

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

16 janvier 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Les flux américains en 2022

Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras ! En 2022, cet adage prend tout son sens. La hausse des taux ajuste les valorisations des actifs financiers à la baisse et raccourcit l'espace-temps de l'investissement. Les risques inflationnistes et les craintes de récession amplifient ces phénomènes.

Les allocations de portefeuille sont chamboulées. La raison l'emporte. Les investisseurs se détournent des retours sur investissement prometteurs, lointains et incertains et se ruent sur les actifs qui leur procurent des rendements tangibles et visibles dans le temps. Les vendeurs de promesses se taisent, à l'instar de la plateforme d'échange FTX ou des émetteurs de « stablecoins » qui se sont avérés finalement instables.

L'espace américain est privilégié. Le dollar et les Bons du trésor sont recherchés. Les fonds monétaires collectent de nouveau en fin d'année. Côté actions, les valeurs technologiques autrefois synonymes de rupture sont honnies et rattrapées d'une part par l'éclatement de leur bulle de valorisation et d'autre part par un ralentissement de leur croissance post-covid. A l'inverse, les actions des sociétés décotées ou à dividendes sont recherchées.

Finalement, l'année 2022 est une année de décollecte pour les fonds de droit américain tant du côté obligataire que du côté actions. Après des années de fortes collectes, les fonds obligataires enregistrent une sortie de 336 Mds \$ en 2022. Les investisseurs ont vendu leurs fonds pour arbitrer en partie sur des ETF. Les Bons du trésor sont achetés tandis que le crédit aux entreprises et les « municipal bonds » sont vendus.

Quant aux fonds actions de droit américain, ils enregistrent une sortie de 29 Mds \$, toutes zones d'investissement confondues, en comparaison d'une collecte de 511 mds \$ en 2021. La gestion passive domine encore et toujours la gestion active. Les OPC sont vendus pour 365 Mds \$ contre une collecte de 336 Mds \$ pour les ETF. Les actions américaines sont les plus souscrites pour 46 Mds \$, avec une préférence marquée pour le style « value » et les grandes capitalisations. En dehors de la zone boursière des Etats-Unis, les flux actions sont partout vendeurs. Des flux en 2023 qui devraient encore être orientés par les anticipations en termes de politique monétaire et d'inflation et l'appréciation des épargnants américains de la place des Etats-Unis dans un monde peu coopératif.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Francis Jaisson

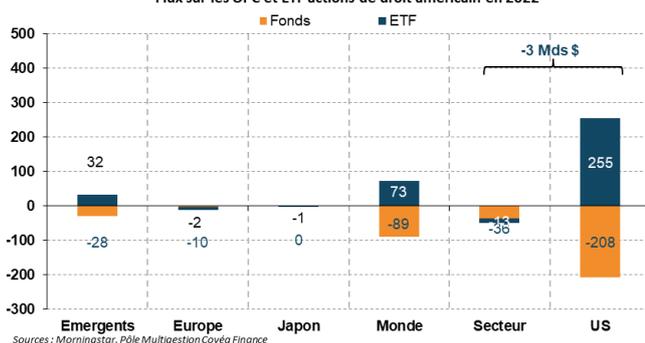
Directeur général délégué en charge des gestions



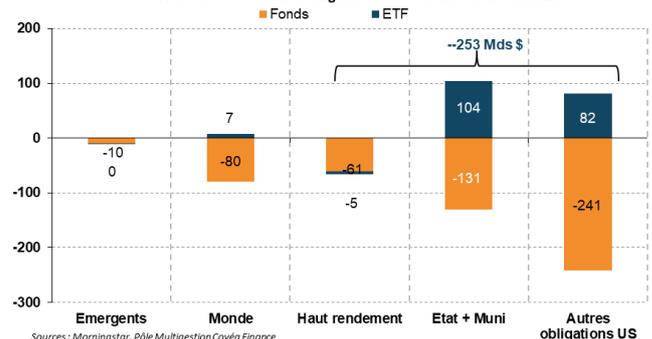
Focus de la semaine

« Un tiens vaut mieux que deux tu l'auras »

Flux sur les OPC et ETF actions de droit américain en 2022



Flux sur les OPC et ETF obligataires de droit américain en 2022



Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur les marchés obligataires, la baisse des taux souverains européens et américains se poursuit en amont des chiffres d'inflation aux Etats-Unis. Avec le ralentissement du chiffre global et une modération de l'inflation sous-jacente, certains banquiers centraux se sont montrés jeudi favorables à une augmentation de seulement 25 pbs* des taux directeurs lors de la prochaine réunion de la Réserve fédérale. En Europe, les commentaires favorables du chancelier Scholz sur la mise en place de financements européens pour contrer le plan Inflation Reduction Act américain contribue également au mouvement de baisse de taux souverains en Europe. Finalement, les taux souverains à 10 ans se situent à 2.17% en Allemagne, 2.63% en France et 3.50% aux Etats-Unis. Au Japon, on observe une déformation de la courbe des taux souveraine en amont de la réunion de la Banque Centrale du Japon (BoJ), prévue ce mercredi. Les maturités allant de 7 à 9 ans offrent des taux d'intérêt supérieurs jusqu'à 15 pbs au taux du 10 ans.

Le marché primaire a atteint un niveau record, avec plus de 100 Mds€ de dettes levées par les Etats, les institutions financières et les entreprises. Malgré cela, le regain d'optimisme sur le marché du crédit se traduit par le resserrement des primes de risque de 5 pbs et de 21 pbs sur les indices crédits catégorie Investissement et Haut rendement, s'établissant respectivement à 177 pbs et 500 pbs. Leurs taux moyens respectifs sont de 3.95% et 7.20%.

