

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

27 décembre 2022

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Joyeuses Fêtes de fin d'année

Toutes les équipes de Covéa Finance vous souhaitent de joyeuses fêtes de fin d'année.

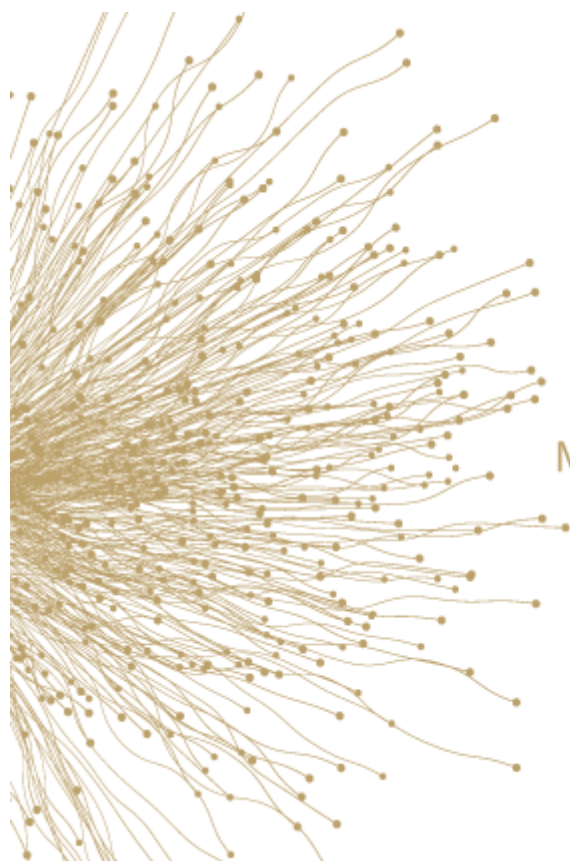
### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

#### Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis  
Europe  
Asie



MEILLEURS  
VŒUX

### Focus de la semaine

« Covéa Finance vous souhaite de Joyeuses Fêtes de fin d'année »

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	23/12/22	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,062	1,001	1,133	6,1 ↑	-6,3 ↓
€ / £	0,881	0,882	0,845	0,0 ↓	4,3 ↑
€ / Yen	141,05	146,60	129,59	-3,8 ↓	8,8 ↑
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	84	93	77	-9,4 ↓	9,2 ↑
Indice CRB*	555	561	574	-1,1 ↓	-3,2 ↓
Prix de l'once d'Or	1 796	1 714	1 811	4,8 ↑	-0,8 ↓
Prix de la tonne de cuivre	8 350	8 105	9 612	3,0 ↑	-13,1 ↓
Indice Baltic Dry**	1 515	1 393	2 219	8,8 ↑	-31,7 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 107	1 579	4 956	-29,9 ↓	- 78 ↓

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 :

Le marché obligataire a commencé sa trêve de fin d'année, avec des volumes de transactions très réduits. Dans cette configuration technique, les chiffres économiques américains et les propos de la BCE ont poussé les taux vers le haut. Le taux 10 ans américain a ainsi atteint en fin de semaine 3,75%, soit 26 points de base (pbs) de hausse sur la semaine. En zone euro, le taux 10 ans français est monté de 26pbs à 2,93% et le 10 allemand de 25pbs à 2,40%. Le marché du crédit s'est, quant à lui, bien tenu, également dans de très faibles volumes.

### Le Focus de la semaine : Le cas épineux d'EDF

Dans le cadre de son offre publique d'achat, l'Etat, avec l'aide de la BPI, a franchi le seuil fatidique des 90% de détention du capital d'EDF, actant son retrait de la cote. Cette opération, annoncée à l'été, n'a pas complètement convaincu les investisseurs quant à l'avenir de l'entreprise.

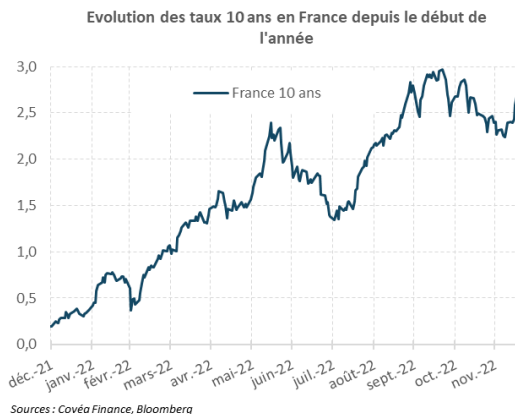
Certes, comme nous l'avions vu dans un de nos suivis hebdomadaires du mois d'août, l'écart de taux s'était dans un premier temps resserré face à l'emprunt français (OAT) de référence, rassurant sur le soutien financier de l'Etat. A partir de la fin du mois d'août, cet écartement s'est de nouveau élargi dépassant les niveaux touchés au moment de la préannonce de nationalisation. Ainsi, l'énergéticien n'a pas pu bénéficier de cette reprise en main totale par l'Etat lors de ses dernières émissions obligataires d'octobre. Elles offraient des primes de risque contre l'OAT de 194pbs pour une maturité 2026, de 223pbs pour une maturité 2029 et même de 322pbs pour une émission verte de maturité 2034. Preuve en est que la stratégie du groupe, et donc de l'actionnaire majoritaire, reste peu claire aux yeux des créanciers qui exigent de ce fait une rémunération plus importante.

