stabilité des prix et l'autonomie de la politique monétaire restent aujourd'hui ses objectifs centraux.

*iBoxx € Corporate = Indice regroupant des obligations d'entreprises de catégorie Investissement

**CSPP = Programme d'achats d'obligations d'entreprises de la BCE

***PEPP = Programme d'achats d'urgence face à la pandémie



Tanguy Jouanneau

Gestion OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	10/02/23	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 directs														
Variations (en pbs)														
Réserve Fédérale Américaine	4,75	4,75	4,00	4,50	0,25	0,00	0,75	0,25	4,50					
BCE - Taux Repo	3,00	3,00	2,00	2,50	0,00	0,00	1,00	0,50	3,00					
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,50	2,50	1,50	2,00	-0,50	0,00	1,00	0,50	3,00					
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	3,00	3,50	0,50	0,00	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														
Variations (en pbs)														
Etats-Unis	3,73	3,52	4,09	3,87	2,03	21	-36	-14	170	-79	8			
Allemagne	2,36	2,19	2,17	2,57	0,28	17	19	-21	208	-39	-4			
France	2,83	2,64	2,69	3,12	0,75	19	14	-29	208	-12	26			
Italie	4,21	4,03	4,29	4,72	1,89	18	-8	-51	232	104	7			
Royaume-Uni	3,40	3,06	3,46	3,67	1,52	34	-6	-28	187	-19	41			
Japon	0,50	0,50	0,25	0,42	0,23	1	25	8	27	54	110			
Crédit														
Variations (en pbs)														
Indice Itraxx Main	78,7	72,2	107,2	90,6	64,4	6,5	-28,4	-11,9	14,3					
Indice Itraxx Crossover	410,4	379,2	523,1	474,1	313,3	31,2	-112,7	-63,7	97,1					

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

Analyse de l'évolution des marchés

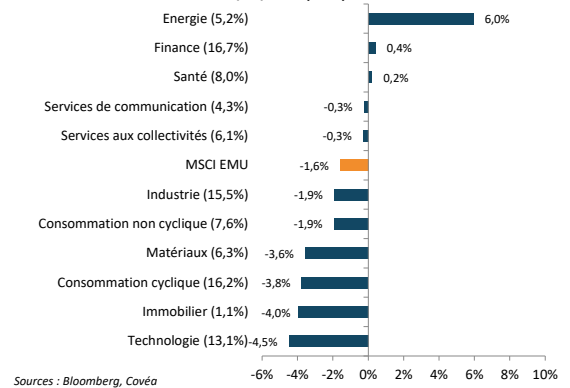
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le marché européen des actions a principalement été influencé par trois éléments cette semaine : la poursuite des publications de résultats annuels des entreprises, un prix du baril de pétrole (référence Brent) en hausse de 8% ainsi que des taux d'intérêt à 10 ans haussiers. Dans ce contexte, le MSCI EMU (dividendes non réinvestis) a terminé la semaine en baisse de 1.6%, et ce malgré une tentative de rebond jeudi notamment portée par de bonnes publications au sein du secteur de l'industrie (Siemens, Legrand, Vinci par exemple). Ainsi, trois secteurs terminent la semaine dans le vert : l'énergie en tête (+6%), suivie de la finance (+0.4%), entre autres tirée par BNP Paribas qui a relevé ses perspectives pour 2025, puis la santé à +0.2%. En bas de tableau, nous retrouvons les secteurs sensibles à la hausse des taux comme la technologie à -4.5% et l'immobilier à -4%. Une hiérarchie sectorielle qui n'est pas sans rappeler la configuration de l'année 2022.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU rebondit de 10.4% avec le secteur de la technologie qui domine toujours à 17.6% tandis que les services aux collectivités ferment maintenant la marche (+2%) suivis de l'énergie (+3.1%).

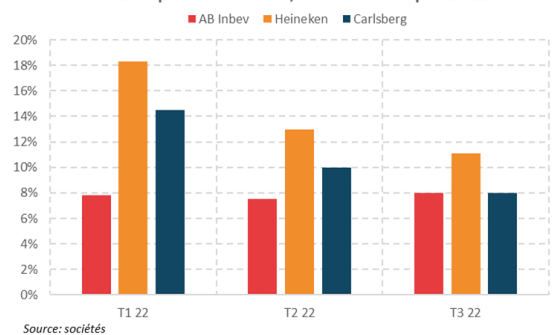
Performances sectorielles du MSCI EMU du 03/02/2023 au 10/02/2023 (GICS)



Le Focus de la semaine : Les effets prix/volumes dans le secteur des Boissons en Europe

Les sociétés du segment des boissons, au sein du secteur de la consommation de base, ont profité d'un effet rattrapage important post-Covid, illustrant la volonté des ménages de consommer à nouveau, notamment à l'extérieur de leur domicile. Les chiffres d'affaires, qui avaient corrigé dans l'ensemble de plus de dix pour cent, sont désormais nettement supérieurs à ce qu'ils étaient en 2019 avant la pandémie, en particulier sur les spiritueux. Cela s'explique par le fait que le rebond des volumes s'est par ailleurs accompagné de hausses de prix substantielles, ayant permis aux acteurs de faire face à une inflation des coûts importante (verre, transport, matières premières, etc.) et ainsi de préserver leurs marges, à minima. Cette dynamique est parfaitement illustrée dans les publications de résultats sur les trois premiers trimestres de l'année 2022, avec des effets prix/mix allant parfois jusqu'à une dizaine de points de pourcentage (Heineken) tandis qu'en parallèle, les volumes continuent de tenir. Mais pour combien de temps ?