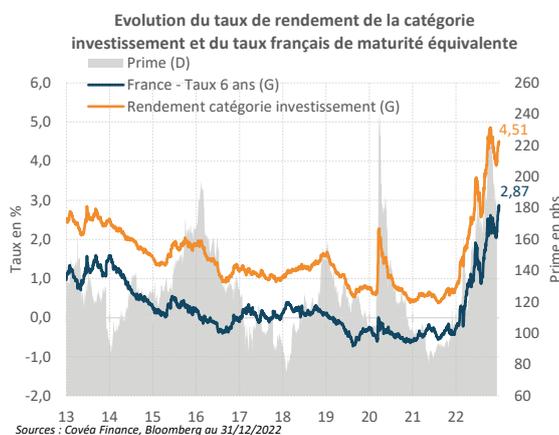
Le Focus de la semaine : Bilan 2022 du marché européen du crédit catégorie investissement

Sur l'année 2022, le marché des obligations d'entreprises a été marqué par la remontée du taux sans risque et par l'écartement des primes de risques. La performance de la catégorie investissement a terminé l'exercice à -15.1%.

Sur la période, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a progressé de 293 pbs, à 2.52%. Les primes de risque ont évolué en quatre phases. Après trois mouvements d'écartement, le point culminant est atteint mi-octobre, avec 140 pbs d'augmentation, à 237 pbs. Ce marché offrait alors un taux moyen de 4.80%. Ces différentes phases ont suivi les différentes phases d'ajustement de la politique monétaire (réduction des programmes d'achats d'actifs, hausse des taux directeurs pour lutter contre l'inflation) et l'accroissement du risque de récession. Il s'en suivra un mouvement de resserrement de 67 pbs ayant pour moteur l'atteinte du pic d'inflation aux Etats-Unis. Dès lors, les primes de risque ont clôturé l'année en s'écartant finalement de 73 pbs, à 170 pbs. Une partie du resserrement des primes de risque est compensé par la remontée des taux de fin d'année (cf Suivi Hebdo, partie Taux du 9 janvier). A fin 2022, le taux moyen de ce marché était de 4,45%, pour une maturité moyenne de 6 ans.

Dans ce contexte tendu, marqué par une volatilité élevée, le volume des émissions sur l'exercice est ressorti en baisse de 18%, à 243 Mds€. La catégorie investissement a représenté 91% des volumes d'émissions de l'ensemble des marchés des obligations d'entreprises (haut rendement et catégorie investissement). La baisse pour le segment catégorie investissement est issue, d'une part, d'un moindre besoin de financement pour certains émetteurs et d'autre part, d'une réduction en nombre et en durée des fenêtres d'émissions s'offrant à eux. Les émetteurs ont donc dû tenir compte du changement de politique monétaire entrepris par la Banque Centrale Européenne mais aussi des opportunités d'arbitrages entre classes d'actifs qui s'offrent aux investisseurs. Ces facteurs ont poussé les primes offertes lors des émissions primaires à la hausse, en moyenne d'une vingtaine de points de base. Sur le plan sectoriel, le secteur des Services aux collectivités a représenté 19% des volumes totaux. Ce secteur a été le plus important contributeur en volume, devançant l'Automobile et le secteur de la santé, chacun à 10%. Compte tenu du contexte de taux d'intérêt et de primes de risque, la maturité moyenne pondérée des émissions est ressortie en recul d'une année, à 7.2 ans.

*pbs = points de base



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	13/01/23	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	3,50	3,56	4,09	3,87	1,70	-5 ↓	-59 ↓	-37 ↓	180 ↑	-73 ↓	11 ↓
Allemagne	2,17	2,21	2,17	2,57	-0,09	-4 ↓	0 ↓	-40 ↓	226 ↑	-41 ↓	-4 ↓
France	2,63	2,72	2,69	3,12	0,29	-9 ↓	-5 ↓	-48 ↓	234 ↑	-3 ↓	29 ↑
Italie	4,01	4,23	4,29	4,72	1,22	-21 ↓	-28 ↓	-70 ↓	279 ↑	105 ↓	21 ↑
Royaume-Uni	3,37	3,47	3,46	3,67	1,11	-11 ↓	-9 ↓	-31 ↓	226 ↑	-9 ↓	35 ↓
Japon	0,51	0,51	0,25	0,42	0,13	1 ↑	26 ↑	9 ↑	38 ↑	47 ↓	112 ↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	79,5	81,6	107,2	90,6	51,1	-2,0 ↓	-27,7 ↓	-11,1 ↓	28,5 ↑		
Indice Itraxx Crossover	415,4	425,9	523,1	474,1	253,5	-10,5 ↓	-107,7 ↓	-58,7 ↓	161,9 ↑		

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

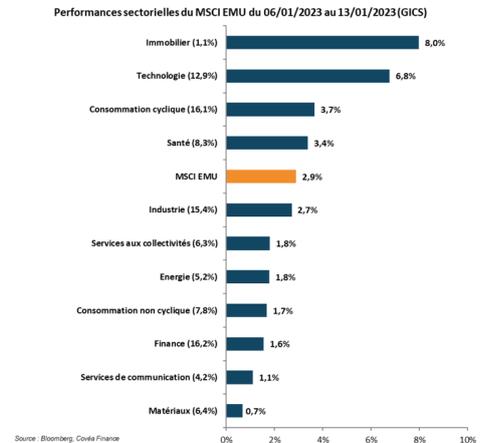
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) progressent de 2.9 % portés par un enthousiasme des investisseurs suscité par des indicateurs d'inflation en retrait. Dans ce contexte de détente des rendements obligataires, les secteurs de l'immobilier et de la technologie affichent les meilleures performances, avec des variations hebdomadaires de respectivement +8.0% et +6.8%. En revanche, le secteur des matériaux n'avance que de 0.7% alors que les messages des principales entreprises suggèrent une faible visibilité et des difficultés à passer des hausses de prix. Sur le plan des titres, Just Eat Takeaway ressort en tête de classement rebondissant de 17.1 % après une sévère correction (-60%) l'année dernière alors que Ubisoft s'effondre de 19.4% après avoir réduit ses perspectives bénéficiaires. L'indice suédois progresse le plus avec +3.8 % grâce à son ancrage sur les valeurs industrielles alors qu'en fin de tableau l'indice danois recule de 1.5% dans un contexte d'affaiblissement du dollar pénalisant son important ancrage sur la santé.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU affiche une performance solide (8.9%) devant l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (8.4%) et le MSCI Europe (6.6%).



