

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

21 novembre 2022

## Hibernatus

Si on ne peut pas encore parler de réchauffement des relations internationales, nous pouvons toutefois nous intéresser aux implications géopolitiques de la modification des terres et glaces sibériennes, baltiques et arctiques. Le dégel que l'on observe depuis quelques années des territoires russes et canadiens a conduit à la libération de nouvelles surfaces exploitables, en termes miniers et agricoles, mais aussi à celle de méthane et d'oxyde de carbone, deux gaz à effet de serre. Mais au-delà de ces manifestations chimiques, la fonte des glaces arctiques a pour conséquence l'ouverture de nouvelles voies maritimes dans une zone jusque-là gelée et communément considérée comme exclue des tensions de par l'inhospitalité de ce « grand Nord ». Notons toutefois que la voie aérienne au-dessus du pôle Nord demeure inchangée et reste la trajectoire balistique la plus rapide entre les Etats-Unis et la Russie...

Ainsi, l'OTAN s'est invitée depuis 2 ans dans les exercices militaires canadiens sur ces nouveaux axes libres de glace plusieurs mois par an, alors que la Russie rouvre d'anciennes bases soviétiques dans ses contreforts septentrionaux. Et la Chine n'est pas en reste sur cette route de la soie polaire. Grâce au soutien de l'Islande (membre de l'OTAN), qu'elle a renflouée lors de la crise bancaire de 2010 et avec qui elle a signé un accord de libre-échange, la Chine a obtenu un poste d'observateur au Conseil de l'Arctique en 2013. En 2019, elle accueillait d'ailleurs à Shanghaï le forum « Artic Circle 2019 », traduction de sa stratégie pour devenir un partenaire indispensable, à la Russie notamment, dans le développement des infrastructures arctiques et bénéficier du passage maritime Nord-Ouest. Un passage plus court de 3700 km que le chemin par Panama pour ce qui est du trajet Shanghaï—New-York.

La fonte actuelle des glaces semble surtout l'occasion d'une accélération de la militarisation de la zone à l'aune des brise-glaces et sous-marins américains, russes et chinois. Et l'adhésion de la Finlande et de la Suède à l'OTAN ne fera que renforcer ce mouvement, le conflit en Ukraine ayant mis à bas la cogestion de la zone baltique-arctique par les membres permanents (Russie, Etats-Unis, Canada, Danemark, Norvège, Finlande, Suède et Islande) du Conseil de l'Arctique.

Les ressources naturelles considérables en hydrocarbures (près de 20% des réserves non découvertes selon les projections), métaux, et terres rares, jusque-là inaccessibles, semblent bien devoir attiser toutes les convoitises dans un cadre de moins en moins coopératif et être un nouveau terrain d'affrontement de notre monde bipolaire. Entre le « nouveau visage de la mondialisation » et la « géopolitique des matières premières » (les thèmes de nos 2 premières « Perspectives Economiques et Financières » de cette année 2022), cette zone du globe rassemble bien un certain nombre de sujets d'attention de nature à éclairer l'investisseur sur les stratégies des Etats et des entreprises.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



### Sommaire

**Analyse de l'évolution des marchés** p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Focus

**Suivi Macroéconomique** p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

### Focus de la semaine

« Les ressources naturelles... semblent bien devoir attiser toutes les convoitises... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	18/11/22	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,033	1,001	1,137	3,1	-9,2
€ / £	0,868	0,882	0,842	-1,5	3,1
€ / Yen	144,92	146,60	129,93	-1,1	11,5
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	88	93	81	-5,4	7,9
Indice CRB*	561	561	569	-0,1	-1,4
Prix de l'once d'Or	1 754	1 714	1 861	2,4	-5,7
Prix de la tonne de cuivre	8 076	8 105	9 442	-0,4	-14,5
Indice Baltic Dry**	1 189	1 393	2 454	-14,6	-51,5
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 307	1 579	2 869	-17,2	- 54

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur les marchés obligataires, le mouvement de baisse de taux se poursuit en début de semaine. Après l'inflation américaine du 10 novembre (7.7%), les prix à la production au Etats-Unis (8%) confirme la tendance. La stabilisation des marchés de taux s'effectue à la suite des propos de M. Bullard. Ce dernier estime que la Réserve Fédérale devrait augmenter les taux directeurs d'encore au moins 100 pb pour lutter efficacement contre l'inflation. Tout cela intervient dans des conditions de marchés particulières. En effet, d'une part, la fin d'année est propice historiquement à des flux acheteurs sur les marchés obligataires (sécurisation de la performance et remplacement de la liquidité). D'autre part, certains investisseurs qui disposent d'importantes liquidités se montrent actifs par peur de rater le point pivot, point d'inflexion dans les priorités des banquiers centraux. Enfin, les événements en cours sur le marché des cryptomonnaies (faillite de FTX et les informations autour de Coinhouse et Gemini) peuvent potentiellement inciter certains investisseurs (fonds spéculatifs, ...) à compenser les pertes subies par des rachats de positions vendeuses.