Ce facteur a été mis en exergue par la direction d'EDF qui a expliqué que trop de décisions politiques par le passé ont influencé négativement les résultats et la stratégie du groupe. A titre d'exemple, le mécanisme de l'ARENH\*, dispositif transitoire créé en décembre 2010 dans le cadre de la loi NOME (*Nouvelles Organisations des Marchés de l'Electricité*) et émanant de la volonté de la Commission Européenne de renforcer la concurrence sur le marché de la distribution d'électricité, est considéré comme le principal handicap d'EDF.

Ce mécanisme, qui s'éteindra en 2025, pousse EDF à vendre une quantité fixe d'électricité à ses concurrents à prix bradé (42€/MWh) afin de se conformer aux exigences bruxelloises. Son existence n'est pas remise en cause par l'Etat qui, pour son bouclier énergétique, a décidé d'augmenter cette quantité, amenant EDF à acheter sur les marchés à des niveaux historiquement hauts (392€/MWh en moyenne depuis le début d'année) de l'électricité que la société ne produisait pas. Ce point spécifique fait l'objet d'un recours auprès du Conseil d'Etat de la part du Groupe contre une décision de son propre actionnaire. Enfin, les péripiétés d'entretien et de développement sur le nucléaire, filière qui n'a pas bénéficié des investissements adéquats, sont coûteuses aujourd'hui.

Malgré tout, certains institutionnels se sont engagés, fin novembre, auprès d'EDF via des prêts bilatéraux pour un montant de 3,2Mds€, après une enveloppe de prêts accordés de plus de 10Mds€ en mars. 1Mds€ sera dédié spécifiquement à l'activité nucléaire du groupe, un élément pouvant raviver la crainte d'une scission de ce fleuron français.

\*ARENH : Accès Régulé à l'Electricité Nucléaire Historique. Il permet à tous les fournisseurs alternatifs de s'approvisionner en électricité auprès d'EDF dans des conditions fixées par les pouvoirs publics. Le prix est actuellement de 42 €/MWh et le volume global maximal affecté au dispositif est égal à 100 TWh/an. Pour que ses clients bénéficient de ce dispositif, EDF le réplique dans ses offres. Ainsi, les évolutions réglementaires concernant le Dispositif ARENH (ex : évolution du prix de l'ARENH) seront répercutées par EDF, comme tous les autres fournisseurs, aux offres bénéficiant d'une part d'énergie liée à l'ARENH.



Lucas Couvert

Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	23/12/22	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	4,50	4,50	4,00	0,25	0,25	0,00	0,50	4,25	4,25		
BCE - Taux Repo	2,50	2,50	2,00	0,00	0,00	0,00	0,50	2,50	2,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	1,50	-0,50	-0,50	0,00	0,50	2,50	2,50		
Banque d'Angleterre	3,50	3,50	3,00	0,25	0,25	0,00	0,50	3,25	3,25		
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	3,75	3,48	4,09	1,51	1,49	27	-35	224	225	-57	8
Allemagne	2,40	2,15	2,17	-0,18	-0,25	25	23	258	265	-22	-15
France	2,93	2,68	2,69	0,20	0,12	26	24	273	281	36	13
Italie	4,50	4,30	4,29	1,17	1,11	21	22	333	339	130	-3
Royaume-Uni	3,64	3,33	3,46	0,97	0,92	31	18	267	272	7	27
Japon	0,39	0,25	0,25	0,07	0,07	13	13	31	32	37	114
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	92,9	97,2	107,2	47,8	48,5	-4,3	-14,3	45,1	44,4		
Indice Itraxx Crossover	475,4	506,2	523,1	241,7	243,5	-30,8	-47,8	233,6	231,8		

