

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

9 janvier 2023

Kuna*

La Croatie est rentrée en ce début d'année dans la zone euro. Une adhésion qui fait suite à celles à l'OTAN en 2009 et surtout à l'Union européenne (dernier membre à ce jour) en 2013. La Kuna a donc pu se fondre dans l'euro, son économie répondant aux critères fondateurs de Maastricht en matière de compte budgétaire et de dette publique..., et en devient le vingtième membre. Vingt pays qui pèsent plus de 85% du PIB de l'Union européenne. La Croatie, qui abandonne ainsi sa souveraineté monétaire, est un « petit » pays en termes de richesse nationale avec 0.5% de la population et du PIB de l'ensemble (son PIB par habitant représente moins de la moitié de celui de la zone euro à 13500€). Mais l'exemple de la Grèce nous a appris que la taille du maillon faible n'était pas le critère essentiel de la chaîne de risque.

Cette entrée dans la monnaie commune clôture un parcours d'intégration rapide depuis l'indépendance de la Croatie en 1991, lui-même largement expliqué par l'imbrication forte du pays dans l'écosystème allemand. Un arrimage qui s'est mesuré en volumes d'échanges commerciaux, investissements directs et par l'utilisation du Deutsche Mark dans les comptes bancaires croates dans les années d'après-guerres yougoslaves. Ce pays de 3.9M d'habitants intègre aussi l'Espace Schengen (27ème membre), contrairement à la Bulgarie et la Roumanie toujours sous le coup du veto de l'Autriche. Elle aura à ce titre à garantir plus de 1300 km de frontières terrestres de cet « espace » face aux Balkans occidentaux, et des côtes maritimes en mer Adriatique, mais abolira les contrôles à ses frontières avec les pays membres.

Nous avons souligné à plusieurs reprises dans nos Perspectives Economiques et Financières les risques d'un éclatement de la zone euro, puis celui d'une disparition de l'Union, tant de nombreuses et nouvelles formes de dissension surgissent à chaque crise au sein de la famille européenne. Quelle que soit la nature de ces crises, la dynamique espérée à l'origine n'existe plus. L'entrée de la Croatie, qualifiée pour le moment de bon élève, s'inscrit donc dans cet ensemble géographique où s'exercent des oppositions Nord-Sud mais aussi Ouest-Est à la fois sur des sujets économiques et financiers mais aussi diplomatiques et sociétaux.

* La Kuna était la devise croate jusqu'au passage à l'euro le 1er janvier 2023. Kuna signifie la martre, symbole animalier de la monnaie croate et rappel de l'utilisation ancienne de sa peau comme « monnaie » de transactions.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Francis Jaisson

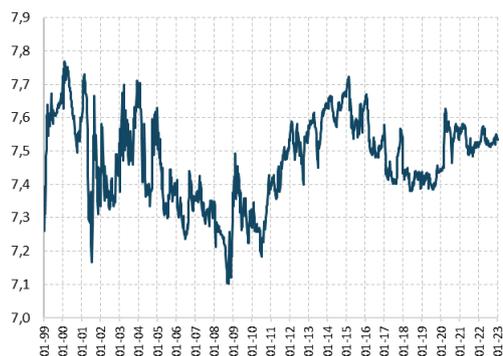
Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« cette entrée dans la monnaie commune »

Evolution de parité Euro Kuna depuis Janvier 1999



Sources : Covéa Finance, Bloomberg référence TTF Pays-Bas

Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	06/01/23	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,064	1,001	1,130	6,3	↑ -5,8
€ / £	0,880	0,882	0,835	-0,1	↓ 5,4
€ / Yen	140,58	146,60	130,82	-4,1	↓ 7,5
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	79	93	82	-15,2	↓ -4,2
Indice CRB*	547	561	582	-2,5	↓ -5,9
Prix de l'once d'Or	1 870	1 714	1 789	9,1	↑ 4,5
Prix de la tonne de cuivre	8 590	8 105	9 531	6,0	↑ -9,9
Indice Baltic Dry**	1 130	1 393	2 296	-18,9	↓ -50,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 061	1 579	5 110	-32,8	↓ -79

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 :

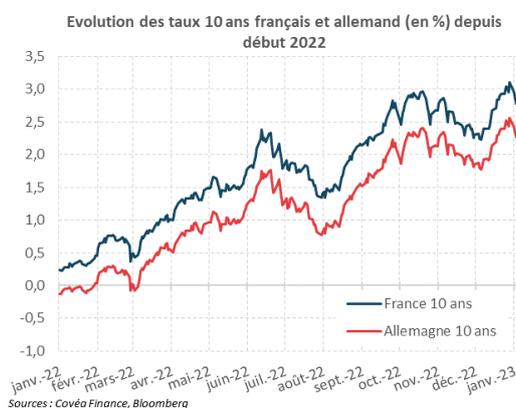
La première semaine de l'année 2023 commence par un record. Celui de l'appréciation du 10 ans allemand de 36pbs* sur une semaine, du jamais vu depuis la réunification allemande. Ceci s'explique par des chiffres d'inflation en zone euro plus faibles qu'attendus par le marché, bien que la composante sous-jacente, hors énergie et alimentation, ait continué d'accélérer. Ainsi, le 10 ans allemand a clôturé la semaine à 2,21% contre 2,57% la semaine précédente. Nous avons assisté à des mouvements comparables dans les autres pays de la zone euro puisque la France s'est appréciée de 40 pbs passant de 3,12% à 2,72%. L'Italie, quant à elle, s'est appréciée de 49 pbs terminant la semaine à 4,23%.