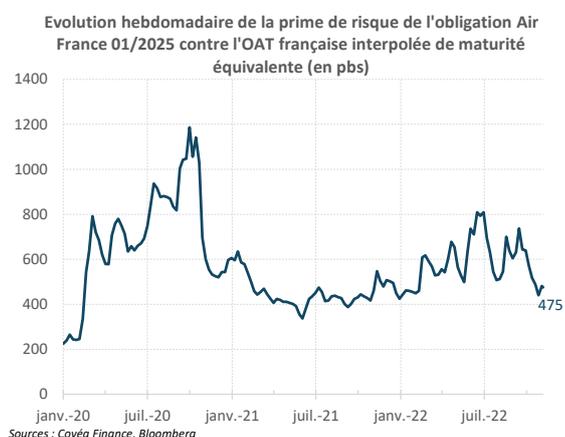
Sur le marché du crédit, les primes de risque sont aux resserrements, de 3 pb pour la catégorie Investissement (à 4.17%) et 10 pb pour le Haut rendement (à 7.97%). Le marché primaire a été actif, avec pratiquement 9 Mds€ émis. Les entreprises profitent de la dernière fenêtre avant la trêve des confiseurs. La dynamique est portée par notamment 5 opérations (Adidas, Thermo Fisher, Vonovia, Iberdrola et Enbw), qui représentent 71% du total émis.

### Le Focus de la semaine : Air-France, une sortie progressive de la crise sanitaire

Le secteur du transport aérien a été très affecté par la crise sanitaire de 2020. Outre des mesures d'économies (de type réduction d'effectifs ou d'investissements) propres à chacune des compagnies aériennes, certaines d'entre elles ont bénéficié de mesures de soutien mises en place par les gouvernements.

Air-France KLM bénéficie d'une posture particulière, puisque les Etats néerlandais et français sont actionnaires de la compagnie. Le groupe a donc pu bénéficier de prêts et d'une ligne de crédit mis en place par ces deux Etats. Ces aides étaient assujetties à différentes contraintes, tant en termes de coûts que de maturité ou de critères opérationnels (abandon de créneaux de vols, ...). Le groupe a su profiter de la reprise du transport aérien pour améliorer sa santé financière. Sa proactivité lui a permis de limiter l'impact de la pénurie de main d'œuvre et des grèves sur son activité. Ces efforts se traduisent en décembre 2021 par un remboursement de 500 M€ de prêts garantis par l'Etat français (PGE), sur un encours de 4 Mds€ qui avait été consenti par un syndicat de neuf banques pendant la pandémie de Covid-19. Par la suite, l'effort de réduction des aides étatiques s'effectue soit par des appels aux marchés sous différentes formes, soit par l'effort opérationnel. L'augmentation de capital de 2.3 Mds€ réalisée en juin 2022 va dans ce sens. Le groupe réussit à rembourser, ce mois-là, la totalité de la ligne de crédit renouvelable et de prêt direct souscrit auprès de l'Etat néerlandais, à savoir un total de 900 M€, ainsi que 1.6 Mds€ de dettes subordonnées détenues par l'Etat français (sur les 3 Mds€ en circulation).

Mais le processus s'accélère au 4ème trimestre, avec le remboursement de 1 Mds€ de PGE en novembre, réduisant l'encours à 2.5 Mds€. A cela s'ajoute, cette semaine l'émission d'une obligation convertible de 300 M€ dont le produit est destiné au remboursement partiel des dettes subordonnées détenues par la France. Au final, ces opérations permettent d'améliorer le profil d'endettement du groupe, avec une économie de charges financières et une moindre exposition aux taux variables. Elles donnent également l'opportunité à la compagnie d'être un acteur dans la consolidation du marché du transport aérien. En effet, l'une des conditions à ces aides était une interdiction d'opérations de fusion-acquisition.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	18/11/22	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			
<b>Taux directeurs</b>														
Réserve Fédérale Américaine	4,00	4,00	4,00	0,25	0,25	0,00	0,00	3,75	3,75					
BCE - Taux Repo	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00	2,00					
BCE - Taux Facilité de dépôt	1,50	1,50	1,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	2,00	2,00					
Banque d'Angleterre	3,00	3,00	3,00	0,25	0,10	0,00	0,00	2,75	2,90					
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00					
<b>Taux 10 ans</b>														
Etats-Unis	3,83	3,81	4,09	1,51	1,59	2	-26	232	224	-71	10			
Allemagne	2,01	2,16	2,17	-0,18	-0,28	-15	-16	219	229	-7	-9			
France	2,48	2,67	2,69	0,20	0,07	-19	-21	228	241	42	25			
Italie	3,90	4,21	4,29	1,17	0,92	-31	-39	273	298	122	0			
Royaume-Uni	3,24	3,36	3,46	0,97	0,93	-12	-22	227	231	9	15			
Japon	0,25	0,24	0,25	0,07	0,08	1	0	18	17	28	116			
<b>Crédit</b>														
Indice Itraxx Main	94,4	97,6	107,2	47,8	49,2	-3,1	-12,7	46,7	45,3					
Indice Itraxx Crossover	471,9	481,9	523,1	241,7	248,3	-10,0	-51,2	230,1	223,5					