Exemple des brasseurs, croissance des prix 2022



L'environnement désormais moins favorable au consommateur, couplé à des effets de base de plus en plus difficiles, pourraient commencer à peser sur les volumes et par ricochet, limiter la capacité des sociétés à poursuivre leurs hausses de prix et ainsi mettre leurs marges sous pression.

La capacité de résistance des acteurs de ce segment, déjà éprouvée lors de la crise financière de 2008-2009, leur capacité à fixer leurs prix, les tendances de long terme comme la montée en gamme des produits ou le rebond de la consommation chinoise à plus court terme, devraient leur permettre de faire face à ces vents contraires en 2023.

Néanmoins, dans ce contexte, nous serons particulièrement vigilants lors des prochaines publications, sur l'évolution des prix, des volumes mais aussi et surtout des stocks afin de confirmer la robustesse de ces sociétés et continuerons de privilégier les plus solides du secteur pour nos investissements.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	10/02/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois		
MSCI EMU	145	148	130	132	150	-1,6	↑	12,1	↑	10,4	↓
MSCI EMU Mid Cap	988	1 009	898	907	1 047	-2,1	↓	9,9	↑	9,0	↓
MSCI EMU Small Cap	410	424	343	370	479	-3,1	↓	19,6	↑	10,9	↓
MSCI Europe	154	155	141	143	158	-0,6	↓	8,9	↑	7,8	↓
France CAC40	7 130	7 234	6 431	6 474	7 102	-1,4	↓	10,9	↑	10,1	↑
Allemagne DAX30	6 243	6 327	5 589	5 693	6 543	-1,3	↓	11,7	↑	9,7	↓
Italie MIB	27 268	26 951	23 780	23 856	27 190	1,2	↑	14,7	↑	14,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 882	7 902	7 296	7 452	7 672	-0,2	↓	8,0	↑	5,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 904	8 823	8 277	8 417	9 103	0,9	↑	7,6	↑	5,8	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

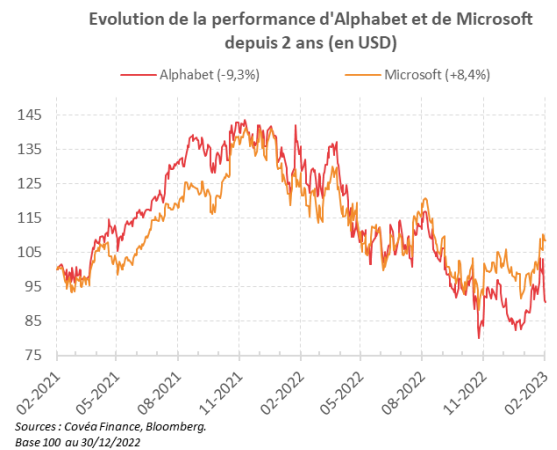
L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques terminent la semaine en légère baisse. Le Japon affiche la meilleure performance, en partie grâce à de bonnes publications dans le secteur technologique (Renesas) et dans les matériaux (Kobe Steel et Nippon Steel). L'Inde connaît une certaine accalmie tandis que le groupe Adani reste pris en tenaille entre des plans de remboursements anticipés destinés à rassurer les investisseurs et la décision de MSCI de réduire le poids du groupe dans ses indices. A l'inverse, le marché australien a été pénalisé par une hausse des taux directeur de la RBA et le repli des prix des métaux. Au Japon, le remplacement du gouverneur de la BoJ semble se préciser en la personne de Mr Ueda, après le refus de Mr Amamiya qui était le candidat naturel à la succession de Mr Kuroda. Cette candidature sera présentée au parlement le 14 février prochain, et semble avoir déjà l'assentiment d'une large majorité. En Chine, après la levée récente de l'interdiction d'importation de charbon, on note une volonté de redémarrer les échanges commerciaux avec l'Australie, tandis que cette dernière appelle à une reprise d'un « commerce sans entrave » avec Pékin.

Les indices américains clôturent la semaine en baisse, en réaction à des statistiques économiques supérieures aux attentes (créations d'emplois et ISM des services) et aux commentaires consécutifs de plusieurs gouverneurs de la Réserve Fédérale en faveur d'un resserrement monétaire plus dur et plus long. Dans un contexte marqué par une remontée sensible des rendements obligataires, l'immobilier et les services publics ont sous-performé ; dans le même ordre d'idée, le compartiment des services de communication a aussi été pénalisé par des publications de résultats décevantes. A l'inverse, les valeurs financières et le secteur énergétique (rebond de 8,6% du prix du WTI) ont fait mieux que l'indice général. Coté entreprises, la semaine a été marquée par la multiplication des plans de licenciements dans divers secteurs, notamment chez Boeing (2.000 personnes licenciées), Dell (6.650) et Disney (7.000).