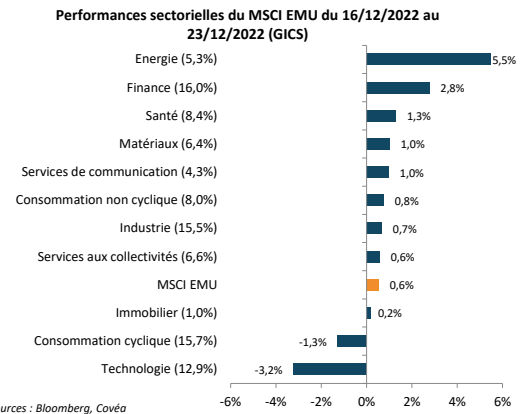
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché actions de la zone Euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) progresse de 0,6%, dans une période traditionnellement marquée par la faiblesse des volumes traités. Le secteur de l'énergie affiche la plus forte performance (+5,5%) en lien avec la progression du prix du baril sur la semaine, la référence Brent étant passée de 79 USD à près de 84 USD. Le reste de la hiérarchie sectorielle reflète la forte remontée des taux d'intérêt sur la semaine, avec notamment un secteur financier qui monte de 2,8% alors que celui de la technologie, plutôt composé de titres avec des multiples de valorisation élevés, recule de 3,2%. Enfin, une fois n'est pas coutume les marchés de la zone Euro et la zone « Europe » affichent la même performance. Notons que la Norvège (+2%) et l'Autriche (+2,6%) bénéficient de leur biais en faveur de l'énergie et que le compartiment des petites et moyennes valeurs surperforme, malgré un retard sur les indices de plus grandes capitalisations qui restent marqué depuis le début de l'année.

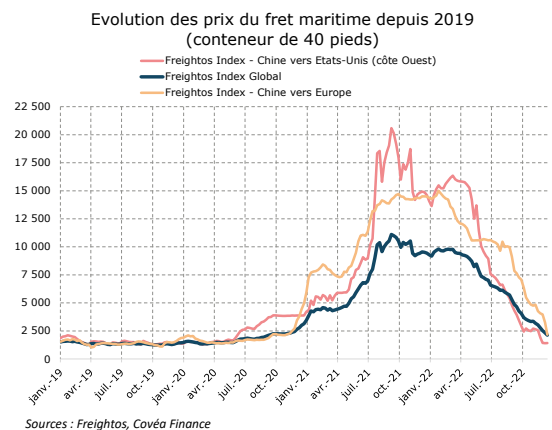


### Le Focus de la semaine : Vers la fin des tensions sur les prix du fret maritime

Cette semaine, nous terminons l'année par la fin d'une bulle. Pas n'importe laquelle, celle des prix du transport de fret maritime. Rappelons que près de 80% des marchandises transportées dans le monde le sont par les voies maritimes, ce qui traduit leur importance lorsqu'il s'agit de juger les échanges mondiaux. Les indicateurs de fret maritime FTX (*Freightos Baltic Index*) nous permettant de suivre le prix du voyage pour un conteneur de 40 pieds (ou 12m de long) partout dans le monde ont été particulièrement suivis pendant la pandémie, comme un proxy des difficultés rencontrées par des chaînes d'approvisionnement perturbées.

L'année 2022, marquée par la levée d'une grande partie des mesures de restrictions de mobilité (hors Chine), a vu la situation dans les ports se fluidifier. Nous avons alors assisté à une phase de baisse des prix, soutenue ensuite par la normalisation de la demande dans différents secteurs dont nous avons parlé dans nos suivis hebdomadaires tout au long de l'année. Ainsi, le volume transporté dans le monde était en baisse de 9% en septembre (Source : *Container Trade Statistics*) par rapport à 2021 et la baisse devrait atteindre des niveaux similaires sur l'ensemble de l'année 2022.

Lentement, c'est le déséquilibre entre offre de capacité et demande qui se résorbe. Un rééquilibrage qui, de fait, pèse forcément sur les prix comme l'illustre le graphique ci-contre. Nous sommes en train de revenir, pour les routes en provenance de Chine mais également au global, sur des niveaux plus comparables à ceux de 2019. Une mauvaise nouvelle pour les transporteurs de fret comme AP Moeller - Maersk ou encore DSV au Danemark, même si la part du maritime dans son panel d'activités est plus faible. Néanmoins, dans un environnement tel que nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, marqué par l'inflation et la préservation des marges par les sociétés dans lesquelles nous investissons, il s'agit surtout de considérer cela comme la fin d'un surcoût très pénalisant pour bon nombre d'entre elles, qui ont dû composer depuis maintenant 2 ans avec une forte hausse du prix de leurs intrants dont le transport fait partie intégrante.