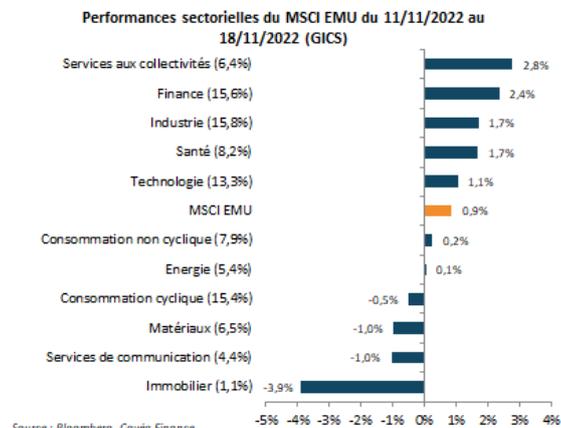
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens MSCI Europe et MSCI EMU (Union Economique et Monétaire européenne) affichent une légère progression de 0,3% et 0,9% respectivement. La surperformance des services aux collectivités (+2,8%) s'explique par l'annonce d'un cadre de plafonnement du prix de l'électricité moins strict qu'anticipé en Autriche et la forte progression d'Uniper (+39.4%) annonçant des investissements dans des capacités de stockage et regazéification de GNL ainsi que la cession d'une raffinerie au Moyen Orient. Rappelons malgré tout que le titre reste en forte baisse (-87%) depuis le début de l'année à la suite des difficultés financières qu'il a rencontrées ainsi que la nécessité pour l'Etat allemand d'intervenir en soutien. Le secteur de la finance (+2,4%) a, quant à lui, été impacté positivement par les déclarations des différents représentants de la BCE et de la FED concernant la poursuite des hausses des taux. En revanche cet environnement n'est pas favorable pour les services de communication (-1%) et l'immobilier (-3.9%) qui ont donc été pénalisés. Plus spécifiquement, Téléperformance rebondit de 18,2% suite à la mise en œuvre de son plan de communication post controversé et le retrait des activités les plus offensantes sur la modération de contenus. Notons également le retour de deux placements, en Cellnex (-9,3%) et en Nexi (-13,2%) qui ont demandé une décote significative pour être bien absorbés par le marché. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap reste en territoire négatif (-17,7%) tout comme le MSCI Europe (-10,1%) et le MSCI EMU (-12,1%).



### Le Focus de la semaine : Le textile, au cœur de la semaine européenne de réduction des déchets et des problématiques d'amélioration de chaîne de production

La semaine européenne de réduction des déchets a pour objectif de mettre en avant les bonnes pratiques de production, de consommation et de sensibiliser les Européens à la gestion des déchets. Cette année, c'est le sujet du « Textile » qui a été sélectionné pour illustrer cette thématique. L'industrie de la mode est l'une des plus polluantes au monde, elle émet plus de gaz à effet de serre (1.2 milliard de tonnes) que les vols internationaux et le trafic maritime réunis ! Ces émissions sont liées à la production des matières premières (cuir, laine, soie...), à la conception et production du vêtement, au transport du textile et des produits finis. L'exemple du cycle de vie du « jean » est très représentatif : le coton est probablement produit en Ouzbékistan, le pantalon est ensuite filé en Inde, puis teint au Maroc pour être vendu en France. Entre les champs de coton et la boutique, ce pantalon aura parcouru 65 000km, soit 1.5 fois le tour de la terre et finira vraisemblablement dans une décharge. Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous mettons au centre de nos thèmes d'investissement les sociétés qui permettent de repenser et ont les capacités d'améliorer les chaînes de production et d'approvisionnement. Sur ce sujet si particulier du textile nous pouvons d'ailleurs citer deux exemples à différents niveaux de la chaîne de valeur du segment. Très en amont, les groupes favorisent désormais un approvisionnement durable à l'image du coton biologique, ou se positionnent sur les fibres artificielles à base de matières naturelles comme le lyocell. La production du lyocell avec de la cellulose d'eucalyptus et des solvants naturels non toxiques est la spécialité de la société autrichienne Lenzing, cela permet de transformer le bois en fibres qui seront recyclées à 99 % ; sa production est donc courte, simple et en « boucle fermée ». Dans la même logique, les créateurs et producteurs souhaitent également optimiser la gestion de la matière lors de la création du produit en limitant les découpes qui génèrent 20% à 30% de chutes de tissus. Des acteurs comme Lectra en France développent des logiciels de conception et des systèmes de découpe automatique de cuir ou de textile pour permettre cette amélioration. De manière générale, le modèle de production, de distribution et d'usage reste aujourd'hui principalement linéaire avec des impacts environnementaux et sociaux négatifs à toutes les étapes : l'identification des sociétés qui permettront de réduire ces impacts fait partie des travaux que nous menons dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

**Pauline Brunaud**

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	18/11/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois		
MSCI EMU	135	134	130	154	157	0,9	↑	4,4	↑	-12,1	↓
MSCI EMU Mid Cap	919	922	898	1 094	1 105	-0,4	↓	2,3	↑	-16,1	↓
MSCI EMU Small Cap	364	366	343	487	492	-0,5	↓	6,0	↑	-25,3	↓
MSCI Europe	145	145	141	162	162	0,3	↑	3,0	↑	-10,1	↓
France CAC40	6 644	6 595	6 431	7 153	7 142	0,8	↑	3,3	↑	-7,1	↓
Allemagne DAX30	5 902	5 817	5 589	6 696	6 854	1,5	↑	5,6	↑	-11,9	↓
Italie MIB	24 675	24 456	23 780	27 445	27 662	0,9	↑	3,8	↑	-10,1	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 386	7 318	7 296	7 385	7 256	0,9	↑	1,2	↑	0,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 505	8 367	8 277	8 777	8 613	1,6	↑	2,7	↑	-3,1	↓