Le Focus de la semaine : Intelligence artificielle, l'émergence d'une « concurrence pure et parfaite » ?

Microsoft annonçait fin janvier un partenariat exclusif avec la startup Open AI, créateur de ChatGPT dont le modèle de langage repose sur une intelligence artificielle (IA) générative. Cette IA est capable de créer elle-même du contenu, imitant ainsi les processus humains de création. Cette solution devrait être intégrée prochainement aux produits de Microsoft, comme le moteur de recherche Bing, son navigateur internet Edge ainsi que son application de collaboration Teams. Cette annonce pourrait bouleverser l'environnement concurrentiel sur le marché des moteurs de recherche actuellement dominé à près de 90% par Alphabet (vs Microsoft à seulement 3% avec Bing). Face à cette menace, les leaders établis n'ont pas tardé à réagir : d'abord Alphabet en annonçant l'intégration de son propre programme d'intelligence artificielle dans son moteur de recherche (Bard, qui a néanmoins rapidement montré ses limites technologiques), mais également l'entreprise chinoise en charge du moteur de recherche de Baidu (lancement de son logiciel Ernie bot). Au-delà des évolutions de parts de marché, le sujet est immensément stratégique car c'est le modèle d'affaires des moteurs de recherche qui pourrait être impacté. En effet, en augmentant la pertinence des réponses ou en proposant une réponse sans



passer par un site internet, le nombre de visites de sites pourrait être en diminution, pesant ainsi sur les revenus publicitaires des moteurs de recherche (même si Microsoft s'attend à une augmentation des revenus publicitaires par requête compte tenu de l'amélioration de la pertinence des réponses). En parallèle, l'intégration de cette technologie au sein des médias devrait amener les régulateurs à porter une attention accrue aux enjeux liés à la modération du contenu, aux droits d'auteurs (compte tenu de l'approvisionnement en contenu de l'IA auprès de tiers), aux risques de diffusions de fausses informations ou encore aux inquiétudes sur la liberté de concurrence face à un avantage compétitif trop important. Cette avancée technologique a le pouvoir de changer la donne dans la captation de valeur ajoutée au sein d'un segment devenu monopolistique. Toutefois, la puissance de frappe des géants américains (l'investissement de Microsoft dans Open AI s'élève à \$10 milliards) et les investissements nécessaires pour développer la puissance de calcul sur laquelle repose l'IA pourraient ne faire que rebattre les cartes au sein d'un même écosystème de géants du numérique, laissant finalement peu de place à l'apparition d'un marché pleinement concurrentiel.

Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	10/02/23	J-7	09/11/2022	30/12/22	T-12 mois	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	4 090	4 136	3 749	3 840	4 419	-1,1 ↓	9,1 ↑	6,5 ↑	-7,4 ↓	0,0 ↓	2,3 ↑	6,8 ↑	-1,6 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	33 869	33 926	32 514	33 147	34 738	-0,2 ↓	4,2 ↑	2,2 ↑	-2,5 ↓	0,9 ↑	-2,3 ↓	2,4 ↑	3,6 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	11 718	12 007	10 353	10 466	13 791	-2,4 ↓	13,2 ↑	12,0 ↑	-15,0 ↓	-1,3 ↓	6,1 ↑	12,2 ↑	-9,7 ↓
Japon Nikkei 300	417	414	411	401	415	0,7 ↑	1,5 ↑	4,1 ↑	0,5 ↑	1,6 ↑	6,0 ↑	4,1 ↑	-6,2 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 470	2 480	2 424	2 280	2 748	-0,4 ↓	1,9 ↑	8,3 ↑	-10,1 ↓	-1,7 ↓	3,4 ↑	7,3 ↑	-9,5 ↓
Chine - Shanghai	3 261	3 263	3 048	3 089	3 463	-0,1 ↓	7,0 ↑	5,5 ↑	-5,8 ↓	0,8 ↑	7,0 ↑	6,9 ↑	-6,2 ↓
Hong Kong Hang Seng	21 190	21 660	16 359	19 781	24 907	-2,2 ↓	29,5 ↑	7,1 ↑	-14,9 ↓	-1,1 ↓	21,5 ↑	6,8 ↑	-10,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 014	1 039	900	956	1 241	-2,4 ↓	12,6 ↑	6,0 ↑	-18,3 ↓	-1,3 ↓	5,6 ↑	6,3 ↑	-13,1 ↓

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le marché français des télécoms repart sur de bonnes bases

Depuis le début de l'année, **une tendance à la remontée des prix est perceptible sur le prix des abonnements téléphoniques en France**. Les perspectives sur le reste de l'année 2023 s'inscrivent dans la même trajectoire.