Julien Chevalier

Responsable équipe Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	23/12/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois		
MSCI EMU	132	132	130	154	153	0,6	↑	2,1	↑	-14,0	↓
MSCI EMU Mid Cap	912	901	898	1 094	1 081	1,3	↑	1,5	↑	-16,6	↓
MSCI EMU Small Cap	369	365	343	487	478	1,2	↑	7,6	↑	-24,2	↓
MSCI Europe	143	142	141	162	160	0,6	↑	1,6	↑	-11,3	↓
France CAC40	6 505	6 453	6 431	7 153	7 106	0,8	↑	1,2	↑	-9,1	↓
Allemagne DAX30	5 699	5 680	5 589	6 696	6 655	0,3	↑	2,0	↑	-14,9	↓
Italie MIB	23 878	23 688	23 780	27 445	27 016	0,8	↑	0,4	↑	-13,0	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 473	7 332	7 296	7 385	7 373	1,9	↑	2,4	↑	1,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 481	8 412	8 277	8 777	8 730	0,8	↑	2,5	↑	-3,4	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les performances sont mitigées **en Asie** sur la semaine. Les marchés chinois terminent la semaine en territoire positif, aidés par de nouvelles annonces de détente des restrictions sanitaires dans le pays. Des commentaires constructifs des autorités chinoises quant à leur volonté de soutien aux plateformes internet ont également été salués. Le reste des marchés asiatiques a plutôt eu tendance à baisser, digérant la décision surprise de la banque centrale Japonaise (BoJ) d'ajuster sa politique monétaire. En effet, la BoJ a modifié la borne haute de fluctuation des obligations d'état japonais, la passant de 0,25% à 0.5%, marquant le premier changement depuis la mise en place de cet outil en 2016 (voir Focus page 6). Cela a particulièrement pénalisé les marchés actions d'Asie du Nord hors Chine (Japon, Corée, Taiwan). On notera par ailleurs, en lien avec l'annonce de la BoJ, le fort rebond du yen sur la période.

Enfin, au niveau sectoriel en Asie, les financières affichent les meilleures performances dans un environnement de taux plus favorable. Par ailleurs, nous notons que le Japon a annoncé un budget militaire record, s'inscrivant en hausse de 30% par rapport à l'exercice en cours, avec un objectif d'atteindre 2% du Produit Intérieur Brut d'ici 2027.

Au niveau microéconomique, on note cette semaine qu'en parallèle des licenciements massifs annoncés par les géants de la technologie américaine, le fabricant de téléphone Xiaomi (Chine) a annoncé un plan de licenciement de 10% de ses effectifs.

**Aux Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en légère baisse, la publication de données macroéconomiques meilleures qu'attendues ayant ravivé les craintes d'un resserrement monétaire prolongé.

En termes sectoriels, les secteurs défensifs comme la consommation courante ou les services aux collectivités affichaient les meilleures performances. L'énergie était en forte hausse soutenue par la publication de stocks de pétrole brut américain en baisse. A l'inverse, les valeurs de croissance (technologie, services de communication et consommation discrétionnaire) affichaient les moins bonnes performances impactées par la hausse des taux longs américains.

Parallèlement, les dernières publications d'entreprises de l'année ont été en demi-teintes. Alors que Nike affichait des inventaires en baisse éloignant les craintes d'une accélération de l'environnement promotionnel, Micron annonçait des perspectives de croissance faibles sur le marché des puces mémoires et l'entreprise Carmax indiquait un ralentissement notable du marché de l'automobile d'occasion.

### Le Focus de la semaine : Le cuivre, un métal stratégique au cœur des enjeux de souveraineté nationale

Le cuivre bénéficie d'une demande soutenue, directement liée à l'expansion des infrastructures (production, transmission et distribution) et des véhicules électriques à travers le monde : c'est, par excellence, le métal de la transition énergétique.

En revanche les niveaux attendus de production du métal rouge sont plus incertains que jamais, suite notamment à la détérioration de la situation politique en Amérique latine. Au Pérou (12% des capacités globales), la destitution du Président Castillo le 9 décembre dernier a entraîné des émeutes et confronté les grandes mines du pays à des problèmes logistiques qui menacent la production : blocage des transports (personnel et de fournitures), non-accès aux ports (exportation de concentré) et saturation des zones de stockage.

Parallèlement, le Panama a ordonné la fermeture de la mine de First Quantum à Cobre Panama (1,5% de la production mondiale) suite à l'échec des négociations pour élaborer un nouvel accord de partage des bénéfices. Depuis janvier 2022, nos Perspectives Economiques et Financières insistent sur l'intensification des risques politiques dans toutes les juridictions cuprifères, avec pour conséquence attendue un alourdissement de la fiscalité, une hausse des coûts de production et finalement des prix du cuivre.

Performance de First Quantum sur 3 ans en base 100.



Sources : Covéo Finance, Bloomberg.