Le marché du crédit a également bien démarré l'année en progressant. Le marché primaire en euro a été actif avec plus de 7 Mds€ d'émissions sur la semaine.

Le Focus de la semaine : Bilan 2022 de la dette souveraine

En octobre 2021, lors de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons relevé l'importance de prendre en compte la reprise de l'inflation comme un phénomène non transitoire. Le risque inflationniste deviendrait donc un défi majeur pour les banques centrales.

En 2022, la guerre en Ukraine, la hausse des prix des matières premières et les nouvelles tensions sur les chaînes d'approvisionnement ont pérennisé ce risque inflationniste et contraint les banques centrales, en particulier occidentales, à accélérer la normalisation de leurs politiques monétaires. Ainsi la Réserve Fédérale Américaine a monté ses taux directeurs de 425pbs sur l'année portant sa fourchette cible de taux à [4,25% - 4,50%]. En Zone euro, l'inflation, est passée de 5% en début d'année à un pic de 10,6% en octobre. La BCE a dû, bien que tardivement, agir. Ainsi, depuis le mois de juillet, elle a monté son taux directeur principal de 250pbs à 2.5%. Ce qui constitue la plus forte hausse cumulée depuis sa création. De l'autre côté de l'Atlantique, il faut remonter au début des années 1980 pour retrouver des hausses comparables à celles opérées par la Réserve Fédérale. Ces hausses, accompagnées de discours restrictifs et d'annonces de réductions de bilan, ont fortement pénalisé les marchés obligataires qui, au niveau mondial, affichent leur pire performance depuis 20 ans. Pour la zone Euro et les Etats-Unis, l'ensemble de la courbe a été affecté par ces hausses de taux directeurs, avec un mouvement d'aplatissement important se traduisant par une pente 2/10 ans qui est même passée en territoire négatif aux Etats-Unis comme en Allemagne, c'est-à-dire des taux à 2 ans supérieurs aux taux à 10 ans. Sur l'année, les rendements à 10 ans de la France et de l'Allemagne se sont tendus respectivement de 292 et 275 pbs à 3,12% et 2,57%. Les dettes périphériques, pénalisées par les perspectives de réduction de bilan, ont sous-performé les dettes cœurs : le rendement de l'Espagne à 10 ans a progressé de 310 pbs à 3,66% tandis que celui de l'Italie affiche une hausse de 354 pbs à 4,72%. Au Royaume-Uni, les rendements ont suivi la même tendance. La Banque d'Angleterre a poursuivi son processus de remontée des taux directeurs, lancé en décembre 2021. Après quatre hausses de 25 pbs, la banque centrale accélère le rythme au cours de l'été, portant le taux directeur à 3.5% contre 0.25% en début d'année. Elle procède également à l'arrêt de son programme de rachats d'actifs en février. Les taux 2 ans et 10 ans affichent des hausses, respectivement, de +289 pbs à 3.58% et +270 pbs à 3.67%. La Banque du Japon modifie par deux fois sa politique monétaire. La zone de fluctuation autour de 0% du taux souverain à 10 ans est élargie une première fois de +/-25 pbs en mars puis à +/-50 pbs en décembre. Dans ce contexte, les taux se sont orientés à la hausse. Cela se traduit par un taux 2 ans à +0.03%, le 10 ans à 0.41% et le 30 ans à 1.60%.



L'année 2022 aura donc été extrêmement difficile pour les marchés obligataires, à l'image des marchés d'actions.

*pbs: points de base

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	06/01/23	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	4,50	4,50	4,00	4,50	0,25	0,00	0,50	0,00	4,25		
BCE - Taux Repo	2,50	2,50	2,00	2,50	0,00	0,00	0,50	0,00	2,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	1,50	2,00	-0,50	0,00	0,50	0,00	2,50		
Banque d'Angleterre	3,50	3,50	3,00	3,50	0,25	0,00	0,50	0,00	3,25		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,56	3,87	4,09	3,87	1,72	-32	-53	-32	184	-73	13
Allemagne	2,21	2,57	2,17	2,57	-0,06	-36	4	-36	227	-36	-6
France	2,72	3,12	2,69	3,12	0,26	-40	3	-40	246	5	22
Italie	4,23	4,72	4,29	4,72	1,27	-49	-6	-49	295	120	13
Royaume-Uni	3,47	3,67	3,46	3,67	1,16	-20	2	-20	232	8	40
Japon	0,51	0,42	0,25	0,42	0,12	8	25	8	38	48	111
Crédit											
Indice Itraxx Main	81,6	90,6	107,2	90,6	49,8	-9,0	-25,6	-9,0	31,8		
Indice Itraxx Crossover	425,9	474,1	523,1	474,1	250,5	-48,2	-97,2	-48,2	175,4		