Plusieurs facteurs sont à la base de cette tendance. Premièrement, le marché français est moins fragmenté que par le passé et les quatre principaux opérateurs de télécommunications français ont à présent atteint chacun des parts de marché raisonnables. A titre d'exemple, les parts de marché pour la téléphonie mobile en 2021 étaient de 35,5% pour Orange, 22,2% pour SFR et 19,1% pour Bouygues. Deuxièmement, la guerre des prix des années précédentes a augmenté la dette de certains opérateurs télécoms et réduit leurs liquidités, les contraignant à vendre le contrôle de leurs infrastructures. Notons qu'à la fin des l'année 2021, Free avait un levier financier (dette nette/EBE) de 4,5x, SFR de 5,4x et Orange de 2,4x. Troisièmement, les opérateurs télécoms qui ne sont plus propriétaires de leurs tours mobiles ou de leur réseau FTTH (Fiber to the home) sont plus exposés à la hausse des dépenses liées à l'inflation (loyers indexés à l'inflation par exemple). Enfin, les opérateurs voulant financer leurs investissements dans d'autres marchés européens, sont désireux de maintenir des flux de trésorerie positifs en France, et donc de ne pas s'engager dans une guerre des prix.

Le marché français des télécommunications bénéficie aussi du Plan France Très Haut Débit (THD) qui a été lancé en 2013. Dans le cadre de ce plan, les pouvoirs publics ont contribué à un investissement de 13,3 milliards d'euros alors que les opérateurs télécoms ont contribué à hauteur de 20 milliards d'euros. A l'échéance 2022, le Plan France THD a atteint ses objectifs en offrant une couverture très haut débit pour 99% des locaux du territoire, la France comptant 18,4 millions d'abonnés au très haut débit. Au rythme actuel des déploiements en zones RIP¹, la généralisation de la fibre sera atteinte en 2025.

Selon France Stratégie, l'arrivée de la fibre dans une commune (passage d'une couverture de 0 à 100%) est associée à une hausse du nombre de créations d'établissements sur le territoire de +2% (et même de +3,9% dans les secteurs d'activités à forte intensité numérique), à l'arrivée dans le territoire d'une population plus jeune, et à une plus grande résilience des territoires aux chocs des confinements sur la période de 2019 à 2020 (moins de baisse du nombre d'emplois et moins de recours au chômage partiel notamment). Notons que le plan THD a permis une augmentation de 7% de la valeur ajoutée générée par le secteur marchand trois ans après l'arrivée de ce plan (et de 18% cinq ans après), à une augmentation de l'emploi du secteur privé marchand de 4,3% quatre ans après l'arrivée du THD et de 8% cinq ans après.

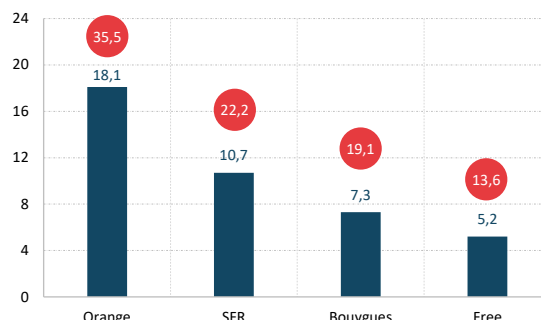
La fibre présente plusieurs avantages technologiques. La bande passante des réseaux de fibre est très supérieure à celle du cuivre. Les câbles de fibre ne sont pas soumis à l'influence des champs électromagnétiques ou de la corrosion, comme le sont les câbles coaxiaux². Le déploiement de la fibre présente aussi des avantages comparatifs importants en matière d'empreinte environnementale. En effet, les réseaux fibre consomment en moyenne 10 kWh par abonnement en 2020, contre 35 kWh pour les réseaux cuivre.

Le marché français des télécoms devrait donc offrir de bonnes perspectives financières, si l'on prend en compte l'environnement concurrentiel apaisé et le taux de pénétration de la fibre sur le territoire national.

(1): Un RIP (Réseau d'Initiative Publique) est un projet porté par les collectivités territoriales pour mettre en place un réseau de communications, en fibre optique le plus souvent ces dernières années.

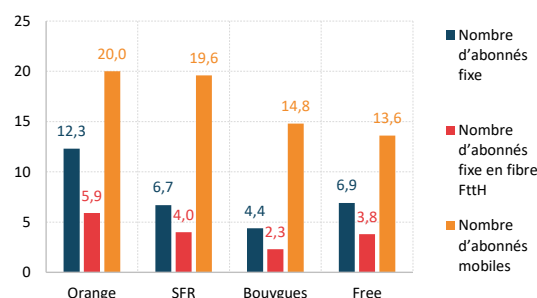
(2): Un câble coaxial est un câble à deux conducteurs de pôles opposés séparés par un isolant.

Chiffre d'affaire des opérateurs télécoms en France (en Md€) et parts de marché¹ (bulle rouge en %) en 2021



Source: Rapport annuel des sociétés, Direction générale du Trésor, Covéa Finance.
1: Parts de marché en volume des opérateurs de téléphonie mobile.

Répartition du nombre d'abonnés des quatre plus grands opérateurs télécoms en France en 2021



Source: Direction générale du Trésor, Covéa Finance.
Note: En millions. Le chiffre de SFR pour ses abonnés en fibre est supérieur à son nombre d'abonnés FttH car il comprend des clients FttB et 4G Box.

Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La confiance du consommateur se reprend mais demeure très dégradée »

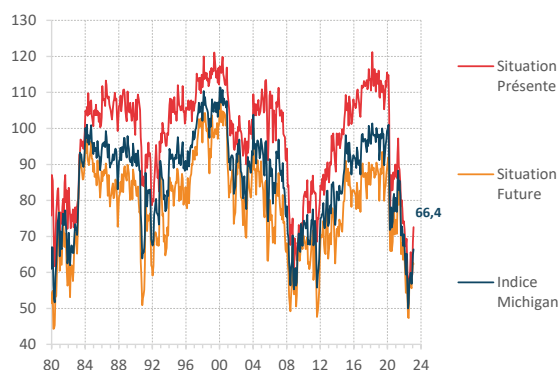
Le Président de la Réserve fédérale Jerome Powell s'est exprimé cette semaine, quelques jours après la publication de chiffres d'emploi très supérieurs aux attentes. A cette occasion il a réaffirmé le message véhiculé lors de la dernière réunion du 1er février, selon lequel le processus désinflationniste a maintenant débuté, mais un long chemin reste à parcourir pour revenir à une inflation en ligne avec les objectifs de politique monétaire. M. Powell, qui estime peu probable que ce processus se fasse rapidement et sans douleur, a de nouveau insisté sur la dépendance aux données, tant en termes d'inflation que de tensions sur le marché du travail, dans la conduite de la politique monétaire. Par ailleurs, **plusieurs membres du comité de politique monétaire (FOMC) ont évoqué, suite au dernier rapport d'emploi, la nécessité de poursuivre le resserrement monétaire, certains envisageant une trajectoire pouvant être plus restrictive que ce qui était**

anticipé jusqu'alors (R. Bostic, Président de la Fed d'Atlanta, membre non votant en 2023). En décembre, la médiane des prévisions des membres du FOMC situait le taux terminal du cycle de resserrement à [5; 5,25%], contre une fourchette actuellement à [4,5; 4,75%].

Du côté des données d'enquête, **la confiance du consommateur calculée par l'université du Michigan a enregistré un 3ème mois consécutif de hausse en février** et s'établit à 66,4 points, après 64,9 en janvier. La progression concerne l'évaluation de la situation présente, tandis que les perspectives futures se sont légèrement dégradées. En dépit d'une séquence plus favorable au cours des derniers mois, à mettre en lien avec le recul des pressions inflationnistes, la confiance du consommateur demeure sur des niveaux très dégradés.

Le déficit de la balance des biens et services s'est détérioré en décembre, sous l'effet conjugué d'une baisse des exportations en valeur (-0,9% en glissement mensuel) et d'une augmentation des importations (+1,3%). Le déficit atteint ainsi 67,4 Mds\$ sur le mois, contre 61 Mds\$ en novembre.

Etats-Unis : Confiance - Université du Michigan



Source: Université du Michigan, Refinitiv Eikon, Covéa Finance
Dernier point : 02/23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	févr.-23	66,4	64,9	77,6	59,0
Importations	Val, NCVS, GA%	déc.-22	-1,8	-1,1	21,5	14,7
Exportations	Val, NCVS, GA%	déc.-22	5,8	9,7	22,8	17,7

* Du 06/02/2023 au 12/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



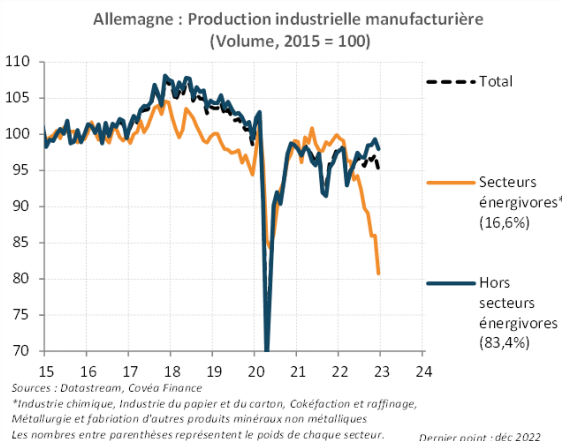
Suivi Macroéconomique

Europe

« L'activité économique britannique a stagné au quatrième trimestre 2022 »

En zone euro, les ventes au détail en volume -hors véhicules à moteur- **ont reculé de 2,7%** par rapport au mois précédent **en décembre**, après avoir progressé de 1,2% en novembre. Sur un an, la baisse a atteint 2,8%, soit une progression de 0,7% sur l'ensemble de l'année par rapport à 2021.