Jean Dominique Seta

Responsable équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	23/12/22	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	3 845	3 852	3 749	4 766	4 726	-0,2 ↓	2,6 ↑	-19,3 ↓	-18,6 ↓	-0,5 ↓	-3,3 ↓	-13,6 ↓	-13,2 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	33 204	32 920	32 514	36 338	35 951	0,9 ↑	2,1 ↑	-8,6 ↓	-7,6 ↓	0,6 ↑	-3,7 ↓	-2,1 ↓	-1,5 ↓
Etats-Unis - Nasdaq	10 498	10 705	10 353	15 645	15 653	-1,9 ↓	1,4 ↑	-32,9 ↓	-32,9 ↓	-2,2 ↓	-4,4 ↓	-28,1 ↓	-28,5 ↓
Japon Nikkei 300	399	410	411	420	419	-2,8 ↓	-3,0 ↓	-5,0 ↓	-4,8 ↓	-0,2 ↓	0,8 ↑	-11,8 ↓	-12,5 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 314	2 360	2 424	2 993	2 998	-2,0 ↓	-4,6 ↓	-22,7 ↓	-22,8 ↓	0,5 ↑	-3,4 ↓	-23,4 ↓	-23,6 ↓
Chine - Shanghai	3 046	3 168	3 048	3 640	3 643	-3,9 ↓	-0,1 ↓	-16,3 ↓	-16,4 ↓	-4,0 ↓	-2,1 ↓	-18,6 ↓	-18,8 ↓
Hong Kong Hang Seng	19 593	19 451	16 359	23 398	23 194	0,7 ↑	19,8 ↑	-16,3 ↓	-15,5 ↓	0,2 ↑	13,6 ↑	-10,4 ↓	-9,9 ↓
Marchés Emergents - MSCI	955	957	900	1 232	1 220	-0,3 ↓	6,0 ↑	-22,5 ↓	-21,7 ↓	-0,6 ↓	0,0 ↓	-17,0 ↓	-16,5 ↓

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

# Suivi Macroéconomique

MEILLEURS  
VŒUX

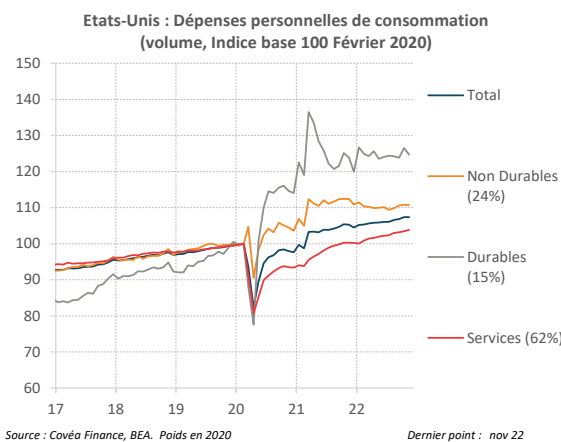
## États-Unis

« Les dépenses personnelles de consommation ont stagné en novembre »

**Dans l'immobilier résidentiel, les données publiées sur la semaine confirment le maintien des difficultés du secteur.** Les permis de construire ont chuté de 11,2% au mois de novembre, ce qui porte la contraction annuelle à -22%. La contraction concerne à la fois les maisons individuelles (-7,1%) et les immeubles d'habitation (-16,4%), même si ces derniers résistent mieux en rythme annuel (-9,2% contre -29,7% pour les maisons individuelles). Les mises en chantier s'inscrivent par ailleurs en légère baisse sur le mois (-0,5%).

Sur le marché de l'immobilier ancien, les ventes de logements ont poursuivi leur chute en novembre avec un repli mensuel de 7,7%, touchant à la fois les maisons individuelles et les appartements. Toutes les régions sont en baisse sur le mois. Avec ce nouveau repli, le rythme des ventes atteint 4,09 millions en données annualisées, ce qui, mis à part le choc du covid au printemps 2020, est le rythme le plus faible depuis 2010. Le prix médian enregistre un 5<sup>ème</sup> mois consécutif de baisse.

L'indicateur NAHB de confiance des promoteurs immobiliers témoigne également du pessimisme entourant le secteur résidentiel. L'indice a enregistré un 12<sup>ème</sup> mois consécutif de repli en décembre et atteint 31 points, son plus bas niveau depuis avril 2020. On peut toutefois relever que l'estimation des ventes futures, à horizon 6 mois, se redresse légèrement, tout en demeurant sur un niveau très dégradé.



**Du côté des ménages, la dynamique de consommation a marqué le pas en novembre.** Les dépenses ont stagné sur le mois en volume, ce qui constitue la pire performance mensuelle depuis juillet. Les dépenses en services ont maintenu une bonne dynamique (+0,3% en glissement mensuel), mais les achats de biens non durables fléchissent (-0,1%) et ceux de biens durables enregistrent leur plus forte baisse mensuelle depuis mai (-1,5%). Cette faiblesse reflète une contraction marquée des ventes de véhicules, consécutive à un mois d'octobre robuste (-4,3% après 5,2%). En rythme annuel, les dépenses affichent un taux de croissance stable à 2%. Du côté du revenu disponible réel, la dynamique reste favorable (+0,3%), sous l'effet de revenus salariaux solides qui témoignent de tensions encore fortes sur le marché du travail. Le taux d'épargne se redresse légèrement à 2,4% du revenu disponible, un niveau historiquement très faible suggérant que les ménages américains puisent actuellement dans leur épargne pour maintenir leur niveau de consommation. Concernant l'inflation, la progression des prix des dépenses personnelles de consommation s'inscrit en modération, à +0,1% sur le mois, après 0,4% en octobre. Hors alimentation et énergie, on observe une tendance similaire avec une hausse mensuelle de 0,2%, après 0,3%. En rythme annuel, l'apaisement semble se confirmer avec une inflation qui se modère à 5,5%, après 6,1% en octobre et un pic à 7% en juin. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'établit à 4,7%.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-21,9	-11,0	6,5	17,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-16,4	-8,3	8,1	15,1
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	nov.-22	640	605	831	769
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	nov.-22	4090	4430	5638	6127
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	déc.-22	108,3	101,4	101,0	112,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	déc.-22	59,7	56,8	81,5	77,6
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	nov.-22	-2,5	-3,0	6,2	1,9
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	nov.-22	2,0	1,9	-3,0	8,3