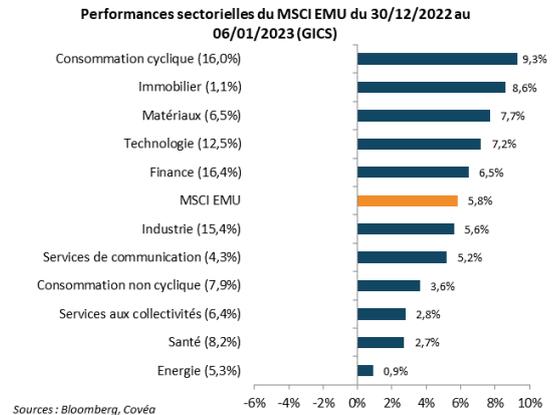
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice des actions de la zone euro (MSCI EMU dividendes non-réinvestis) commence l'année en fanfare à +5,8%, la plus forte progression sur la première semaine de l'année depuis une génération. Le marché salue notamment la forte baisse du cours du gaz, une bonne nouvelle pour le moral des ménages qui profite au secteur de la consommation cyclique (+9,3%), en tête de classement depuis le début de l'année. On observe à la fois un fort rebond des acteurs de la vente de détail (Zalando +20%) et de l'industrie automobile (Renault +16%). La normalisation du cours du gaz est une bouffée d'oxygène pour le segment de la chimie de base qui tire le secteur des matériaux (+7,7%) à la hausse. Le secteur de l'immobilier (+8,6%) complète le podium grâce à la baisse des taux d'intérêt observée sur la semaine. A l'inverse le secteur de l'Énergie (+0,9%) figure en bas de classement, pénalisé par la baisse conjuguée du cours du gaz et du pétrole. En termes géographiques, cette normalisation des cours de l'énergie pèse sur la performance de la Norvège (-1,7%), seul pays en baisse depuis le début de l'année.



Le Focus de la semaine : Les avancées dans la décarbonation de l'acier européen

Les travaux menés dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières mettent en avant le poids croissant du politique dans l'économie, et l'industrie de l'acier illustre bien cette dynamique. Subventions de projets de décarbonation, mise en place de barrières douanières, allocations de certificats carbone : l'interventionnisme est omniprésent pour mener à bien la transition énergétique de l'acier européen.

Les aciéristes européens ont considérablement réduit la voilure en 2022 en termes de capacités de production. On compte environ 15% des hauts fourneaux à l'arrêt auxquels s'ajoute probablement la majorité de la production en fours électriques qui est deux fois plus énergivore mais pour laquelle on ne dispose pas de données officielles. La crise énergétique représente une épée de Damoclès sur toute l'industrie sidérurgique européenne alors même que celle-ci doit financer sa transition énergétique vers la production d'acier vert, produit à base d'hydrogène vert. SSAB a été précurseur en la matière et dispose d'un avantage concurrentiel grâce au surplus d'électricité renouvelable, principalement hydraulique dans le nord de la Suède. Arcelor Mittal emboîte le pas avec quelques initiatives de décarbonation partielle de ses opérations, en Espagne et en France notamment. Même les acteurs les plus fragiles s'y engagent : c'est le cas de Thyssenkrupp et de Salzgitter qui annoncent des projets de conversion sur le sol allemand d'environ 2 milliards d'euros chacun. Ces deux aciéristes allemands détiennent de la trésorerie mais leur marge de manœuvre est limitée compte tenu de l'effondrement du cours de l'acier en Europe et de l'engagement de retraite colossal auquel ils doivent faire face (supérieur à leur capitalisation boursière respective). Malgré tout, les aciéristes peuvent compter sur la mise en place d'une frontière carbone sur laquelle le parlement européen et le Conseil européen ont signé un premier accord le mois dernier. Bien que celle-ci aille de pair avec le retrait progressif des allocations gratuites de certificats carbone. Les aciéristes ne fournissent pas de données quantitatives sur le sujet mais reconnaissent que la grande majorité de leurs émissions carbonées sont aujourd'hui compensées par des attributions gratuites de certificats. La frontière carbone protégera l'Europe de la concurrence déloyale d'importations carbonées, mais quid des exportations? Le mécanisme de frontière carbone ne prévoit pas à ce jour d'ajustement (subvention) pour les exportations européennes qui risqueraient alors de ne plus être compétitives sur les marchés internationaux.

Grégoire Du Mesnil du Buisson

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	06/01/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	139	132	130	132	155	5,8	↑	7,4	↑	5,8	↑	-9,9	↓
MSCI EMU Mid Cap	952	907	898	907	1 093	5,1	↑	6,0	↑	5,1	↑	-12,9	↓
MSCI EMU Small Cap	386	370	343	370	487	4,4	↑	12,6	↑	4,4	↑	-20,6	↓
MSCI Europe	149	143	141	143	162	4,7	↑	5,8	↑	4,7	↑	-7,9	↓
France CAC40	6 861	6 474	6 431	6 474	7 250	6,0	↑	6,7	↑	6,0	↑	-5,4	↓
Allemagne DAX30	5 973	5 692	5 589	5 693	6 780	4,9	↑	6,9	↑	4,9	↑	-11,9	↓
Italie MIB	25 180	23 707	23 780	23 856	27 656	6,2	↑	5,9	↑	5,6	↑	-9,0	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 699	7 452	7 296	7 452	7 450	3,3	↑	5,5	↑	3,3	↑	3,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 747	8 417	8 277	8 417	8 924	3,9	↑	5,7	↑	3,9	↑	-2,0	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