Le Focus de la semaine : Les raisons d'un rebond

Cette semaine, nous souhaitons apporter un éclairage sur la vigueur des marchés financiers européens de ce début d'année. L'engouement des investisseurs s'explique par la publication d'indicateurs statistiques décrivant un ralentissement de la croissance des prix suggérant de moindres resserrements monétaires de la part des banquiers centraux. Par ailleurs, la douceur hivernale et le redémarrage des centrales nucléaires françaises entraînent mécaniquement à la baisse les prix du gaz naturel. Ainsi, le prix de la référence « TTF » à Rotterdam s'est stabilisé autour de 60€/MWh soit un niveau inférieur à celui au moment de l'invasion ukrainienne et les vents contraires de 2022 (inflation, disponibilité et prix du gaz naturel...) semblent moins constituer des sujets d'inquiétudes. En revanche cela entraîne une forte rotation sectorielle avec une inversion des classements de 2022 ; les secteurs très attaqués l'année dernière se retrouvent en tête dans un contexte de rachats de positions courtes records. De plus, la levée de certaines restrictions sanitaires en Chine entraîne une réouverture de son économie provoquant l'espoir d'un surcroît de dépenses alors que les ménages ont épargné pendant le confinement.

Sur le plan politique, alors que le Premier ministre belge De Croo juge « agressif » le plan d'investissement américain « Inflation Reduction Act » de 370 milliards de dollars, il invite à imaginer des mesures similaires en Europe. De son côté, le Chancelier Allemand Scholz se déclare favorable à un plan pour contrer l'initiative budgétaire Outre-Atlantique subventionnant massivement la demande de produits fabriqués sur le sol américain. En effet, les dispositifs européens (« Next Generation EU », « Fit For 55 », « Re Power » ...) plébiscités à l'époque ne sont que des enveloppes de financement fixant des trajectoires à long terme sans subventions. Ces sursauts politiques pourraient conduire à un changement de paradigme ayant des implications économiques et boursières. Car une réponse européenne équivalente aux initiatives américaines constitue une nécessité si l'Europe veut limiter les délocalisations de ses champions, bien positionnés sur les solutions et services en faveur de la transition et sécurité énergétique. La régionalisation des économies illustrée dans nos Perspectives Economiques et Financières oblige les Etats à repenser les chaînes d'approvisionnement locales et à la réduction des interdépendances constituées durant la phase de « globalisation » des 3 dernières décennies.

La transition énergétique et la sécurité des approvisionnements sont maintenant partagées par l'essentiel des décideurs et cela devrait se traduire par une reprise des investissements. La découverte du plus important champ de terres rares, composant essentiel dans les applications technologiques, en Suède avec 1 millions de tonnes de réserves donne de l'espoir face à la domination chinoise (80% des réserves prouvées) en ce domaine même s'il ne faudra pas attendre d'exploitation commerciale avant 10 ou 15 ans...

Samir Ramdane

Responsable équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	13/01/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	143	139	130	132	154	2,9	↑	10,5	↑	8,9	↑	-7,1	↓
MSCI EMU Mid Cap	974	952	898	907	1 084	2,2	↑	8,4	↑	7,4	↑	-10,1	↓
MSCI EMU Small Cap	406	386	343	370	495	4,9	↑	18,1	↑	9,6	↑	-18,0	↓
MSCI Europe	152	149	141	143	162	1,7	↑	7,6	↑	6,6	↑	-6,1	↓
France CAC40	7 024	6 861	6 431	6 474	7 201	2,4	↑	9,2	↑	8,5	↑	-2,5	↓
Allemagne DAX30	6 167	5 973	5 589	5 693	6 772	3,3	↑	10,4	↑	8,3	↑	-8,9	↓
Italie MIB	25 783	25 180	23 780	23 856	27 844	2,4	↑	8,4	↑	8,1	↑	-7,4	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 844	7 699	7 296	7 452	7 564	1,9	↑	7,5	↑	5,3	↑	3,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 857	8 747	8 277	8 417	9 051	1,3	↑	7,0	↑	5,2	↑	-2,1	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les **marchés asiatiques** continuent leur progression, avec des gains dans presque toute la région. La Corée du Sud affiche la meilleure performance, tirée par la forte hausse des sociétés technologiques (internet notamment) ou celles bénéficiant de la réouverture en Chine. Taiwan profite aussi d'une hausse sensible du compartiment technologique ainsi que de l'annonce d'un crédit d'impôt (jusqu'à 25% des dépenses de R&D) en faveur des entreprises de semi-conducteurs. A l'inverse, les pays producteurs de matières premières (Indonésie, Thaïlande) ou ayant enregistré les meilleures performances l'année dernière continuent de sous-performer : l'Inde, en particulier subit de fortes sorties de capitaux étrangers. En ce qui concerne les sociétés présentes sur le sol japonais, on notera les fortes hausses de salaires (+15% en moyenne) annoncées par le groupe Fast Retailing (marque Uniqlo) ainsi que les nombreuses hausses de prix chez Mc Donalds (80% des menus concernés). Parallèlement, à Taiwan, le président de TSMC a déclaré envisager la construction de deux nouvelles fonderies de semi-conducteurs, en Allemagne et au Japon.