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

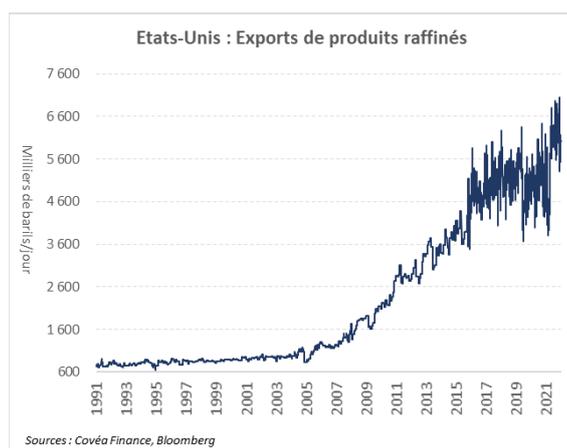
### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les indices ont terminé la semaine en hausse tirés principalement par la Chine, Hong Kong et Taiwan. Les marchés chinois ont été soutenus par les espoirs d'assouplissement de la politique zéro- covid, les annonces de soutien monétaire de la banque centrale chinoise et la rencontre entre Joe Biden et Xi Jinping lors du G20. Le plus grand fondeur de semi-conducteurs, TSMC, contribuait à la hausse des indices taiwanais après les annonces de prises de participation de Warren Buffet dans la société. A l'inverse, les autres régions asiatiques étaient en baisse. La Corée du sud affichait la moins bonne performance pénalisée par les fabricants de mémoires comme Samsung ou SK Hynix suite aux annonces de diminution des dépenses d'investissement de leur concurrent américain Micron face à la baisse de la demande. Dans les nouvelles transverses, Sony a annoncé la construction d'une usine de semi-conducteurs en Thaïlande afin de diminuer ses coûts de production et diversifier sa chaîne d'approvisionnement.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en baisse de près de 0,7%. Les indices américains ont été pénalisés par les propos de certains membres de la FED en faveur de la poursuite de la dynamique de resserrement monétaire. En termes sectoriels, les secteurs plus défensifs (consommation courante, santé, services publics) affichaient les meilleures performances et terminaient la semaine en hausse. A l'inverse, les secteurs les plus cycliques comme la consommation discrétionnaire, l'énergie ou encore les financières affichaient les moins bonnes performances face aux craintes sur le ralentissement de l'économie. Le secteur immobilier était aussi en forte baisse, impacté par la hausse des prêts hypothécaires. Témoin des tensions géopolitiques et de la réallocation des chaînes de production, Apple annonçait la construction d'une usine en Arizona afin de limiter la dépendance du groupe de la production en Asie.

### Le Focus de la semaine : Un juste équilibre entre sécurité des approvisionnements énergétiques et transition vers une production à bas carbone difficile à trouver

La COP 27 s'est tenue dans un contexte difficile en matière de politique énergétique. En effet, les stratégies d'investissement à long terme censées permettre une transition énergétique excluant les hydrocarbures commencent à laisser paraître leur difficile compatibilité avec la sécurité des approvisionnements et un prix abordable. Les problématiques sont multiples. La mise en place d'un cadre politique global permettant de résoudre le dilemme transition énergétique / sécurité énergétique est souhaitable mais prendra probablement du temps. Les décideurs politiques sont de plus en plus convaincus de la place du gaz dans la transition énergétique, ce dernier étant un élément essentiel du mix énergétique à long terme comme support à la production renouvelable en l'absence de solution de stockage fiable et efficace à grande échelle et en tant que combustible se substituant au charbon. Les taxes exceptionnelles décrétées par plusieurs pays sur les super profits des groupes pétroliers restent controversées, en raison de leur impact négatif sur les investissements futurs de ces sociétés et au moment où les besoins incontournables d'investissements dans les infrastructures (réseaux, connexions, terminaux de regazéification, stockage d'électricité et de gaz.), sans lesquels la transition espérée ne pourra pas avoir lieu sont nombreux. Nos perspectives économiques et financières ont montré, dès 2021, la difficulté à trouver le juste équilibre entre sécurité des approvisionnements énergétiques et transition vers une production à bas carbone, ainsi que les opportunités d'investissement qui en découlent, en particulier dans les sociétés d'infrastructures.



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	18/11/22	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	3 965	3 993	3 749	4 766	4 705	-0,7 ↓	5,8 ↑	-16,8 ↓	-15,7 ↓	-0,5 ↓	2,6 ↑	-8,4 ↓	-7,2 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	33 746	33 748	32 514	36 338	35 871	0,0 ↓	3,8 ↑	-7,1 ↓	-5,9 ↓	0,2 ↑	0,6 ↑	2,3 ↑	3,6 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	11 146	11 323	10 353	15 645	15 994	-1,6 ↓	7,7 ↑	-28,8 ↓	-30,3 ↓	-1,4 ↓	4,4 ↑	-21,5 ↓	-23,2 ↓
Japon Nikkei 300	414	417	411	420	428	-0,7 ↓	0,8 ↑	-1,3 ↓	-3,3 ↓	-1,6 ↓	2,0 ↑	-11,2 ↓	-13,3 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 444	2 483	2 424	2 993	2 947	-1,6 ↓	0,8 ↑	-18,3 ↓	-17,1 ↓	-4,8 ↓	-0,2 ↓	-20,9 ↓	-20,3 ↓
Chine - Shanghai	3 097	3 087	3 048	3 640	3 521	0,3 ↑	1,6 ↑	-14,9 ↓	-12,0 ↓	-0,4 ↓	0,2 ↓	-16,6 ↓	-13,5 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 993	17 326	16 359	23 398	25 320	3,8 ↑	10,0 ↑	-23,1 ↓	-28,9 ↓	4,3 ↑	7,0 ↑	-15,6 ↓	-22,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	943	936	900	1 232	1 274	0,8 ↑	4,7 ↑	-23,5 ↓	-26,0 ↓	1,0 ↑	1,6 ↑	-15,7 ↓	-18,5 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Focus : OPEP – Une décision économique mal-interprétée

Lors de la réunion du 5 octobre 2022, l'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) a annoncé une réduction des quotas de production de 2 millions de barils jour (Mbj), équivalent à 2% de la production mondiale quotidienne. Dans les faits, il est fort probable que la réduction réelle de production se situe plutôt autour de 0.9 à 1 million de barils jour car certains pays au sein de l'Organisation produisent déjà en deçà du quota autorisé. Les pays consommateurs n'acceptent pas cette décision, vue comme une trahison surtout aux Etats-Unis. La décision de l'OPEP intervient à un moment où les prix de l'or noir restent encore sur des niveaux élevés (au-dessus de 80\$ au moment de l'annonce) alors que les autorités monétaires mondiales tentent par tous les moyens de juguler l'inflation et que de nombreux gouvernements font d'importants efforts pour alléger la facture énergétique des consommateurs. En fait, un coup de pouce de l'OPEP pour limiter la hausse des prix du pétrole, voire les faire baisser, aurait été le bienvenu du point de vue de l'Occident.