\* Du 19/12/2022 au 25/12/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Concernant les indicateurs d'enquête auprès des ménages, la confiance du consommateur du *Conference Board* a rebondi en décembre à 108,3 points après 101,4 en novembre et s'établit à son plus haut depuis avril, un mouvement à mettre en relation avec l'amorce d'apaisement des pressions inflationnistes. On peut relever que l'appréciation de la facilité à obtenir un emploi progresse sur le mois, indiquant un marché du travail encore tendu en cette fin d'année.

**Dans l'industrie, les commandes de biens durables sont mal orientées en novembre** (-2,1% en glissement mensuel), en raison d'une chute brutale des commandes dans l'aviation civile (-36,7%), un secteur où les commandes sont très volatiles. Hors équipements de transport, les commandes progressent de 0,2% sur le mois, tirées par les machines (+0,3%) et les équipements informatiques (+0,6%). En rythme annuel, la croissance des commandes ralentit à 6,5%.

**Sur le plan budgétaire, le Sénat et la Chambre des représentants ont adopté le budget de l'année fiscale 2023 (octobre 2022-septembre 2023) pour un montant de 1650 Mds\$.** Le financement des dépenses était jusqu'alors assuré grâce à une loi de financement provisoire qui expirait le 23 décembre. Le projet devait ainsi être approuvé par le Sénat et la Chambre de Représentants avant samedi pour éviter une fermeture partielle des activités non essentielles du gouvernement fédéral. Le texte prévoit 858 Mds\$ de dépenses militaires, soit une augmentation d'environ 10 % par rapport aux 782 Mds\$ de l'année précédente. Il comprend également 772,5 Mds\$ de dépenses discrétionnaires non liées à la défense, soit une augmentation de près de 6 % par rapport à 2022. Le montant global des dépenses discrétionnaires s'élève à environ 1650 Mds\$, contre 1500 Mds\$ pour l'exercice précédent.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



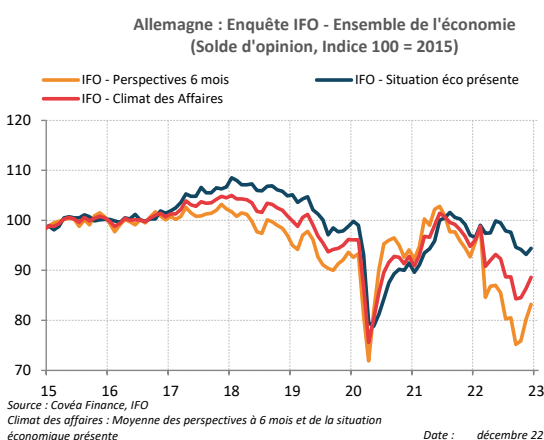
# Suivi Macroéconomique

MEILLEURS  
VŒUX

## Europe

« Les pays membres de l'UE ont trouvé un accord sur le plafonnement du prix du gaz »

**Les indicateurs publiés la semaine dernière ont confirmé une certaine baisse d'intensité des tensions inflationnistes dans la Zone euro**, mais avec quelques différences selon les pays. En Allemagne, l'indice des prix à la production dans l'industrie a enregistré une deuxième baisse forte sur un mois en novembre (-3,9% après -4,2% en octobre). Parallèlement, le rythme de hausse sur douze mois de cet indice est revenu à 28,2% en novembre, contre +34,5% le mois précédent. Le recul des prix énergétiques (gaz naturel liquéfié, pétrole, électricité) explique ce mouvement. Toutefois, hors énergie, l'indice a baissé de 0,2% en novembre par rapport au mois précédent, pour une augmentation revenue à 12,7% sur un an. En France, le rythme de progression sur un an des prix à la production dans l'industrie a également diminué (+21,5% en novembre après +24,7% le mois précédent), malgré un rebond de 1,2% par rapport au mois précédent (-0,1% en octobre par rapport à novembre). En revanche, en Italie, le même indice a accéléré, pour afficher une progression de 29,4% sur douze mois en novembre après +28,0% en octobre. De son côté, Eurostat a annoncé que son indicateur du coût du travail a ralenti au troisième trimestre, avec une croissance de 2,9% sur un an contre 3,8% au trimestre précédent. Les salaires sont la principale source de cette moindre croissance (+2,1% sur un an après +3,2%). La BCE avait déjà relevé ce phénomène lors de la publication de son indicateur des coûts salariaux unitaires, sans que cela ne semble rassurer les banquiers centraux sur l'état des tensions inflationnistes.