En Allemagne, la production industrielle a chuté de 3,1% en décembre par rapport au mois précédent, portant son recul à 3,9% sur douze mois. En moyenne, la production industrielle allemande a reculé de 0,6% en 2022 par rapport à 2021. Sans surprise, l'essentiel de la baisse concerne les secteurs les plus énergivores, dont l'activité a reculé de 6,1% par rapport au mois précédent et chuté de 19,6% en douze mois. A l'exclusion de ces secteurs, la production industrielle allemande a toutefois reculé de 1,4% le mois dernier, mais elle restait en légère hausse (+0,6%) par rapport à décembre 2021. Toujours en décembre, **les commandes manufacturières ont rebondi de 3,2%** sur le mois, après avoir chuté de 4,4% en novembre. Au-delà des à-coups mensuels, les commandes manufacturières allemandes étaient en baisse de 2,1% sur un an en décembre (après -1,5% en novembre), leur plus fort recul sur douze mois depuis juillet 2020. Les commandes domestiques étaient en recul de 4,8%, alors que celles en provenance de l'étranger étaient quasiment stables par rapport au même mois un an auparavant.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	déc.-22	-2,8	-2,6	5,1	0,9
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	-3,4	-0,2	4,6	-0,5
FR	Indicateur de confiance Bdf	Indice	janv.-23	98,0	98,0	102,1	100,4
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	1,4	0,7	5,7	0,1
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	0,1	-3,3	11,6	0,5
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	0,6	-0,7	7,3	2,9
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	-4,1	-4,4	7,3	-3,6
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	0,4	1,9	7,6	4,1

*Du 06/02/2023 au 12/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

recul de la production d'électricité et de gaz (-1,3%). Cette tendance peut refléter un changement dans le comportement des ménages et des entreprises, en raison de la hausse des prix de l'énergie. L'activité dans les services a stagné tandis que la croissance de l'activité dans la construction s'est poursuivie (0,3% après 0,5% au trimestre précédent). Par dépenses, la consommation des ménages a été plus résiliente qu'anticipé (0,1% en glissement trimestriel), malgré la crise du pouvoir d'achat qui affecte le pays. L'investissement non résidentiel enregistre également un rebond inattendu sur le trimestre (4,8%). Selon l'ONS, ces chiffres contiennent sans doute un effet de rattrapage après un mois de septembre marqué par la période de deuil de la Reine, qui a pénalisé la croissance au troisième trimestre. Le commerce extérieur a été le principal frein à la croissance sur la fin d'année, en raison d'une baisse des exportations (-1%) conjuguée à un rebond des importations (1,5%).

Retardées en raison d'un « problème technique » intervenu à l'occasion d'un changement de base, **les statistiques de prix à la consommation allemandes du mois de janvier sont ambiguës**. L'indice national des prix a augmenté de 1,0% par rapport au mois précédent, après avoir baissé de 0,8% en décembre. Selon cette mesure, l'inflation mesurée sur un an a légèrement augmenté le mois dernier, à 8,7% après 8,6% en décembre. L'indice harmonisé aux normes européennes des prix à la consommation a augmenté de 0,5% « seulement » sur le mois, après un recul de 1,2% en décembre. Selon cette mesure, l'inflation allemande a diminué en janvier, l'indice harmonisé des prix à la consommation affichant une progression de 9,2% sur un an, après +9,6% en décembre.

Au Royaume-Uni, l'activité économique a stagné au quatrième trimestre 2022, après une contraction du PIB de -0,2% en glissement trimestriel au troisième trimestre. Malgré un rebond de la croissance de 4,1% sur l'ensemble de l'année, le niveau du PIB britannique demeure toujours en deçà du niveau prépandémique (-0,8% par rapport au PIB du quatrième trimestre 2019). Selon l'ONS (« Office for National Statistics »), les grèves ont fortement pénalisé l'activité en décembre (le PIB est en baisse de -0,5% en glissement mensuel), effaçant ainsi la totalité du rebond enregistré en octobre et novembre (0,5% et 0,1% respectivement). Par secteurs, la production industrielle a enregistré son 6^{ème} trimestre consécutif de déclin (-0,2% en glissement trimestriel), tirée par le

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

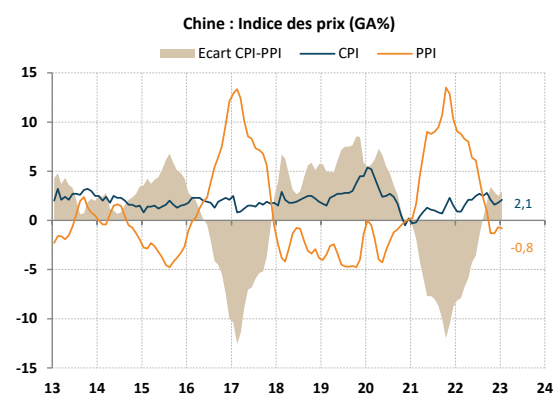
« En Chine, l'inflation accélère quelque peu avec la reprise de la consommation »

L'inflation chinoise progresse pour un second mois consécutif à 2,1% en janvier en glissement annuel après 1,8% en décembre. Avec l'amélioration de la situation sanitaire et les festivités du nouvel an lunaire, la dynamique des prix s'explique probablement par une certaine reprise de la demande domestique. En particulier, l'inflation atteint 0,8% en glissement mensuel en janvier, soit la plus forte progression séquentielle en deux ans. Notons que l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste plus modeste mais s'inscrit également en accélération à 1% en glissement annuel contre 0,7% le mois précédent, sur fond de redressement de la consommation de services durant les congés du nouvel an lunaire. Toutefois, la trajectoire des prix à la production reste déflationniste et poursuit son déclin à -0,8% après -0,7% le mois précédent. Cette

baisse est principalement liée au recul des prix de l'énergie alors que les prix des matériaux de construction montrent une dynamique plus favorable, reflétant probablement le soutien gouvernemental aux infrastructures.