Les gouvernements occidentaux ont qualifié la décision de l'OPEP de ralliement de l'Organisation à la cause russe. De son côté, l'OPEP évoque une décision purement économique. Faisant le parallèle avec les grandes banques centrales occidentales, l'OPEP veut éviter de se retrouver dans leur situation. Elles se sont enfermées dans une politique monétaire accommodante, de laquelle il était difficile de sortir, et ont dû ajuster violemment leur politique monétaire en réaction aux fortes tensions inflationnistes. C'est pourquoi l'OPEP prône une politique proactive et préemptive. L'organisation sait d'expérience qu'un effondrement des prix du pétrole est inéluctable après une phase de forte hausse. Rappelons qu'une des missions de l'OPEP est de garantir la stabilité des prix du pétrole et les intérêts de ses membres. De toute évidence, l'intérêt des pays consommateurs n'est pas celui des pays producteurs.

Et pourtant, dans une perspective plus longue, la décision de l'OPEP ne va pas nécessairement à l'encontre des intérêts des pays consommateurs. La hausse du prix du pétrole que nous observons n'est pas une conséquence de la guerre en Ukraine. Elle a commencé bien avant. Le conflit n'a fait que l'accélérer. Le problème à l'origine de la hausse est clairement identifié : il n'y a pas assez de production dans le monde du fait de sous-investissements. La récente sortie du président Biden demandant aux compagnies pétrolières américaines d'accélérer leurs investissements plutôt que de retourner leur excédent de flux de trésorerie aux actionnaires va dans ce sens. Le constat est aussi validé par l'OPEP. L'année 2014 marque le point haut des investissements de l'industrie pétrolière, qui depuis n'ont fait que baisser, passant de plus de 550 Mds\$ à 300 Mds\$ en 2021. Les grandes majors pétrolières internationales n'ont cessé de réduire leurs investissements durant cette période, d'autant qu'une partie a été détournée vers les énergies renouvelables. Leur contribution aux investissements totaux de l'industrie est passé de 316 Mds\$ en 2014 à 157 Mds\$ en 2021. De leur côté, les investissements des compagnies de l'OPEP ont aussi baissé mais dans de moindre proportion. La part des compagnies pétrolières des pays de l'OPEP est passée de moins de 30% des investissements mondiaux en 2014 à plus de 50% en 2021. Aussi, l'OPEP souhaite davantage de participation des grandes compagnies pétrolières internationales à l'effort de production.

Un projet pétrolier s'échelonne sur plusieurs années et est intense en capital. Pour valider un tel projet, les pétroliers ont besoin de visibilité sur leurs flux de trésorerie futurs, eux même tributaires en partie du prix du pétrole. Cette incertitude est aujourd'hui plus grande dans un monde où les gouvernements s'engagent sur des trajectoires de décarbonation et appellent à la réduction de la consommation des énergies fossiles. En tentant de défendre un niveau de prix, la décision de l'OPEP donne un signal prix positif et de surcroît un cadre pour inciter les investissements futurs des pétroliers. Son objectif rejoint finalement celui souhaité récemment par l'administration américaine et les autres pays consommateurs, à savoir une hausse des capacités de production de pétrole.

A court terme, la décision de l'OPEP qu'elle soit économique ou politique, aura des conséquences dans ses relations avec l'Occident. Elle confirme en ce sens la polarisation du monde et la moindre coopération dans les relations internationales, un thème identifié dans nos Perspectives Economiques et Financières.

**Chicuong Dang** pour le Comité transverse énergie—matières premières

# Suivi Macroéconomique

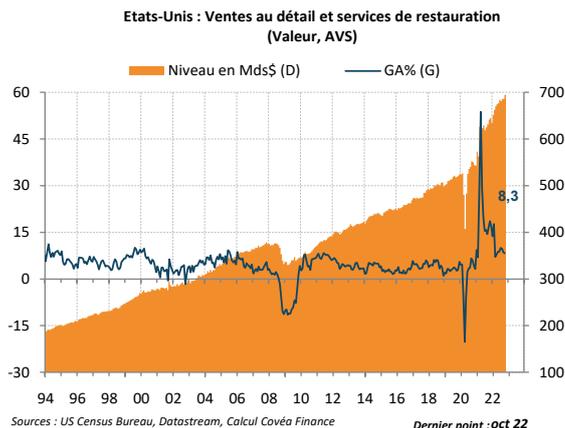
## États-Unis

« Le consommateur américain maintient le rythme des dépenses »