En termes d'activité, **les résultats de l'enquête IFO du mois de décembre ont confirmé la relative amélioration du climat des affaires** déjà observée dans d'autres enquêtes (PMI, ZEW). Comme dans les autres cas, les niveaux des indicateurs restent toutefois très faibles. Dans l'ensemble de la Zone euro, l'indicateur flash de confiance des consommateurs, calculé par la Commission européenne à partir des résultats des enquêtes menées dans les pays-membres, a aussi continué à se redresser en décembre, mais tout en restant à un niveau historiquement bas.

Des avancées sur deux sujets dans l'Union européenne. 1) Après de nombreux débats, **les ministres de l'énergie des Etats-membres de l'UE ont approuvé l'instauration d'un prix plafond du gaz naturel liquéfié (GNL)**. A 180 €/MWh, celui-ci est plus bas que l'avait proposé la Commission. 2) Lors d'une réunion tripartite (Commission, Parlement, Conseil), **une réforme du marché européen du CO2 a été approuvée**. Celle-ci porte la réduction des émissions entre 2005 et 2030 de 4% à 62%. Les quotas gratuits sont voués à disparaître. C'est le cas pour les entreprises polluantes, qui en bénéficiaient pour soutenir leur compétitivité face à la concurrence étrangère. La décision, prise la semaine dernière, d'instaurer une « taxe carbone » aux frontières de l'UE pour les biens intermédiaires et les matières premières impose de supprimer cette compensation qui avait été accordée aux entreprises européennes. C'est aussi le cas des carburants pour le transport et pour le chauffage des bâtiments. Les opérateurs concernés pourront acheter des quotas sur un marché secondaire (en voie de création) et en

répercuter le coût sur leurs clients, notamment les ménages. Toutefois, cette dernière mesure n'interviendrait qu'à partir de 2027. De plus, le texte prévoit la création d'un « fonds social pour le climat », doté de 86,7 Mds€, destiné à financer les plans nationaux d'amortissement des conséquences de cette réforme sur les ménages les plus fragiles.

**Au Royaume-Uni**, les entreprises du secteur du commerce se montrent satisfaites, voire agréablement surprises par les ventes de fin d'année. L'indicateur résumant l'enquête de la Confédération des Industries Britanniques (CBI) dans le secteur de la distribution a en effet rebondi à +11 en décembre, après -19 en novembre. Toutefois, la forte inflation et la dégradation du climat social qu'elle provoque les rendent pessimistes pour les perspectives à court terme. Les ventes, notamment au détail, sont attendues en net recul au mois de janvier. Par ailleurs, l'Office for National Statistics (ONS) a révisé à la baisse son estimation de produit intérieur brut (PIB) du troisième trimestre. Le PIB a ainsi reculé de 0,3%, contre -0,2% en première estimation. Cette révision reflète essentiellement une contraction plus forte de l'investissement (-2,5% au lieu de -0,5% en première estimation). En termes d'offre, l'activité a faiblement progressé dans les services et elle s'est contractée dans les secteurs manufacturier et de la construction.

Jean-Louis Mourier

Economiste Zone Europe

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	déc.-22	83,3	79,7	92,5	100,1
RU	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 22	1,9	4,0	-11,0	7,6

\*Du 19/12/2022 au 25/12/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

## Focus : la Banque du Japon surprend avec une politique moins accommodante

### Flexibilisation du contrôle de la courbe des taux

A l'occasion de sa réunion du 20 décembre 2022, la Banque du Japon (BoJ) a annoncé la mise en place d'une politique monétaire un peu moins accommodante en flexibilisant le contrôle de sa courbe des taux. La fourchette de fluctuation du taux sur les obligations souveraines à 10 ans passera ainsi de  $\pm 0,25\%$  à  $\pm 0,5\%$ . Concrètement, **la Banque du Japon proposera désormais des achats illimités de ces titres à un taux de 0,5% contre 0,25% auparavant.**

**Cette annonce était totalement inattendue** dans la mesure où les précédentes déclarations des membres du Comité de politique monétaire, et en particulier du Gouverneur Kuroda, s'accordaient sur le fait que les conditions n'étaient pas encore réunies pour une normalisation de la politique monétaire. En effet, cette décision n'était attendue par aucun des 47 prévisionnistes sondés par l'agence Bloomberg en amont de la réunion.

**La BoJ n'a modifié aucun des autres instruments de sa politique monétaire.** Le taux directeur est maintenu à  $-0,1\%$  (inchangé depuis 2016) et la banque centrale poursuivra ses achats d'ETF, de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises. La BoJ a également réitéré son engagement en faveur du maintien de l'assouplissement monétaire jusqu'à ce que la cible d'inflation de 2% soit durablement atteinte et se dit toujours prête à prendre des mesures supplémentaires d'assouplissement si nécessaire.