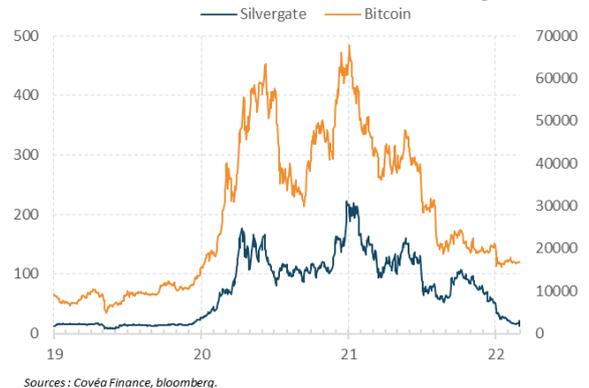
Les marchés asiatiques concluent la première semaine de l'année en hausse. Les marchés chinois affichent les meilleures performances, en lien avec la réouverture de l'économie qui continue de nourrir l'optimisme des investisseurs. Les évolutions des marchés Chinois ont été influencées par des rumeurs de toutes parts : d'un côté sur de potentielles mesures de soutien au secteur immobilier, de l'autre sur un possible décalage des investissements massifs prévus sur le secteur des semiconducteurs. Ce potentiel décalage a particulièrement soutenu les valeurs exportatrices sur les marchés coréen et taiwanais, qui pourraient bénéficier d'une moindre concurrence à venir. A l'inverse, les pays qui affichaient les meilleures performances en 2022 subissent quelques dégagements en ce début d'année, Inde et Indonésie notamment. Au niveau des entreprises, notons les annonces de hausses de prix du constructeur chinois BYD, qui contrastent avec les annonces récentes de baisses de prix des constructeurs occidentaux (Tesla). Dans l'automobile, nous retiendrons l'annonce d'un partenariat signé par Hon Hai (Foxconn) avec Nvidia en matière de technologie de véhicule autonome, ainsi que la divulgation du premier prototype de véhicule électrique issu du partenariat entre Sony et Honda.

Aux Etats-Unis, après un début de semaine difficile, la publication de statistiques d'emploi très solides a soutenu les indices américains en fin de semaine. En termes sectoriels, les valeurs de matières premières et industrielles (sensibles à la conjoncture) et les financières (malgré le repli des rendements obligataires) ont surperformé l'indice général. En revanche, les valeurs de croissance (technologie et santé) ainsi que l'énergie (défavorisée par le repli des prix du WTI) ont sous-performé. En matière de société, on notera surtout la poursuite de l'éffritement des actions de Tesla (en baisse de plus de 10% cette semaine, après avoir clôturé 2022 en baisse de 65%). En effet, malgré une série de réductions de prix sur ses véhicules, la société a récemment indiqué avoir livré moins de véhicules que prévu au quatrième trimestre et ainsi nourri les doutes croissants concernant la solidité de la demande de véhicules électriques dans un contexte de ralentissement économique. Notons également, la multiplication des annonces de licenciement dans le secteur technologique (10% des effectifs de Salesforce) ou chez Amazon (18.000 postes).

Le Focus de la semaine : La débâcle des cryptomonnaies n'en finit pas de faire des victimes

Après l'effondrement de FTX et de ses sociétés affiliées, les déboires de l'écosystème des cryptomonnaies continuent d'émerger. La banque Silvergate Capital, sous régulation de la Fed, a annoncé en toute fin d'année dernière que les dépôts de ses clients avaient fondu de près de 70% (soit une baisse de \$8,1 milliards). Silvergate Capital était une des banques commerciales les plus impliquées dans les opérations de trading de crypto pour le compte de ses clients, notamment institutionnels (facilitation des transactions entre les différentes plateformes d'échange de cryptomonnaies). Face aux difficultés constatées par les clients pour récupérer leurs encours auprès de certaines plateformes d'échange (FTX en tête), les clients se sont donc rués sur les contreparties qui n'avaient pas bloqué les retraits. Face à cet afflux de demande, Silvergate Capital a dû rapidement céder \$5,2 milliards d'emprunts d'Etat détenus dans son bilan et ainsi matérialiser une perte de \$718 millions (soit plus que ses profits cumulés sur près de 10 ans et plus de la moitié de ses fonds propres). Aujourd'hui, Silvergate dispose de \$4,6 milliards de liquidités au bilan et de \$5,6 milliards d'emprunts d'Etat américains ou de titres des agences (FannieMae notamment), de maturités courtes, susceptibles d'être vendus rapidement. Au passif, les dépôts restant ne s'élèvent plus qu'à \$3,8 milliards et les autres sources de financement à \$6,7 milliards, dont \$2,4 milliards de certificats de dépôts et \$4,3 milliards d'avances par le biais du Federal Home Loan Bank (un système de coopératives régionales détenues par les banques et organisées pour fournir de la liquidité aux banques et ainsi permettre le financement immobilier des communautés... on peut à cet égard s'interroger sur la pertinence des financements apportés par la FHLB à Silvergate, une banque spécialisée dans les échanges de cryptomonnaies !). Au final, s'il est rassurant de voir qu'une banque régulée par la Fed a réussi à faire face à un choc extrême de liquidité, l'avenir de cette dernière reste bien sombre, puisqu'une recapitalisation semble impérative mais pour le moins difficile à réaliser dans le contexte actuel. Un sujet que nous continuerons de suivre, notamment dans le cadre de notre cellule de crise spécifique sur les effets de contagion de la faillite de FTX.