La reprise de la demande chinoise est également visible au rebond des données de crédit en janvier. Les prêts bancaires ont maintenu une croissance robuste de 11,3% en glissement annuel (+0,2 pt par rapport à décembre), principalement tirée par les prêts de long terme des entreprises, qui bénéficient du soutien des autorités pour leurs financements et d'une modération des incertitudes, alors que les prêts aux ménages restent faibles dans un contexte où le secteur immobilier reste dégradé.

Au Japon, Kazuo Ueda serait sur le point d'être nommé pour succéder à H. Kuroda à la tête de la Banque du Japon (BoJ), selon le quotidien Nikkei. Ancien membre du conseil de politique monétaire de la BoJ de 1998 à 2005, il devrait être le premier universitaire à occuper le poste de gouverneur. Le gouvernement aurait initialement approché l'actuel gouverneur adjoint de la Banque du Japon, M. Amamiya, qui aurait toutefois refusé la nomination. En outre, le gouvernement devrait nommer aux postes de gouverneur adjoint Shinichi Uchida, actuel directeur exécutif de la BOJ, et Ryoza Himino, ancien chef



Source : Covéa Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
CH	Total des flux de crédit	GA%	janv.-23	9,4	9,6	10,3	9,6
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-23	2,1	1,8	0,9	2,0

*Du 06/02/2023 au 12/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

de l'Agence des services financiers. Le gouvernement devrait présenter officiellement les nominations au parlement mardi prochain pour une prise de poste prévue le 8 avril.

En Australie, la banque centrale annonce une nouvelle hausse de taux face à l'inflation. La Banque de réserve d'Australie (RBA) a annoncé une nouvelle hausse de 25 points de base de son taux directeur, le portant ainsi à 3,35%. Depuis l'amorce de son resserrement monétaire en mai 2022, la RBA a ainsi monté son taux à hauteur de 325 points. La communication de la banque centrale a peu évolué depuis la réunion de décembre dernier. La lutte contre l'inflation reste au cœur de ses préoccupations et le Conseil de politique monétaire a indiqué que d'autres hausses de taux seront probablement nécessaires en fonction de l'évolution des données économiques. En effet, l'inflation est restée très élevée au 4ème trimestre 2022 à 7,8% mais, selon les projections des équipes de la RBA, elle devrait se modérer progressivement à 4,75% fin 2023 puis 3% d'ici mi 2025. Ce ralentissement de la dynamique des prix résulterait notamment de l'affaiblissement de la demande face aux hausses de taux et des prix. Des signes de modération économique sont effectivement déjà visibles dans les enquêtes d'activité et à la légère dégradation des données d'emploi en décembre.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : vers la fin de 30 années d'atonie pour les salaires japonais ?

Les salaires comme clé de voute de la politique monétaire japonaise

Lors de son discours du 26 décembre au Keidanren (l'équivalent du MEDEF au Japon), le gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), H. Kuroda, a rappelé que l'objectif de la banque centrale n'était pas seulement d'atteindre la cible d'inflation de 2% mais d'« ancrer un cycle économique vertueux caractérisé par une augmentation des ventes et des bénéfices, une augmentation des salaires, une relance de la consommation et une hausse modérée des prix ». En décembre, l'inflation japonaise a atteint un nouveau point haut en plus de 40 ans à 4%, dépassant ainsi la cible de 2% pour un 9ème mois consécutif. Pour H. Kuroda, la hausse actuelle de l'inflation est essentiellement liée à l'augmentation des prix des importations, face à la hausse des prix des matières premières et la dépréciation du yen, et à sa propagation à l'économie domestique. Selon lui, ces effets devraient se dissiper et l'inflation devrait décélérer courant 2023. **Selon les critères de la Banque du Japon, les conditions ne sont donc, pour l'heure, pas réunies pour justifier une normalisation franche de la politique monétaire. Toutefois, des signes de progression des salaires sont de plus en plus perceptibles et pourraient faire évoluer cette appréciation.**

Une vigueur historique des salaires principalement tirée par des composantes temporaires

En décembre, les salaires japonais ont atteint une croissance nominale de 4,8% en glissement annuel, soit un point haut en plus de 25 ans, après une dynamique déjà relativement solide en novembre (+1,9%, largement revue à la hausse). Si cette progression traduit effectivement un mouvement positif sur les salaires, **il est surtout le reflet de la très forte hausse de la composante « paiements spéciaux » qui inclut principalement les primes annuelles distribuées en fin d'année.** Cette composante affiche une hausse de 7,6% en glissement annuel (soit une contribution de 3,9 points à la croissance totale de 4,8%), indiquant donc que les primes ont été sensiblement plus élevées que celles proposées à la même période l'an passé.