Aux **Etats-Unis**, les indices américains ont poursuivi leur mouvement de hausse (+2,3% pour le S&P500) grâce surtout à la publication d'un indice des prix à la consommation conforme aux attentes (+6.5% a/a). Parallèlement, l'apparition de dissensions au sein de la Réserve Fédérale concernant le rythme approprié de hausse des taux directeurs a permis d'entretenir les espoirs d'un « pivot » (le niveau de taux à atteindre) plus rapide de la politique monétaire américaine. En termes sectoriels, les valeurs de croissance (technologie, services de communication, consommation discrétionnaire) ainsi que l'immobilier ont fortement bénéficié du repli des rendements obligataires (-12bp, à 3,45% pour le Bon du trésor à 10 ans). Les secteurs plus défensifs (consommation courante et santé) ont, quant à eux, subi des prises de bénéfices. Dans le domaine politique on notera surtout la rencontre entre les dirigeants des Etats-Unis, du Canada et du Mexique afin de renforcer leurs chaînes d'approvisionnement et d'augmenter la production de biens manufacturés dans la région. Les semi-conducteurs sont au cœur des discussions, le Mexique s'efforçant de monter en puissance à partir des trois usines présentes sur son territoire et des accords de formation de travailleurs dans ses États frontaliers du nord-ouest. Parallèlement, les trois pays ont convenu d'accroître leur coopération dans la gestion des flux migratoires, dans la lutte contre le trafic de drogue et la réduction des émissions de méthane.

Le Focus de la semaine : Une hausse inédite des dépenses militaires mondiales

En fin d'année dernière, le Sénat américain a adopté le budget de la défense pour 2023 qui, avec une enveloppe totale de \$858 milliards, en fait le budget le plus important de l'histoire des États-Unis. En hausse de +8% par rapport à 2022 (\$45 milliards additionnels), cette enveloppe servira à la fois à financer les augmentations de salaires des soldats (+4,6%), mais surtout à accroître la production de matériels de toutes les armées (air, mer, terre), à développer de nouveaux systèmes d'armement et étendre la présence des forces armées américaines à travers le monde dans un contexte géopolitique extrêmement tendu : guerre en Ukraine, tensions militaires avec la Corée du Nord et tensions diplomatiques et commerciales avec la Chine. Les Etats-Unis ne sont pas les seuls à réviser à la hausse leurs dépenses militaires, à l'image du Japon qui, en décembre 2022, a également annoncé une augmentation sensible de son budget de défense dans le but d'atteindre 2% du PIB d'ici 2027 (vs. 1,1% à l'heure actuelle). A cet horizon, le Japon se hissera ainsi à la 3ème place mondiale en matière de dépenses dans le domaine (derrière la Chine et les Etats-Unis). Néanmoins, comme nous venons de le voir avec la récente - et difficile - élection du républicain K. McCarthy comme président de la Chambre des Représentants, ces financements restent très liés aux contraintes budgétaires et au parti politique au pouvoir. Ainsi, pour emporter la faveur de républicains récalcitrants à son élection, K. McCarthy aurait concédé des limitations de dépenses discrétionnaires, potentiellement affectant le budget de la défense américaine jusque 10%. Même, si une telle coupe budgétaire semble peu probable compte tenu de l'environnement géopolitique, les valeurs de la défense ont immédiatement réagi par une baisse sensible, réduisant une partie des bonnes performances boursières de 2022 qui avaient été portées par ces perspectives budgétaires.

Evolutions boursières de sociétés de défense américaines et japonaises



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	13/01/23	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	3 999	3 895	3 749	3 840	4 663	2,7	6,7	4,2	-14,2	0,9	-1,4	3,0	-9,6
Etats-Unis - Dow Jones	34 303	33 631	32 514	33 147	35 912	2,0	5,5	3,5	-4,5	0,2	-2,5	2,3	0,6
Etats-Unis - Nasdaq	11 079	10 569	10 353	10 466	14 894	4,8	7,0	5,9	-25,6	3,0	-1,1	4,6	-21,6
Japon Nikkei 300	399	394	411	401	417	1,2	-3,0	-0,5	-4,4	2,7	2,7	0,9	-10,0
Corée du Sud KOSPI	2 386	2 290	2 424	2 280	2 922	4,2	-1,6	4,6	-18,3	3,1	0,4	4,2	-17,5
Chine - Shanghai	3 195	3 158	3 048	3 089	3 521	1,2	4,8	3,4	-9,3	1,3	5,0	4,9	-9,2
Hong Kong Hang Seng	21 739	20 992	16 359	19 781	24 383	3,6	32,9	9,9	-10,8	1,7	23,5	8,5	-6,3
Marchés Emergents - MSCI	1 030	989	900	956	1 257	4,2	14,4	7,7	-18,1	2,4	5,7	6,4	-13,7

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La pénurie de semi-conducteurs n'est pas encore résorbée

Le semi-conducteur est un matériau pouvant conduire l'électricité dans certaines conditions mais pas dans d'autres. Il conduit l'électricité lorsqu'il est chauffé, soumis à une tension électrique, ou lorsqu'il reçoit de la lumière (c'est le principe des panneaux photovoltaïques), cette propriété lui permettant de contrôler un courant électrique. Sa conductivité électrique est donc intermédiaire entre celle des métaux et celle des isolants, d'où le terme de semi-conducteur.

Il existe différents types de semi-conducteurs. Par exemple nous pouvons citer : **les semi-conducteurs logiques**, utilisés pour contrôler le fonctionnement de dispositifs électroniques en traitant des données numériques, **les circuits électroniques intégrés** « *Application-Specific Standard Product* », regroupant de nombreuses fonctionnalités et utilisés comme circuits de base dans des appareils électroniques, **les puces de mémoire** stockant des données et des programmes, ou encore **les microcomposants** tels que les microprocesseurs.

L'industrie des semi-conducteurs a connu un taux de croissance annuel de 6,8 % entre 2011 et 2021, et représentait un marché mondial de 581,6 milliards de dollars en 2021. Les semi-conducteurs sont utilisés dans l'automobile, les appareils informatiques (*ordinateurs, centres de données*), certains biens de consommation (*smartphones, téléviseurs, consoles de jeux vidéo*), dans l'industrie (*électronique industrielle, aéronautique*), l'infrastructure câblée et la communication sans fil (*la 4G et la 5G*). Leur utilisation est de plus en plus répandue. Une voiture moderne contient à titre d'exemple en moyenne 1400 éléments électroniques (puces, processeurs, etc.) basés sur les semi-conducteurs, représentant 20 % à 30 % de sa valeur.