Performances de Silvergate et du Bitcoin depuis le 7/11/19, date de l'introduction en bourse de Silvergate



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	06/01/23	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	3 895	3 840	3 749	3 840	4 677	1,4	3,9	1,4	-16,7	2,0	-2,3	2,0	-11,1
Etats-Unis - Dow Jones	33 631	33 147	32 514	33 147	36 232	1,5	3,4	1,5	-7,2	2,0	-2,7	2,0	-0,9
Etats-Unis - Nasdaq	10 569	10 466	10 353	10 466	14 936	1,0	2,1	1,0	-29,2	1,6	-4,0	1,6	-24,5
Japon Nikkei 300	394	397	411	401	421	-0,7	-4,1	-1,7	-6,4	-0,8	0,0	-1,8	-12,6
Corée du Sud KOSPI	2 290	2 236	2 424	2 280	2 955	2,4	-5,5	0,4	-22,5	3,0	-2,6	1,0	-21,1
Chine - Shanghai	3 158	3 089	3 048	3 089	3 580	2,2	3,6	2,2	-11,8	3,6	3,7	3,6	-12,1
Hong Kong Hang Seng	20 992	19 781	16 359	19 781	23 493	6,1	28,3	6,1	-10,6	6,7	21,4	6,7	-4,7
Marchés Emergents - MSCI	989	956	900	956	1 226	3,4	9,8	3,4	-19,4	4,0	3,3	4,0	-13,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

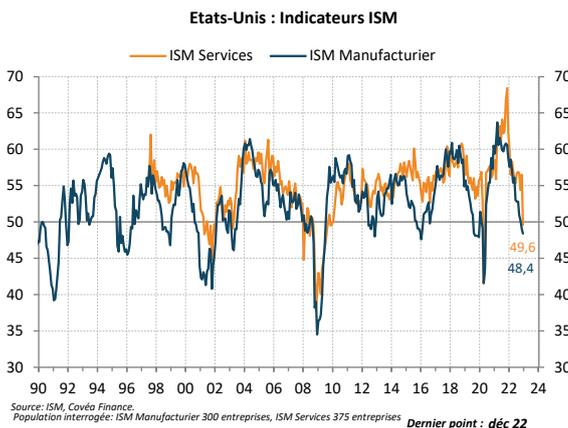
« Les indicateurs d'enquête accentuent leur dégradation en décembre »

Les données d'enquête publiées cette semaine suggèrent une poursuite de la dégradation de l'activité en décembre. L'indicateur ISM manufacturier enregistre une nouvelle baisse sur le mois et s'établit à 48,4 points, légèrement en-deçà des attentes. Les principales sous-composantes de l'enquête sont mal orientées : la production passe à 48,5 et les nouvelles commandes et commandes à l'export se détériorent (45,2 et 46,2 respectivement), suggérant un affaiblissement de la demande. Cela se traduit par une diminution des difficultés sur la chaîne d'approvisionnement avec des délais de livraisons et des prix payés en net repli (45,1 et 39,4 respectivement). La composante emploi se redresse et passe en territoire positif à 51,4, signe d'un marché du travail résistant.

Dans les services, l'indicateur ISM qui affichait une résistance à rebours des autres indicateurs d'enquête, a brutalement marqué le pas en décembre, passant de 56,5 à 49,6 points. La sous-composante nouvelles commandes chute à 45,2 (56 en novembre) et le niveau d'activité passe de 64,7 à 54,7 points. Par ailleurs, les délais de livraisons s'établissent pour la première fois depuis le début de la pandémie sous le seuil de 50 (48,5), ce qui témoigne autant d'une normalisation des chaînes d'approvisionnement que d'une demande en baisse.

Le Bureau des Statistiques du Travail (BLS) a publié cette semaine le rapport JOLTS de novembre sur les offres d'emploi, les démissions et les licenciements. Ces données illustrent le chemin restant à parcourir pour rééquilibrer le marché du travail. Les offres d'emploi non pourvues ont reculé de 0,5% sur le mois, mais demeurent sur des niveaux très élevés à 10,458 millions et l'estimation d'octobre a été révisée en hausse (10,5 au lieu de 10,3 millions). Les offres non pourvues ne reculent plus depuis maintenant 4 mois. En outre, les démissions ont rebondi et les licenciements ont reflué, laissant l'image d'un marché du travail toujours en tension en novembre, alors que le rapport d'emploi de décembre se montre plus nuancé (voir focus).

Les Minutes de la réunion de politique monétaire des 13 et 14 décembre soulignent la détermination du comité (FOMC) à poursuivre le resserrement, tout en adoptant une approche flexible, réunion par réunion, ce qui laisse ouvert la possibilité d'une baisse de 50 ou 25 points de base lors de la prochaine réunion de février. Cela dépendra des conditions sur le marché du travail, jugées encore trop tendues et qui alimentent les pressions salariales, mais aussi de l'évolution des conditions financières. Les membres ont en effet relevé que celles-ci se sont détendues depuis le dernier comité de novembre et qu'un « assouplissement injustifié des conditions financières, surtout s'il est dû à une perception erronée de la fonction de réaction du comité, compliquerait les efforts de ce dernier pour rétablir la stabilité des prix ». Le comité semble ainsi prévenir que plus sa détermination à durcir la politique monétaire sera testée, plus le resserrement sera prononcé et le ton restrictif. On peut à ce titre relever qu'aucun membre ne juge qu'une baisse de taux en 2023 sera appropriée, ce qui illustre la volonté du comité de



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
ISM Manuf.	Indice	déc.-22	48,4	49,0	52,5	60,6
ISM Services	Indice	déc.-22	49,6	56,5	54,3	62,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	déc.-22	39,4	43,0	54,0	83,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	déc.-22	45,2	47,2	54,0	64,3
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	déc.-22	45,1	47,2	61,6	72,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	nov.-22	7,3	10,4	-7,3	13,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	nov.-22	11,8	12,6	2,2	-3,6
Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-22	3,5	3,6	8,1	5,4
Créations nettes d'emplois	Milliers	déc.-22	223	256	-774	562
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	déc.-22	4,6	4,8	4,9	4,2
Importations	Val, NCVS, GA%	nov.-22	-1,3	12,5	-6,5	21,5
Exportations	Val, NCVS, GA%	nov.-22	9,2	10,3	-13,2	22,8