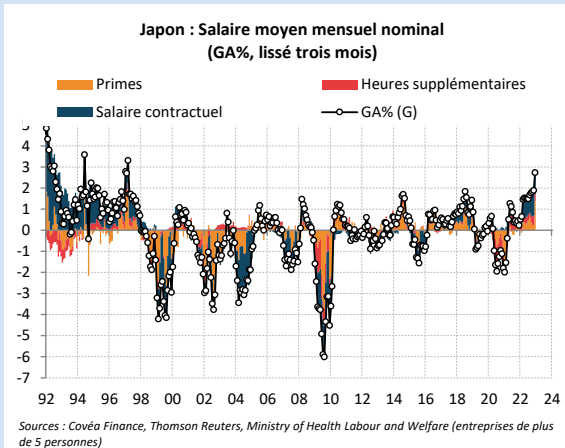
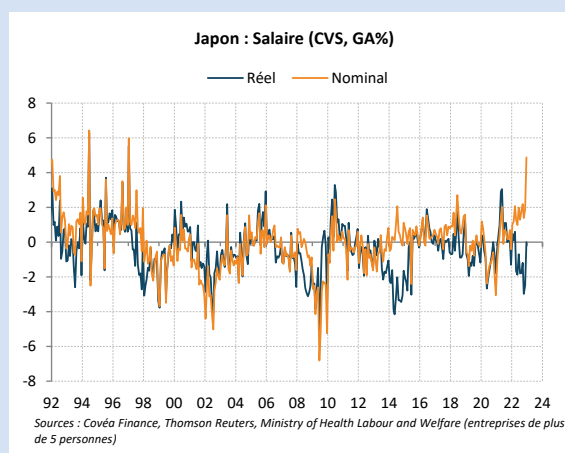
Néanmoins, il s'agit d'une composante temporaire qui devrait déjà se dissiper dans les données de janvier. En outre, les effets positifs associés à l'évolution de l'échantillon de l'enquête sur les salaires en janvier 2022 (estimés par le gouvernement à +0,5 pt entre 2021 et 2022) devraient s'estomper en janvier 2023. Notons également que cette progression salariale exceptionnelle permet à peine de compenser l'inflation en décembre, comme l'illustre la progression de seulement 0,1% des salaires en termes réels.

Une dynamique pérenne des salaires peut-elle se constituer ?

Courant 2022, les salaires contractuels (hors primes et heures supplémentaires) ont affiché une accélération progressive pour atteindre 1,8% en glissement annuel. Certes, cette hausse reste modeste au regard des dynamiques observées dans d'autres pays mais, au Japon, il s'agit d'un plus haut depuis 1995. A titre de comparaison, la croissance n'a été que de 0,6% sur les 10 années entre les mois de décembre 2011 et 2021. Cette dynamique historiquement élevée semble toutefois toujours trop faible pour la BoJ qui considère qu'une hausse de 3% des salaires est nécessaire pour atteindre durablement la cible d'inflation.

Au cours des prochaines années, la pérennité de la dynamique des salaires dépendra de l'évolution des caractéristiques structurelles de l'économie japonaise qui ont endigué les progressions salariales sur les 30 dernières années. Il s'agit en particulier de :

- **La mobilité du travail** : malgré la progression de formes d'emplois plus précaires sur les 40 dernières années, les travailleurs réguliers constituent l'essentiel de la main d'œuvre japonaise (environ 63%). Cette forme d'emploi se caractérise par une mobilité très faible du travail (« emploi à vie ») qui limite la progression des salaires. Si la mobilité du travail est plus forte pour les jeunes, dans les PME et pour les formes d'emplois plus précaires, cela reste une préoccupation centrale dans les grands groupes. Dans ce contexte, la progression des salaires des grandes entreprises est fortement liée aux résultats des négociations salariales du printemps. La hausse de l'inflation et les profits élevés réalisés par les grands groupes en 2022, ainsi que la pression exercée par les syndicats et le



Suivi Macroéconomique

gouvernement, devraient amener à une progression relativement forte des salaires à l'issue des négociations du printemps 2023.

- **L'évolution de l'offre de main d'œuvre** : malgré le déclin démographique du Japon, les années 2010 ont été marquées par une forte progression de l'emploi. Les expansions monétaires et budgétaires ont en effet dynamisé le marché du travail mais les salaires ont relativement peu progressé parce que la demande de travail supplémentaire a été en partie absorbée par la hausse de l'offre par le biais de la progression du taux d'activité, et ce en particulier pour les femmes et les seniors. Avec un taux d'activité à 62,1% en 2021 (% de la population de plus de 15 ans), le Japon est désormais devant les Etats-Unis (61,7%) et loin devant la France (55,8%), selon la Banque mondiale, et ce malgré une population bien plus âgée en moyenne. Ainsi, les marges de manœuvre semblent assez limitées pour qu'une nouvelle progression substantielle de l'offre de travail ne vienne limiter les hausses de salaire.
- **L'évolution des anticipations des agents** : malgré la progression des prix facturés en 2022, les entreprises peinent encore à transmettre la hausse des prix de leurs consommations intermédiaires comme l'illustrent les dernières enquêtes Tankan. Les entreprises interrogées expliquent principalement ces difficultés par un environnement très compétitif ainsi que par la préférence des consommateurs pour des baisses de prix. Une progression durable des salaires sera conditionnée à une évolution des comportements des agents en faveur d'une meilleure acceptation des hausses de prix.

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.