### S'agit-il d'un premier pas vers la normalisation de la politique monétaire ?

#### Cette décision pourrait ne pas remettre en cause l'appréciation fondamentale de la BoJ sur l'état des tensions inflationnistes au Japon.

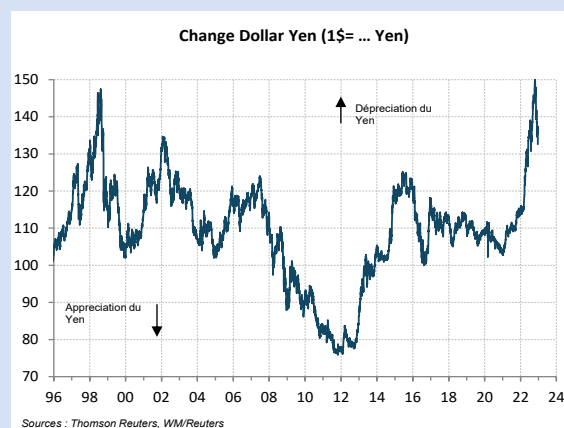
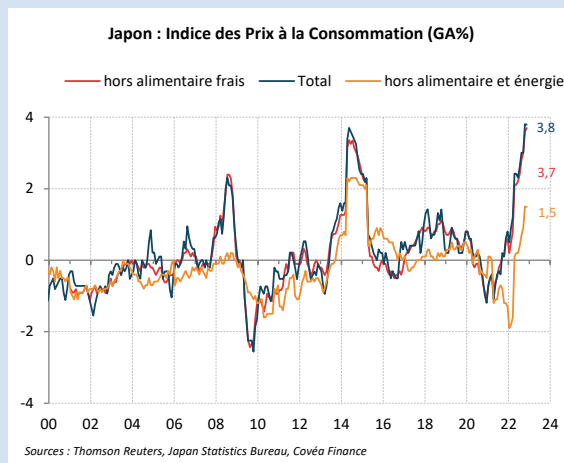
En effet, le Comité de politique monétaire a expliqué que sa décision vise à « améliorer le fonctionnement du marché et à encourager une configuration plus harmonieuse de l'ensemble de la courbe des taux ». Ainsi, elle semble davantage motivée par une volonté de prendre en compte les risques émanant des externalités de la politique monétaire, en particulier sur la stabilité financière, que par le souhait de s'opposer aux tensions inflationnistes.

Certes, l'inflation se maintient au-dessus de la cible de 2% depuis sept mois et a atteint un de ses plus hauts niveaux des 40 dernières années à 3,8% en novembre. Toutefois, le maintien d'une inflation sous-jacente modérée, à 1,5%, et de tensions salariales jugées toujours trop faibles ont amené la BoJ à interpréter cette progression des prix comme **le résultat de tensions inflationnistes temporaires**. Dans ses projections d'octobre, la banque anticipe en effet que l'inflation (hors alimentaire frais) devrait se modérer progressivement pour revenir à 1,6% sur les années budgétaires 2023 et 2024.

Ainsi, cette décision ne semble pas, pour l'heure, indiquer l'amorce d'une normalisation profonde de la politique monétaire. **De récents articles de presse laissent toutefois entrevoir d'importantes évolutions du cadre de l'action de la BoJ.** Le gouvernement aurait en effet l'intention de 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. Selon la presse, le gouvernement pourrait initier des discussions dans ce sens avec le successeur du gouverneur Kuroda qui devrait être désigné dans les prochains mois pour une prise de fonction en avril prochain. **En 2023, une évolution plus franche de la BoJ vers la normalisation monétaire devrait être principalement conditionnée au renforcement des tensions inflationnistes domestiques mais d'autres paramètres pourraient ainsi peser dans la balance.**

### Le yen retrouve des couleurs

Alors que les autres grandes banques centrales des pays développés augmentaient rapidement leur taux directeur courant 2022, le maintien de la politique monétaire accommodante de la BoJ s'est traduit par une forte dépréciation du yen depuis le début de l'année – les investisseurs favorisant les devises associées à des rendements plus élevés. Cette dépréciation historique de la devise a amené les autorités à intervenir pour soutenir le yen sur le marché des changes pour la première fois depuis 1998 à hauteur de 20 Mds\$ en septembre puis encore 43 Mds\$ en octobre. **Le yen, qui a atteint des plus bas autour de 150 pour 1 USD fin octobre (contre 115 au 1er janvier 2022), a enregistré une reprise solide au cours des deux derniers mois** pour atteindre 137 pour 1 USD au 19 décembre, sur fond de modération du resserrement monétaire américain, avant de s'apprécier encore autour des 131 pour 1 USD après l'annonce de flexibilisation du contrôle de la courbe des taux de la BoJ.



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.