*Du 02/01/2023 au 08/01/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

maintenir les taux durablement élevés. Les membres estiment toujours que le risque haussier sur l'inflation est plus important que le risque baissier sur l'activité, justifiant la poursuite du resserrement. Deux participants ont noté que les risques sur l'inflation deviennent plus équilibrés, mais les membres ont généralement estimé que le maintien d'une politique restrictive pendant une période prolongée est approprié du point de vue de la gestion des risques.

Sur le plan politique, le Républicain Kevin McCarthy a finalement été élu Speaker à la Chambre des Représentants, après 15 tours de votes, au prix de nombreuses concessions accordées à l'aile droite du parti républicain. M. McCarthy a notamment concédé un changement de règle qui permettra aux membres de son parti de le renverser plus facilement en cas de désaccord, et un engagement à lier des baisses des dépenses au futur relèvement du plafond de la dette.

Au Brésil, quelques jours après l'investiture du président Lula (Parti travailliste), les partisans de l'ancien président Jair Bolsonaro réunis à Brasilia ont saccagé le Palais présidentiel, la Cour suprême et le Congrès, avant que la police ne reprenne le contrôle. Un événement qui illustre le degré inédit de tensions traversant le pays et qui rappelle le risque d'instabilité politique et constitutionnelle touchant la première économie d'Amérique latine.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



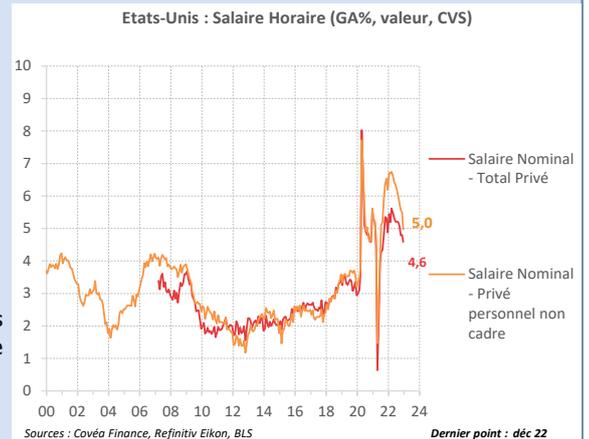
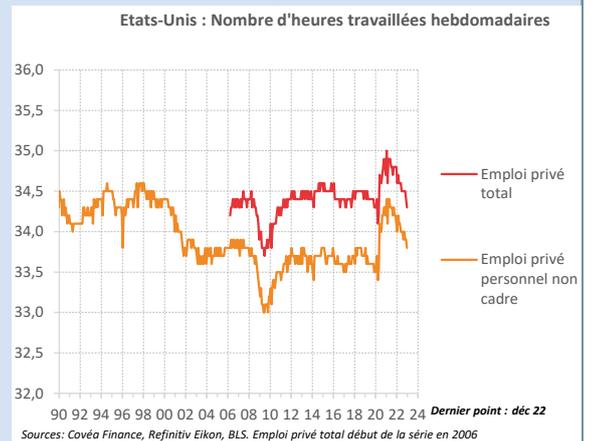
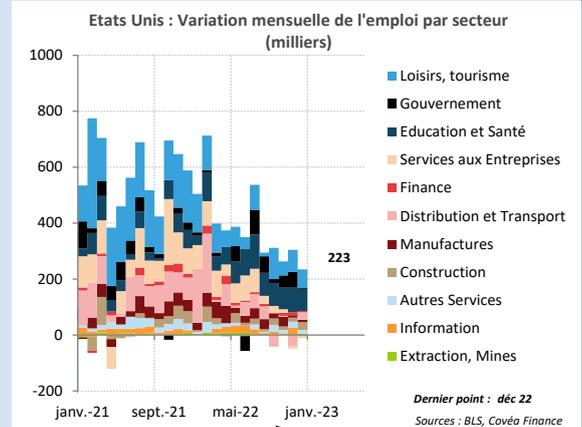
Suivi Macroéconomique

Focus Etats-Unis : le rapport d'emploi de décembre suggère un marché du travail en voie d'apaisement

Si le rapport d'emploi de décembre fait part d'une croissance toujours solide des embauches, des signaux de normalisation des tensions sont toutefois à relever. L'économie américaine a créé 223 000 emplois en décembre, après 256 000 et 263 000 en novembre et octobre (estimations révisées en baisse de -28 000 postes). Ce rythme reste supérieur à la situation pré-pandémique (164 000 par mois en moyenne en 2019), mais il confirme une tendance à la (lente) décélération des embauches sur la fin d'année. Les créations de postes ont été une nouvelle fois robustes dans les loisirs et le tourisme (67 000) ainsi que dans l'éducation et santé (78 000). La construction a maintenu un rythme soutenu d'embauches en dépit d'une activité en ralentissement (28 000), et le secteur manufacturier affiche un gain modeste de 8 000 postes. L'emploi public qui avait enregistré une hausse notable en novembre (54 000) voit la dynamique se modérer significativement (3 000). **Le taux de chômage a par ailleurs reculé à 3,5% de la population active, malgré la progression du taux d'activité** (participation de la population en âge de travailler à la population active) à 62,3%, contre 62,2% en novembre. Ce niveau est encore loin de celui affiché avant la pandémie (63,3% en février 2020), ce qui témoigne de difficultés persistantes à faire revenir les personnes en âge de travailler sur le marché du travail, malgré des rémunérations attrayantes.