En 2021 et 2022, de nombreux secteurs ont fait face à une pénurie de semi-conducteurs due à une série de facteurs : la pandémie de COVID-19 qui a ralenti la production, les conditions climatiques (*les sécheresses ont affecté la fabrication de semi-conducteurs qui nécessite de grandes quantités d'eau*), l'augmentation de la demande en matériels électroniques (*ordinateurs, consoles de jeu*), l'essor des véhicules électriques, le minage de crypto-monnaies, le déploiement de la 5G, l'automatisation des usines (*industrie 4.0*). De plus, le marché des semi-conducteurs est aujourd'hui oligopolistique. En effet, près de 70 % des semi-conducteurs sont fabriqués par Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) et Samsung Electronics, et près de 80 % de la fabrication mondiale de puces est concentrée en Asie de l'Est. Ainsi, face à la forte demande, les fabricants de semi-conducteurs priorisent certains clients, la construction d'une nouvelle usine pouvant prendre plusieurs années.

Confrontée à cette situation, la Commission européenne a proposé en février 2022 de débloquer 43 milliards d'euros en faveur de l'industrie des semi-conducteurs pour réduire sa dépendance envers l'Asie dans ce secteur considéré comme stratégique. La Commission européenne s'est fixée l'objectif d'avoir 20 % du marché mondial en 2030, soit deux fois plus que 2021. Considérant que le marché des semi-conducteurs devrait lui-même doubler d'ici à 2030, cela signifie une multiplication par quatre de la production de semi-conducteurs sur le territoire européen.

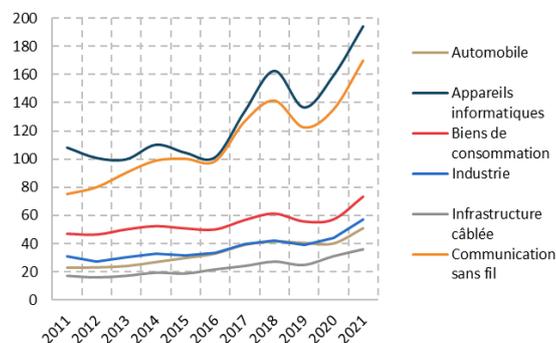
Les fabricants de semi-conducteurs investissent déjà dans l'augmentation de leur capacité de production. TSMC a annoncé la semaine dernière la possibilité de construire une deuxième usine au Japon et une première usine en Europe, les clients souhaitant une chaîne d'approvisionnement plus diversifiée géographiquement. Notons que les dépenses d'investissement des fabricants de semi-conducteurs sont généralement concentrées sur les technologies de production les plus avancées car elles sont plus rentables. À titre d'exemple, TSMC réalise 65 % de son chiffre d'affaires à partir de nœuds de processus¹ avancés et seulement 12 % à partir de nœuds de 90 nm² ou plus. Cependant, selon une étude de McKinsey, 72 % des semi-conducteurs pour l'automobile en 2021 faisaient appel à des technologies de production moins avancées (90 nm ou plus), contre 52 % pour l'ensemble de toutes les applications en électronique.

La demande de semi-conducteurs continue d'être soutenue dans l'automobile, l'industrie, l'infrastructure 5G et les centres de données. Les délais de livraison, même s'ils se sont améliorés, restent longs pour de nombreux composants électroniques. Ainsi, l'industrie automobile devrait continuer à faire face à des délais de livraison allongés et des pénuries de composants. Pour les puces destinées à l'électronique grand public, les délais de livraison se sont raccourcis. En effet, la hausse des taux d'intérêt et l'inflation ont conduit à la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs et donc de la demande pour les produits de consommation. En 2023, l'industrie des semi-conducteurs devrait faire face à de nombreux défis associés à la production, à la demande mais aussi à la géopolitique au regard des mesures prises par les États-Unis et l'Europe pour réduire la dépendance vis-à-vis de l'Asie.

1 : Le nœud de processus ou la technologie de processus correspond aux règles de conception et processus de fabrication spécifiques d'un semi-conducteur.

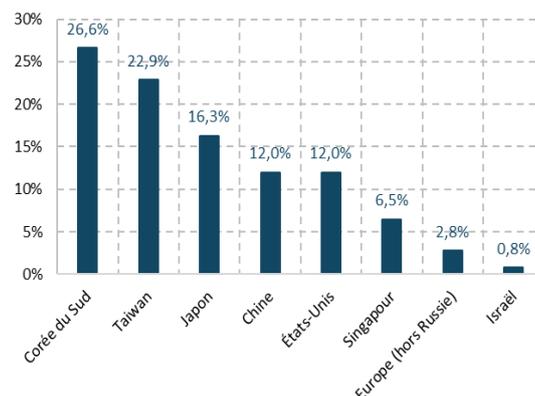
2 : Le nanomètre (nm) est l'unité de mesure (un milliardième de mètre) qui est utilisé en référence à la taille minimale d'une technologie de processus (par exemple, « technologie de processus 7 nm »).

Ventes mondiales de semi-conducteurs par secteur d'activité (en Md \$)



Source: IDC, Covéa Finance.

Production de semi-conducteurs par pays



Source: SIA, Covéa Finance. Note: année 2019.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

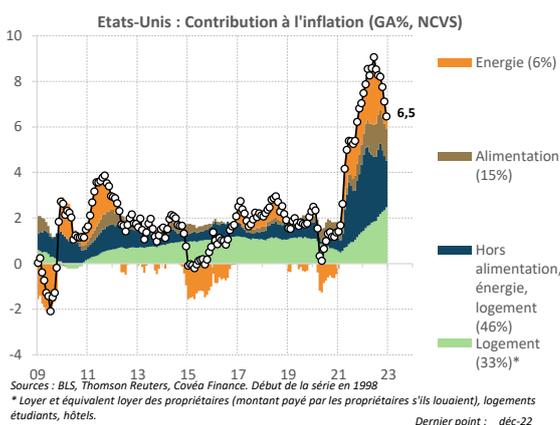
États-Unis

« L'inflation a poursuivi sa modération en décembre »