Les indicateurs d'enquête manufacturiers publiés cette semaine envoient des signaux contrastés. D'un côté, l'indice de la Réserve fédérale (Fed) de New York passe de -9,1 à +4,5 points en novembre, et s'établit pour la première fois depuis juillet en zone d'expansion. Malgré ce rebond, les détails de l'enquête sont mitigés avec une amélioration des livraisons et de l'emploi, mais un recul des nouvelles commandes et une modération des intentions de dépenses d'investissement. Par ailleurs, l'indice manufacturier de la Réserve fédérale de Philadelphie fait part d'une forte dégradation en novembre, en chutant à -19,4 points après -8,7 en octobre. La composante nouvelles commandes s'inscrit également en recul marqué à -16,2 points. Au-delà de la volatilité de ces données, **les indicateurs d'enquête décrivent un affaiblissement de la tendance au cours des derniers mois.** Une dégradation qui n'était pas encore visible dans les données en dur et

qui semble se manifester dans **la production industrielle du mois d'octobre** (-0,1% en glissement mensuel). Les estimations des mois précédents ont par ailleurs été révisées en baisse, offrant une vision plus en phase avec la détérioration des indicateurs d'enquête. Le secteur manufacturier (+0,1% en glissement mensuel) a continué de bénéficier du rebond du secteur automobile (+2%) et de la bonne tenue des machines (+1%), tandis que l'alimentation et boisson se contractait de 0,3%. La production d'électricité et de gaz enregistre un 3<sup>ème</sup> mois consécutif de baisse (-1,5%) et les mines étaient mal orientées (-0,4%) en raison d'un recul de l'activité d'extraction de pétrole et de gaz (-0,9%). En rythme annuel, la croissance de la production industrielle fléchit à 3,3%.

**Les prix à la production ont enregistré une progression modeste de 0,2% en glissement mensuel en octobre.** Hors alimentation et énergie, les prix sont restés stables et l'estimation de septembre a été révisée en baisse à 0,3% (0,4% initialement). En rythme annuel, la croissance des prix ralentit ainsi à 8%. **Après les prix à la consommation la semaine dernière, cette publication suggère à son tour une modération des pressions inflationnistes en octobre. Afin de contrecarrer toute anticipation d'une politique monétaire qui serait par conséquent moins agressive, les officiels de la Réserve fédérale sont montés au créneau au cours de la semaine pour réaffirmer la nécessité de poursuivre le resserrement monétaire et ainsi reprendre le contrôle de l'inflation.** Le Président de la Fed de Saint Louis, James Bullard, a estimé que le niveau terminal du taux directeur pour ce cycle de resserrement devrait se situer au-delà de 5%. Le taux directeur évolue actuellement dans le fourchette [3,75% ; 4 %]. Ces déclarations, venant d'un membre coutumier des positions agressives en terme de resserrement monétaire, vont dans le sens de ceux de Jerome



Indicateurs de la semaine*	Vol, CVS, GA%	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-22	3,3	5,0	-7,0	4,9
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	oct.-22	-10,1	-3,2	6,5	17,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	oct.-22	-8,8	-4,6	8,1	15,1
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	oct.-22	4430	4710	5638	6127
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	oct.-22	8,3	8,6	0,6	19,7

\*Du 14/11/2022 au 20/11/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Powell, lors de la dernière réunion de politique monétaire. Le Président de la Réserve fédérale y avait laissé entendre que le taux pourrait atteindre 5% afin de réduire la demande et faire baisser durablement les pressions inflationnistes.

**La publication des ventes au détail du mois d'octobre suggère effectivement que l'appétit d'achat des ménages ne semble pas fléchir.** Les ventes ont progressé de 1,3% en valeur sur le mois, tirées par les ventes de véhicules (1,3%), mais aussi les produits alimentaires (1,4%) et les restaurants et bars (+1,4%). Les ventes de carburants ont également augmenté sur le mois (4,1%), reflet essentiellement d'un rebond des prix. Hors carburants et véhicules, les ventes progressent de 0,3%, signalant une consommation robuste à l'entrée du 4<sup>ème</sup> trimestre malgré les pressions inflationnistes.

**Dans l'immobilier, la chute de l'activité dans le contexte de remontée des taux d'intérêt se poursuit.** Les permis de construire et les mises en chantier sont restés mal orientés en octobre (respectivement -2,4% et -4,2% sur le mois), tout comme les ventes de logements dans l'ancien qui enregistrent une baisse de 5,9% sur le mois.

**Sur le plan politique, les Républicains sont parvenus à reprendre la majorité à la Chambre des Représentants.** Avec un Congrès désormais divisé (les démocrates ont conservé la majorité au Sénat), les négociations budgétaires, notamment sur le relèvement du plafond de la dette fédérale, s'annoncent plus difficiles et les réformes d'envergure peineront à aboutir. Un statu quo législatif devrait ainsi prévaloir d'ici aux prochaines élections de novembre 2024. En cas de récession, le soutien budgétaire s'annonce plus faible qu'avec un Congrès entièrement à la main des démocrates, ce qui pourrait être accueilli favorablement par la Réserve fédérale qui cherche à réduire la demande pour diminuer les tensions sur les prix.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

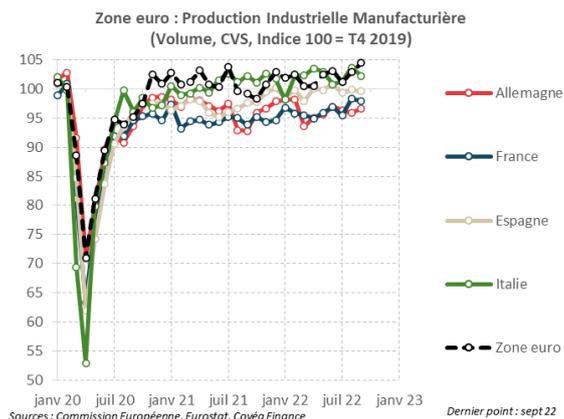


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La BCE alerte sur la progression des risques d'instabilité financière »

**La production manufacturière en Zone euro enregistre une hausse mensuelle pour le deuxième mois consécutif en septembre** (+1,5% en glissement mensuel après 1,7% en août). La production a été tirée par les biens de consommation non durables (+3,6% sur le mois) et les biens d'équipements (+1,5%), tandis que les biens de consommation durables et les biens intermédiaires sont en baisse de 0,9% en septembre. Il faut néanmoins noter qu'une large partie de cette hausse est imputable à l'Irlande, dont les données de production sont très volatiles (production manufacturière à 14,1% en septembre en glissement mensuel). Du côté des plus grandes économies de la zone, la production manufacturière recule en France, en Espagne et en Italie. En Allemagne, bien que la production manufacturière soit en hausse en septembre, elle reste toujours en dessous de ses niveaux d'avant crise.