Quelques éléments du rapport témoignent toutefois d'un rééquilibrage entre offre et demande de travail. Le nombre moyen d'heures travaillées par semaine dans le secteur privé enregistre en effet un second mois consécutif de repli à 34,3 heures, au plus bas depuis le printemps 2020, après une longue période de surchauffe illustrant les difficultés de recrutement. Autre signe d'un relâchement de la demande de main d'œuvre, l'emploi de travailleurs temporaires dans les services aux entreprises a reculé de 35 000 postes sur le mois, et les estimations des deux mois précédents ont été révisées en forte baisse (-30 000 au lieu de -17 000 en novembre, et -22 000 au lieu de -6000 en octobre), ce qui offre une vision un cran plus négative de cette catégorie pouvant être précurseur en termes de détérioration de l'emploi.

Ces signaux de modération des tensions se manifestent également dans les rémunérations. **Le salaire horaire ne progresse que de 0,3% sur le mois, et les estimations de novembre et octobre ont fait l'objet d'une révision baissière** (+0,4% au lieu de 0,6% en novembre). En rythme annuel, la croissance du salaire horaire ralentit ainsi à 4,6%, un point bas en 17 mois. Si ce rythme reste toujours élevé, il s'agit tout de même d'un pas dans la bonne direction pour contenir le risque de boucle prix-salaire. La Réserve fédérale, qui revendique une flexibilité de sa politique monétaire en fonction des données, devrait accueillir favorablement ces développements. Mais au regard du rythme toujours robuste des embauches, la poursuite du resserrement monétaire en ce début d'année 2023 reste de mise.



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

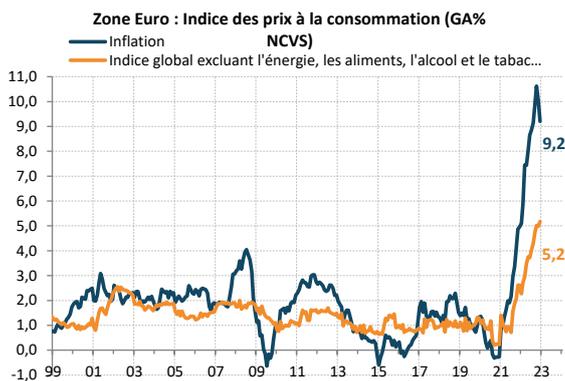


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'inflation poursuit son recul en Zone euro »

Confirmant les informations venues des statistiques nationales de prix à la consommation les jours précédents, **l'inflation a nettement reculé en Zone euro en décembre, tout en restant très élevée**. L'IPCH (Indice des Prix à la Consommation Harmonisé) a baissé de 0,3% par rapport au mois précédent, pour s'afficher en hausse de 9,2% sur un an, après +10,1% en novembre. Le mouvement reflète essentiellement la tendance à la baisse des prix énergétiques en fin d'année dernière (-6,5% sur un mois en décembre), amplifiée par le remboursement par l'Etat fédéral allemand des factures de chauffage et de carburants des ménages. Toutefois, le recul, moins marqué qu'outre-Rhin, s'observe dans la majorité des pays de la Zone euro. L'inflation sous-jacente, quelle qu'en soit la mesure (hors énergie ; hors énergie et produits alimentaires frais ; hors énergie, alimentation, tabac et alcool) a au contraire augmenté le mois dernier, soutenue par les prix tant des biens industriels hors énergie (de +6,1% sur un an en novembre à +6,4% le mois dernier) que des services (+4,4% après +4,2%). Toutefois, les prix à la production des biens (hors énergie) ont baissé au mois de novembre et leur rythme de hausse sur douze mois a encore ralenti.



Comme l'annonçaient les statistiques allemandes de ventes au détail ou celles de dépenses de consommation en France, **les ventes au détail ont rebondi en novembre dans la Zone euro**. En volume, elles ont progressé de 0,8% par rapport au mois précédent (après -1,5%), notamment grâce au redressement des ventes hors alimentation et de celles de carburants automobile. Le recul sur un an s'est néanmoins amplifié, pour atteindre 2,8%, après -2,6% en octobre, seules les ventes de carburants restant en hausse (+5,2% en novembre après +3,1%).

Malgré la dégradation de la conjoncture apparue dans les résultats d'enquêtes des derniers mois, **le marché du travail reste solide**. En décembre, le nombre de chômeurs a continué à baisser en Allemagne et le taux de chômage a reculé de 0,1 point, à 5,5% le mois dernier, annulant la légère hausse du mois de novembre. En Espagne, le nombre de chômeurs inscrits a atteint en décembre un plus bas de 15 ans.