Le rapport sur les prix à la consommation de décembre confirme un apaisement progressif des tensions inflationnistes. L'indice des prix a baissé en décembre de 0,1% par rapport au mois de novembre, permettant au taux d'inflation, mesuré sur un an, de poursuivre son recul entamé en juillet. A 6,5%, la progression annuelle de l'indice total est la plus faible depuis octobre 2021. Cette modération reflète largement l'orientation des prix de l'énergie qui enregistrent une chute de 4,5% sur le mois, tandis que les prix des produits alimentaires ont augmenté de 0,3% en glissement mensuel, leur plus faible progression sur un mois depuis avril 2021. Hors alimentation et énergie, la progression mensuelle des prix atteint 0,3%, un rythme confirmant une détente des pressions sur la fin d'année 2022. Les prix des véhicules d'occasion ont poursuivi leur normalisation (-2,5% en glissement mensuel), tout comme ceux des billets d'avion (-3,1%). En rythme annuel,

la progression de l'indice hors énergie et alimentation a ainsi ralenti à +5,7%, après +6,0% en novembre, malgré une augmentation plus vive des services hors énergie (+7% en glissement annuel en décembre, plus forte progression depuis août 1982). Cette composante des prix à la consommation est tirée par la dynamique des salaires, mais aussi par la poursuite de l'accélération des loyers (+0,8% en glissement mensuel), l'amorce de baisse observée dans les nouveaux contrats de location n'ayant pas encore permis d'infléchir la tendance. Hors loyers, le ralentissement des prix des services observé en octobre et novembre s'est interrompu, avec une progression de 0,4% sur le mois, reflet d'un rebond des prix des services de santé. **Au total, ce rapport devrait contribuer à rassurer les banquiers centraux américains, mais l'évolution des prix des services justifie le maintien d'un fort degré de vigilance.**

Plusieurs membres de la Réserve fédérale (Fed) se sont exprimés au cours de la semaine. La Présidente de la Fed de Boston Susan Collins, qui est non-votante cette année, s'est déclarée en faveur d'une hausse de 25 points de base lors de la prochaine réunion du 1er février. Elle estime que le taux directeur se rapproche du point terminal du cycle de resserrement, ce qui justifie un ajustement désormais plus lent afin de se donner plus de temps pour évaluer les données avant chaque décision. Par ailleurs, les déclarations de Michelle Bowman, membre du conseil des Gouverneurs de la Fed, maintiennent un biais restrictif. Elle a indiqué que le travail n'est pas terminé pour ramener l'inflation à la cible et rappelé que le coût associé à une inflation durablement élevée était beaucoup plus fort que celui du ralentissement économique. Enfin, dans son intervention lors d'un sommet des banques centrales organisé par la Banque de Suède, le



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
Indice de confiance NFIB	Indice	déc.-22	89,8	91,9	99,6	98,8
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	janv.-23	64,6	59,7	81,5	77,6
Inflation	IPC, GA%, NCVS	déc.-22	6,5	7,1	1,2	4,7
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	déc.-22	5,7	6,0	1,7	3,6

* Du 09/01/2023 au 15/01/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Président de la Fed Jerome Powell n' a pas abordé l'orientation de la politique monétaire américaine. Il a évoqué l'importance de l'indépendance de la Fed pour la conduite de la politique monétaire et souligné à ce titre la nécessité de se concentrer sur les objectifs de son mandat, à savoir la stabilité des prix et le maximum d'emploi. Il a à ce titre écarté la possibilité que la Fed intervienne pour promouvoir la transition écologique.

Du côté des données d'enquête, l'indicateur NFIB de confiance des PME s'est dégradé en décembre et s'est établi à 89,8, au plus bas depuis juin dernier. Les intentions d'embauches s'effritent quelque peu avec une composante qui passe de 18 à 17%, au plus bas depuis janvier 2021. Pour le deuxième mois consécutif, les PME signalent une volonté de réduire leur stocks, après une longue période de restockage. Concernant les perspectives, 51% des entreprises attendent une dégradation, soit 8% de plus qu'en novembre.

Chez les ménages, il semble que l'accès de pessimisme de ces derniers mois se modère quelque peu, à la faveur de moindres tensions sur les prix. L'indice de confiance du consommateur de l'Université du Michigan s'est ainsi redressé en janvier et atteint 64,6 après 59,7 en décembre. Si ce niveau reste très faible et reflète toujours une confiance en berne, il s'agit d'un point haut depuis avril dernier. La progression sur le mois relève surtout d'une amélioration de l'évaluation de la situation présente (+9,2 points par rapport à novembre), tandis que les perspectives enregistrent un gain plus modéré (+2,1).

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE veut convaincre de sa détermination »

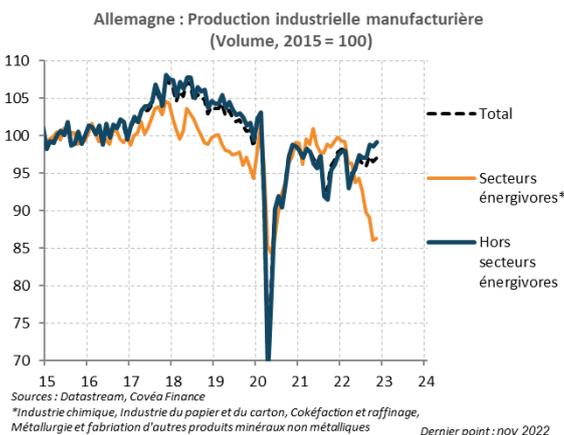
La production industrielle de la Zone euro a rebondi de 1,0% en novembre par rapport au mois précédent, après son recul de 1,9% en octobre. Elle reste ainsi en hausse de 2,0% sur un an. Toutefois, l'Irlande, qui ne pèse que pour 5% dans la production industrielle de la Zone euro, a contribué pour 1,8 point à la croissance annuelle de la production industrielle du mois de novembre. Mais la tendance est restée négative dans les pays où les secteurs énergivores sont plus importants, comme l'Italie ou l'Allemagne. **Du côté du marché du travail**, on ne note pas de signes de détente puisque le taux de chômage de la Zone euro s'est maintenu à 6,5% en novembre, le plus bas historique. Par pays, le taux de chômage a reculé de 0,1 point de pourcentage en France, en Espagne et en Italie tandis qu'il est demeuré

stable en Allemagne. Par ailleurs, **le déficit commercial de la Zone euro a nettement reculé en novembre**, à 11,7 Mds€ contre 26,5 Mds€ en octobre. Il reste toutefois en forte hausse par rapport au même mois un an plus tôt, quand il était de 3,9 Mds€. En un an, les exportations ont augmenté de 17,2% alors que les importations ont bondi de 20,2%. Une grande partie de l'augmentation du déficit est due à la dégradation des termes de l'échange, les prix des biens importés (gonflés par l'envolée des cours des matières premières en particulier énergétique) augmentant plus vite que ceux des exportations.