**En Allemagne, les 3,9 millions d'employés de l'électromécatallurgie bénéficieront d'un accord salarial de grande ampleur.** Le syndicat IG Metall et le patronat sont parvenus à un accord sur deux hausses de salaire successives de 5,2% en juin 2023, puis de 3,3% en mai 2024. Une hausse à laquelle s'ajoutera une prime « inflation » de 1 500 euros non imposable. Si ces hausses de salaire restent bien inférieures aux taux d'inflation observés au cours des derniers mois, elles peuvent contribuer à alimenter des pressions domestiques potentiellement plus durables sur les prix et amener ainsi la BCE à resserrer davantage sa politique monétaire.

**Par ailleurs, la Banque centrale européenne alerte sur la progression des risques d'instabilité financière.** Dans son rapport semestriel sur la stabilité financière, la BCE a alerté sur les conséquences de la dégradation des perspectives économiques, de l'accélération de l'inflation, de la détérioration des conditions de financement et des moindres niveaux de liquidité sur la stabilité des marchés financiers. Luis de Guindos, vice-président de la BCE, a demandé aux banques de constituer davantage de provisions pour créances douteuses et a exhorté les régulateurs à travers le monde à inciter les institutions financières non bancaires à détenir davantage d'actifs liquides. Il a également déclaré que, dans ce contexte de progression des risques sur la liquidité, la BCE devra être particulièrement prudente lorsqu'elle amorcera la réduction de son bilan l'année prochaine. Les modalités de cette réduction du bilan devront être présentées par la BCE à l'occasion de sa réunion de décembre prochain.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Prod. industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	sept.-22	<b>4,3</b>	3,0	-7,5	7,9
AL	ZEW <i>Indice</i>	nov.-22	<b>-36,7</b>	-59,2	40,6	54,9
	Taux de chômage <i>% de la pop. active</i>	août-22	<b>3,6</b>	3,5	5,1	4,0
RU	Inflation <i>IPC, NCVS, GA%</i>	oct.-22	<b>11,1</b>	10,1	0,9	2,6
	Inflation sous-jacente <i>IPC, NCVS, GA%</i>	oct.-22	<b>6,5</b>	6,5	1,4	2,4

\*Du 14/11/2022 au 20/11/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Au Royaume-Uni, l'inflation atteint un plus haut en 41 ans et le gouvernement annonce un plan de resserrement budgétaire.** L'indice des

prix à la consommation a continué de progresser en octobre pour atteindre une croissance de 11,1% en glissement annuel, sur fond d'accélération des prix alimentaires et de l'énergie. Ces derniers ont continué d'augmenter en dépit du plan de plafonnement des prix du gaz et de l'électricité mis en place par le gouvernement. Toutefois, l'inflation sous-jacente se maintient à 6,5% en octobre, comme en septembre. Si cette stagnation rassure quelque peu sur les pressions domestiques sur les prix, la progression des salaires reste dynamique à 5,7% en glissement annuel ce qui devrait entretenir les hausses de prix. Face à cette dynamique historique de l'inflation et aux perturbations financières provoquées par les annonces budgétaires du précédent gouvernement, le ministre des Finances, Jeremy Hunt, a annoncé un large plan de consolidation budgétaire de 55 Mds£ (30 Mds£ de baisse des dépenses et 25 Mds£ de hausse d'impôts) visant à restaurer la crédibilité budgétaire du pays. Selon l'*Office for Budget Responsibility*, l'institut en charge de la réalisation des projections officielles du gouvernement, le PIB britannique devrait se contracter de -1,4% en 2023 face à la dégradation de l'environnement international, aux difficultés domestiques et aux resserrements monétaires et budgétaires.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

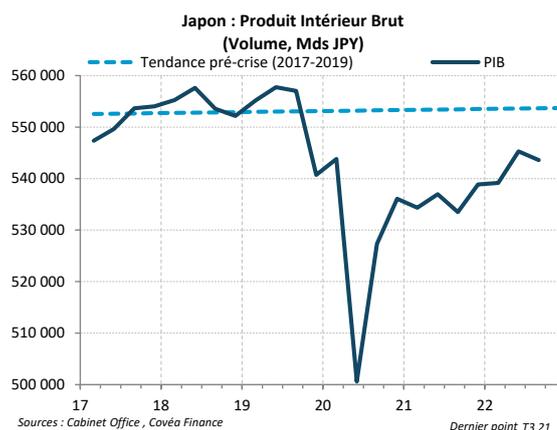


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'économie japonaise reste loin de son niveau pré-pandémie »