En parallèle de ces indicateurs, **l'indice de sentiment économique (ESI) publié par la Commission européenne suggère que la Zone euro se dirige vers une récession modérée**. L'indicateur de sentiment économique est en hausse pour le deuxième mois consécutif, la confiance ayant progressé dans l'ensemble des secteurs, avec une amélioration marquée dans les services. La

confiance dans l'industrie a progressé sur le mois, pour la première fois depuis l'apparition du conflit russo-ukrainien en février dernier, sous l'effet d'une forte hausse des prévisions de production des chefs d'entreprise. Du côté des consommateurs, l'indice se redresse également, mais reste tout de même à des niveaux historiquement bas, la crise énergétique affectant l'ensemble des ménages. Malgré ce rebond, le sentiment économique en Zone euro reste tout de même en deçà de sa moyenne de long-terme, confirmant que, bien que le déclin de l'activité se soit atténué en fin d'année, les risques de récession demeurent présents. Par ailleurs, l'enquête suggère que les pressions inflationnistes devraient se modérer. Du côté des entreprises, les anticipations de prix de ventes pour les 12 prochains mois se sont en effet légèrement atténuées dans l'ensemble des secteurs tandis que les attentes des consommateurs concernant les prix ont continué de baisser pour le troisième mois consécutif.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-2,8	-2,4	-0,9	5,1
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	déc.-22	9,2	10,1	0,3	2,6
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	déc.-22	5,2	5,0	0,7	1,5
AL	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-5,9	-4,8	4,4	0,7
FR	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-5,2	-5,4	-3,4	3,9

* Du 02/01/2023 au 08/01/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

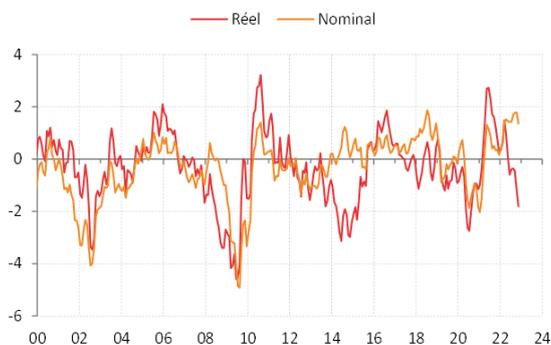


Suivi Macroéconomique

Asie

« Au Japon, les salaires ne suivent pas encore les prix »

Japon : Salaire (CVS, GA% lissé 3M)



Sources : Covéa Finance, Thomson Reuters, Ministry of Health Labour and Welfare (entreprises de plus de 30 personnes)

Les salaires japonais semblent encore trop faibles pour pérenniser la dynamique des prix. La croissance des salaires s'est en effet modérée significativement sur le mois de novembre à 0,5% en glissement annuel contre 1,4% en octobre et 2,2% en septembre. Néanmoins, cette modération s'explique principalement par des éléments temporaires tels que le paiement des primes et des heures supplémentaires alors que la dynamique des salaires contractuels est restée relativement robuste. Ces derniers ont enregistré une croissance de 1,5% en novembre en glissement annuel après 1% en octobre, ce qui reflète probablement la récente revalorisation du salaire minimum. Si la dynamique des salaires a été plutôt solide courant 2022, relativement à celle observée sur les deux dernières décennies, elle est largement négative en terme réel (-2,9% en glissement annuel en novembre) du fait de l'accélération des prix. Outre le versement des primes d'hiver, qui devrait être visible dans les données de décembre, la dynamique des salaires sur les prochains trimestres dépendra largement du résultat des négociations salariales du printemps 2023. Des hausses conséquentes sont attendues à cette échéance face à l'inflation, comme l'illustre l'objectif d'une hausse totale de 5% des salaires annoncé par la

Confédération des syndicats japonais (Rengo). Une progression plus rapide des salaires pourrait notamment amener la Banque du Japon à amorcer une normalisation plus franche de sa politique monétaire après un premier retrait de l'assouplissement en décembre qui répondait surtout à un objectif de stabilité financière.

La Banque du Japon (BoJ) pourrait voir son mandat évoluer prochainement. Le Premier ministre Kishida a déclaré que le gouvernement allait travailler avec la BoJ pour redéfinir la cible d'inflation. Ces discussions devraient être menées avec le successeur du gouverneur Kuroda, qui prendra ses fonctions à la tête de la BoJ le 8 avril prochain. Le Premier ministre n'a toutefois pas donné d'indication sur l'identité du futur gouverneur. Selon la presse, le gouvernement souhaiterait faire évoluer le mandat de la Banque centrale en faveur d'une cible d'inflation plus flexible autour des 2%. Il s'agirait en particulier de faire de cette cible un objectif de moyen/long terme plutôt que de chercher à l'atteindre « le plus tôt possible » comme l'indique la déclaration conjointe du gouvernement et de la Banque du Japon de 2013.

En Chine, l'enquête PMI services de Caixin apporte une vision plus contrastée du déclin de l'activité en décembre que l'enquête du Bureau national des statistiques (NBS). La progression des contaminations s'est traduite par un fort recul de la mobilité sur le mois qui est bien visible au regard de l'indice PMI services du NBS qui a atteint son plus bas depuis le début de la pandémie à 39,6. En revanche, le PMI services de Caixin rapporte une moindre dégradation de l'activité en décembre avec un indice à 48 contre 46,7 en novembre. La forte divergence entre les deux indices peut notamment s'expliquer par la différence de calendrier des deux enquêtes. L'enquête de Caixin a été réalisée du 11 au 22 décembre, peu après l'annonce des dix mesures d'ouverture de l'économie du gouvernement, ce qui a probablement contribué à stimuler l'optimisme des entreprises. L'enquête du NBS a en revanche été réalisée du 22 au 25 décembre, lorsque la progression des contaminations et ses conséquences économiques étaient déjà plus visibles, ce qui a pu contribuer à un retournement marqué de la confiance.

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.