DeStatis, l'office allemand des statistiques, a publié sa première estimation de la croissance du PIB germanique en 2022. A 1,9% par rapport à l'année précédente, cette estimation laisse supposer, toutes choses égales par ailleurs, que l'activité ne se serait pas contractée au dernier trimestre de l'année dernière, mais qu'elle aurait stagné.

En Suède, le plus grand gisement européen de terres rares a été découvert. Ces métaux sont des composants majeurs des véhicules électriques et des turbines éoliennes notamment, et sont donc essentiels dans le cadre de la transition énergétique. Actuellement, la quasi-totalité des importations de l'Union européenne provient de Chine. Bien que cette découverte alimente les espoirs d'une réduction de la dépendance aux importations chinoises, l'exploitation de ce gisement ne se fera pas avant plusieurs années.

Plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne se sont exprimés ces derniers jours. Leurs déclarations visent à ancrer la perspective d'une poursuite du mouvement de hausse des taux directeurs au-delà des anticipations actuelles de marché. L'idée est de remonter ses taux directeurs à un rythme soutenu jusqu'à atteindre un niveau suffisamment restrictif pour permettre un retour de l'inflation vers l'objectif de 2%. Alors que les résultats de la dernière enquête de la BCE auprès des ménages de la Zone euro montrent une baisse de leurs anticipations d'inflation en fin d'année dernière, ces dernières restent, à horizon de trois ans, supérieures à l'objectif actuel de la banque centrale (2,9% en moyenne). Devant la commission des finances du Sénat, le Gouverneur de la Banque de France François Villeroy de Galhau a, pour sa part, répété que le mouvement de durcissement de la politique monétaire pourrait durer jusqu'à l'été et il a affirmé que le rythme suivi sera « pragmatique ». Les gouverneurs des Banque d'Espagne et de Lituanie, sont sur la même ligne.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
ZE	Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-22	6,5	6,5	8,0	7,7
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-22	1,9	2,8	-7,5	8,0
AL	Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-22	3,0	3,0	3,7	3,6
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-0,3	-0,2	-9,5	4,6
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	déc.-22	97,8	98,9	88,2	102,1
	Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-22	7,0	7,1	8,0	7,9
IT	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-22	0,7	-2,7	-10,7	5,7
	Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-22	7,8	7,9	9,3	9,5
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-3,5	-1,4	-11,0	11,7
	Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-22	12,4	12,5	15,6	14,8
RU	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-1,1	2,1	-9,5	7,3
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-5,2	-4,8	1,3	7,3

*Du 09/01/2023 au 15/01/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Royaume-Uni, l'activité économique a résisté en novembre. Le PIB mensuel a surpris en s'inscrivant en hausse de 0,1% en glissement mensuel (après +0,5% enregistré en octobre), tiré une nouvelle fois par le secteur des services (+0,2%). La production industrielle demeure en revanche toujours mal orientée et enregistre une contraction pour le 8^{ème} mois consécutif (-0,2%). Cette tendance est tirée par le recul de certaines industries, telles que les industries chimique ou métallurgique, particulièrement exposées à la crise énergétique. Malgré sa résilience sur un mois, le PIB des trois derniers mois (septembre à novembre) est tout de même en baisse de 0,3% par rapport au PIB des mois de juin à août, en raison de la chute enregistrée en septembre. En revanche, la bonne orientation des données de novembre suggère que l'économie britannique a pu éviter une contraction du PIB au 4^{ème} trimestre 2022, bien que le mois de décembre ait été marqué par des grèves généralisées et que les résultats d'enquêtes d'activité aient été faibles.

Après des mois d'impasse, les discussions entre Bruxelles et Londres autour du « protocole nord-irlandais » ont repris et pourraient aboutir à un accord. Ce protocole, instauré à la suite du Brexit, vise à éviter la mise en place d'une frontière physique entre l'Irlande du nord (qui appartient au Royaume-Uni) et la République d'Irlande (membre de l'Union européenne) et impose donc des contrôles douaniers entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du nord. Alors que ce sujet cristallise les tensions entre l'UE et le Royaume-Uni, qui souhaite renégocier ce traité, les récentes discussions entre les deux puissances ont permis d'aboutir à un accord provisoire qui donnerait accès à Bruxelles aux systèmes informatiques britanniques concernant le commerce à travers la mer d'Irlande. Même si de nombreux obstacles politiques demeurent, ce changement de ton entre Bruxelles et Londres est un premier pas pour régler ce contentieux. Les discussions devraient se poursuivre dans les prochaines semaines.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

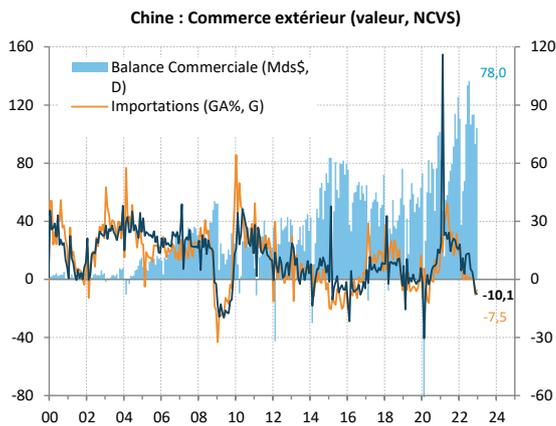


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les exportations chinoises finissent l'année 2022 inférieures de 10% à leur niveau de fin 2021 »