**L'économie japonaise se contracte au troisième trimestre face au creusement du déficit commercial.** Le PIB réel a reculé de 0,3% en glissement trimestriel après le solide redressement de 1,1% qui avait été enregistré au T2. En glissement annuel, la croissance reste largement positive à 1,9%. Le déclin trimestriel reflète la forte progression des importations (+5,2% en glissement trimestriel) - accentuée par la dépréciation historique de la devise - amenant à une contribution négative de -0,7 point de pourcentage du commerce extérieur. Outre cet élément et les variations de stocks (-0,1 pp), toutes les autres composantes du PIB côté dépenses ont eu une contribution positive à la croissance. Si l'expansion de la consommation des ménages s'est nettement modérée (+0,3%) après le redressement du T2, les investissements non résidentiels conservent une dynamique plus solide (+1,5%). Ce rebond des investissements contribue toutefois à la hausse des importations et ainsi à la dégradation du déficit. L'économie japonaise reste donc loin derrière la plupart des pays développés dans son redressement post-pandémie. Le PIB reste en effet inférieur de 1,6% à son niveau de 2019. Le rattrapage de ce retard devrait soutenir la croissance japonaise sur les prochains trimestres mais la dégradation du contexte international devrait encore retarder ce redressement. En particulier, les déséquilibres extérieurs devraient continuer de peser sur la croissance au T4 comme l'illustre le maintien d'un déficit commercial historiquement élevé en octobre (15,5 Mds\$).



**Les pressions inflationnistes se renforcent au Japon, mais demeurent bien inférieures à celles observées en Europe et aux Etats-Unis.** L'inflation accélère à 3,8% en octobre en glissement annuel après 3% en septembre, une progression largement attendue en lien avec un effet de base positif consécutif à des mesures de réduction des prix des forfaits téléphoniques il y a un an. Toutefois, les prix affichent également une progression solide en rythme mensuel (+0,6%), principalement tirée par les prix de l'alimentation (+1,3%). Les prix de l'énergie conservent également une croissance prononcée (15,2% en glissement annuel) mais ralentissent quelque peu. Outre ces éléments, les pressions inflationnistes restent limitées. Certes, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) accélère à 1,5% contre 0,9% en octobre mais cela reflète surtout l'effet de base précédemment évoqué alors que la dynamique mensuelle reste modérée (+0,2%). Si l'inflation dépasse désormais largement la cible de 2% de la Banque du Japon (BoJ), la concentration des pressions dans l'énergie et l'alimentation et l'absence de pressions significatives sur les salaires devraient renforcer la BoJ dans son interprétation du caractère non durable de cette inflation, l'amenant ainsi à conserver une politique monétaire très accommodante à contre-courant de la dynamique internationale.

**En Chine, l'activité s'inscrit en nette modération en octobre face à la détérioration sanitaire et à la poursuite du déclin du secteur immobilier.** Le recul a été particulièrement prononcé au niveau de la consommation comme l'illustre la baisse de 0,5% des ventes au détail en glissement annuel (après +2,5% en septembre). La demande domestique reste en effet très exposée à la mise en place de nouvelles restrictions strictes dans plusieurs grandes villes face à la dernière vague épidémique. Alors que les grands centres manufacturiers du pays ne sont pas épargnés par le rebond de l'épidémie et que la demande mondiale se modère, la production industrielle chinoise affiche une dynamique plus mesurée en octobre en hausse de 5% en glissement annuel (après +6,3% en septembre). De plus, l'immobilier poursuit sa détérioration avec un recul de 16,1% en glissement annuel (GA) des investissements dans le secteur et un déclin de 23,4% des ventes de logements. Les investissements dans le secteur manufacturier et dans les infrastructures, qui ont été particulièrement soutenus par le gouvernement au cours des derniers mois, ont également affiché une moindre dynamique. Après avoir solidement rebondi au T3 2022, l'économie chinoise semble bien moins vigoureuse à l'entrée du T4. Malgré l'assouplissement du cadre des restrictions sanitaires, les perturbations associées à l'épidémie devraient continuer de rythmer l'activité comme l'illustre les dernières annonces du confinement de 3,5 millions d'habitants à Pékin alors que des décès liés au Covid-19 y ont été annoncés pour la première fois depuis mai dernier. Certains districts de la mégapole de Guangzhou sont également concernés par ce retour à des restrictions strictes.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-22	3,8	2,9	0,0	-0,3
	IPC, NCVS, GA%	oct.-22	1,5	0,9	-0,1	-0,8
JP Exportations	Val, CVS, GA%	oct.-22	27,2	28,1	-11,5	21,7
	Val, CVS, GA%	oct.-22	52,1	44,5	-14,1	25,2
JP Importations	Val, CVS, GA%	oct.-22	52,1	44,5	-14,1	25,2
JP PIB	Val, CVS, GA%	T3 22	1,9	1,6	-4,7	1,7
CH Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	oct.-22	5,8	5,9	2,9	4,9
	Val, NCVS, GA%	oct.-22	5,0	6,3	3,4	9,3
CH Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	oct.-22	-0,5	2,5	-2,9	12,4

\*Du 14/11/2022 au 20/11/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Après avoir solidement rebondi au T3 2022, l'économie chinoise semble bien moins vigoureuse à l'entrée du T4. Malgré l'assouplissement du cadre des restrictions sanitaires, les perturbations associées à l'épidémie devraient continuer de rythmer l'activité comme l'illustre les dernières annonces du confinement de 3,5 millions d'habitants à Pékin alors que des décès liés au Covid-19 y ont été annoncés pour la première fois depuis mai dernier. Certains districts de la mégapole de Guangzhou sont également concernés par ce retour à des restrictions strictes.

**Sur le plan géopolitique, la rencontre entre Joe Biden et Xi Jinping a quelque peu rassuré sur le risque d'escalade des tensions.** Cette première rencontre physique des deux dirigeants a eu lieu en Indonésie, en amont du sommet du G20. A l'issue de l'échange, Joe Biden a rejeté l'idée qu'une « nouvelle guerre froide » existait entre la Chine et les Etats-Unis et a déclaré que, selon lui, Taiwan ne faisait pas face à une menace « imminente » d'invasion.

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.