Le commerce extérieur chinois poursuit sa dégradation entre modération des demandes domestique et extérieure et perturbation de l'offre. Les exportations ont encore fortement décliné en décembre à -10,1% en glissement annuel, après -9% en novembre. Cette baisse illustre notamment la moindre demande internationale, particulièrement visible dans les reculs des exportations vers les Etats-Unis (-19,5%) et vers l'Union européenne (-17,5%), qui reflète à la fois la hausse des prix, le resserrement monétaire, des niveaux de stocks élevés et la rotation de la demande vers les services. De plus, les exportations chinoises ont été pénalisées par les effets de la montée des contaminations de covid-19 sur la production de biens destinés à l'exportation. Ces contraintes émanent en particulier de l'absentéisme dans les usines et des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement. Dans le détail, le recul des exportations a été



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
CH	Total des flux de crédit	GA%	déc.-22	9,6	10,0	13,3	10,3
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-22	1,8	1,6	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-22	0,7	0,6	0,8	0,8
	Exportations	Val, NCVS, GA%	déc.-22	-10,1	-9,0	3,6	30,0
	Importations	Val, NCVS, GA%	déc.-22	-7,5	-10,6	-0,6	30,1

* Du 09/01/2023 au 15/01/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

particulièrement important au niveau des produits électroniques comme les téléphones portables (-29,2% en GA) et les ordinateurs portables (-35,7% en GA). Les importations chinoises ont également maintenu un déclin prononcé, à -7,5% en GA en décembre après -10,6% en novembre, qui reflète les conséquences des perturbations sanitaires sur la demande et la faiblesse du marché de l'immobilier. En rythme mensuel, les exportations ont toutefois été mieux orientées que les importations ce qui a permis une amélioration de l'excédent commercial mensuel à 78 Mds\$ (après 69 Mds\$ en novembre), un niveau qui reste historiquement élevé.

L'inflation reste bien plus faible en Chine qu'aux Etats-Unis et en Europe alors que les perturbations sanitaires affectent la demande domestique.

L'inflation a toutefois légèrement accéléré à 1,8% en glissement annuel, contre 1,6% le mois précédent, mais cela reflète essentiellement des effets de base alors que l'indice des prix à la consommation a stagné entre novembre et décembre. Les prix des carburants continuent d'afficher une forte progression annuelle (+10,4% en GA) mais qui s'inscrit en nette modération par rapport aux mois précédents. Les prix de l'alimentation ont en revanche accéléré (+4,8% en GA), en lien avec les prix des légumes qui ont fait plus que compenser la modération des prix du porc qui bénéficie d'une hausse importante de l'offre en vue du nouvel an lunaire. Hors énergie et alimentation, l'inflation reste toutefois particulièrement faible à 0,7% en GA, reflétant l'atonie de la demande domestique face à la montée des contaminations. Concernant les prix à la production, l'inflation PPI se maintient en territoire négatif malgré un redressement à -0,7%, contre -1,3% le mois précédent, qui reflète également un effet de base alors que la dynamique séquentielle reste déflationniste. Ce

déclin s'explique notamment par la baisse du prix du pétrole, en lien avec la transmission du recul des prix internationaux, et du charbon, qui illustre probablement les effets des incitations des autorités pour accroître l'offre. Les prix des matériaux de construction restent largement pénalisés par la dégradation du secteur immobilier malgré un léger redressement en rythme mensuel qui pourrait illustrer la progression des investissements en infrastructures soutenus par le gouvernement. Ainsi, la dynamique des prix reste faible en Chine ce qui devrait permettre à la Banque centrale de maintenir son soutien à l'activité.

La faiblesse de la demande chinoise s'observe également à la modération des données de financement de l'économie. La croissance des financements agrégés de l'économie a ralenti à 9,6% en décembre contre 10% en novembre. Il s'agit d'un plus bas historique et c'est également la première fois que ce taux de croissance passe sous les 10% (début de la série statistique en 2002). Cette modération tient essentiellement à la dynamique du financement non-bancaire et en particulier des obligations d'entreprises et des obligations souveraines. Le ralentissement de ces dernières illustre notamment le fait que le quota annuel d'obligations spéciales des autorités locales ait été atteint dès octobre dernier. En revanche, les prêts bancaires ont maintenu une croissance robuste de 11,1% en glissement annuel, principalement tirés par les prêts de long terme des entreprises, qui bénéficient du soutien des autorités pour leur financements, alors que les prêts aux ménages restent faibles dans un contexte où les incertitudes sanitaires et sur le secteur immobilier fragilisent la demande de logement.

La Banque de Corée monte son taux directeur en janvier mais indique qu'elle devrait désormais amorcer une période d'attentisme sur la politique monétaire. Le comité de politique monétaire a annoncé une nouvelle hausse de 25 pb du taux directeur, le portant à 3,5%, voté à une majorité de 4 contre 2 membres en faveur du statu quo. Pour la première fois, la BoK n'a pas clairement indiqué qu'elle poursuivrait le resserrement monétaire. Elle a plutôt déclaré qu'elle étudiera si le taux directeur doit encore augmenter dans le futur. Le gouverneur Rhee a indiqué que trois membres considéraient que le taux directeur devrait être maintenu au niveau actuel de 3,5% alors que les trois autres n'excluaient pas la possibilité d'atteindre 3,75% si cela s'avérait nécessaire. Le gouverneur a également mis l'accent sur l'assombrissement des perspectives économiques début 2023 alors que la croissance du T4 2022 devrait être négative. Il a également souligné le fait que, comme la Réserve Fédérale ralentit son resserrement monétaire, la BoK peut désormais se concentrer davantage sur la situation domestique. Ainsi, la communication de la BoK semble désormais indiquer une période d'observation des évolutions économiques et financières, notamment concernant les effets du resserrement monétaire passé, avant de prendre de nouvelles mesures de politique monétaire.

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.