

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

20 février 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Il manque 33Mds€ à la banque...

Les marchés boursiers semblent saluer les résultats des banques européennes qui ont à l'image de Deutsche Bank, Santander, Unicredit ou BNP, engrangé des profits records en 2022. Des résultats tels, qu'ils ont d'ailleurs donné lieu en Espagne à l'instauration d'un impôt temporaire de 4.8% sur les revenus d'intérêt et les commissions. Ainsi, la vingtaine de banques cotées en Europe dégagera en 2022 près de 70Mds€ de résultat après 65Mds€ en 2021, 8Md€ en 2020 et 47Mds€ en 2019.

Dans le même temps, la Banque Centrale Européenne nous indique que ces mêmes établissements ont durci les conditions d'octroi de prêt pour les entreprises et les particuliers. Une première depuis 2011. Un durcissement qui se traduit par une plus grande sélectivité des dossiers à l'heure de la remontée des taux d'intérêt. Pourtant, les établissements français ne devraient pas profiter autant que leurs concurrents de la zone euro de cette hausse sur leurs marges du fait de la présence majoritaire de prêts à taux fixe et de la latence qu'elle exerce de fait, alors qu'elles sont pénalisées par le renchérissement du coût de leurs passifs. Parmi ces ressources, la rémunération de l'épargne réglementée, Livrets A, LEP, Jeune et LDSS, sera en forte hausse sous l'effet notamment pour le premier du passage en 1 an de son taux de 0.50% à 3%, pour une collecte qui a crû de 15Mds€ à 27Mds€ entre 2021 et 2022. Une rémunération qui est, en outre, de nature à concurrencer les fonds d'assurance vie des bancassureurs.

Si les banques européennes ont amélioré leur solvabilité, moins en se désendettant qu'en profitant de l'éligibilité de nouvelles ressources, il manque encore selon l'Autorité Bancaire Européenne, 33Mds€ à 70 banques, dont 38 dites d'importance systémique, sur 245 pour atteindre les exigences minimales requises pour début 2024 en matière de coussin de capital minimum pour « renflouement interne » (MREL*). Un manque de matelas de sécurité essentiellement réparti sur les banques de taille moyenne. Mais un manque suffisamment important en taille pour expliquer les primes de rendement exigées par les investisseurs depuis le début de l'année sur les marchés de dettes bancaires. Les coûts des obligations non privilégiées éligibles à ce ratio de sécurité (MREL) sont ainsi au plus haut depuis une décennie alors même que le volume des créances douteuses est au plus bas depuis 2015 selon la BCE et que... leurs derniers résultats annuels publiés sont bons. Le prix à payer pour se mettre aux standards de capacité d'absorption de pertes ! Une perspective devant nous ?

**Minimum requirement for own funds and eligible liabilities : norme européenne d'exigence minimale de fonds propres et de passifs exigibles lors d'un renflouement interne (« bail-in ») afin d'éviter de solliciter le contribuable européen en cas de faillite. Elle s'impose à toutes les banques de l'Union européenne par la directive BRRD sur les faillites bancaires.*

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Francis Jaisson

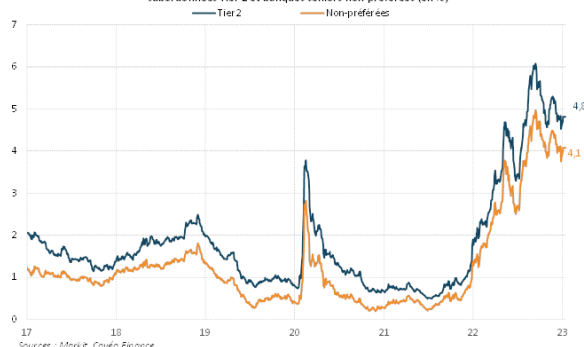
Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« les primes de rendement exigées »

Evolution du taux de rendement moyen des indices (Box des catégories banques subordonnées Tier 2 et banques seniors non-préférées (en %))



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	17/02/23	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,070	1,001	1,136	6,8	-5,9
€ / £	0,889	0,882	0,834	0,8	6,5
€ / Yen	143,27	146,60	130,58	-2,3	9,7
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	83	93	93	-10,4	-10,7
Indice CRB*	551	561	599	-1,8	-8,0
Prix de l'once d'Or	1 840	1 714	1 901	7,4	-3,2
Prix de la tonne de cuivre	8 988	8 105	9 929	10,9	-9,5
Indice Baltic Dry**	538	1 393	1 886	-61,4	-71,5
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	975	1 579	4 981	-38,3	-80,4

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 :

Nouvelle semaine de hausse des taux dans le sillage de statistiques économiques témoignant d'une bonne tenue de l'activité et d'une inflation toujours vigoureuse. Ceci a conduit certains banquiers centraux, de part et d'autre de l'Atlantique, à se prononcer à nouveau en faveur de conditions financières plus restrictives.

Le marché a donc logiquement revu à la hausse ses anticipations sur les taux de la BCE et de la Fed de l'ordre de 8 à 10 points de base, ce qui s'est répercuté sur les courbes souveraines. A noter que le 10 ans français, après avoir dépassé 3% vendredi matin, a clôturé la semaine à 2.90%, après un mouvement de consolidation.

Sur le crédit, les volumes sur le marché primaire se tiennent avec 7.4Md€ émis, parmi lesquels deux émissions importantes pour Enel (1.5Md€) et Siemens (2.5Md€).

Le Focus de la semaine : Une réforme des pensions !

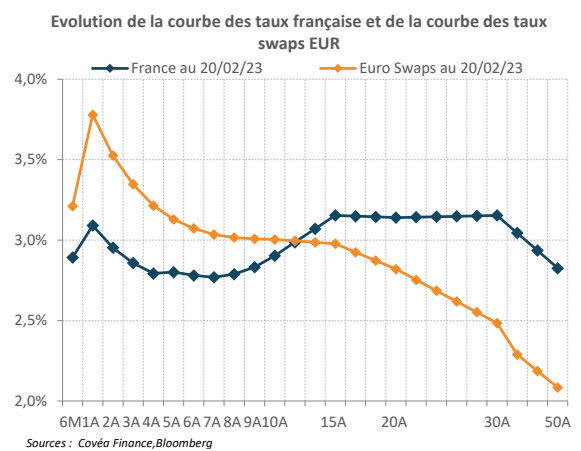
A l'heure où la France discute d'une réforme de son système de retraite par répartition, les Hollandais sont en train de décider d'une évolution majeure du fonctionnement de leur fonds de pension.

Au côté d'un système par répartition qui prévoit, hors dérogations, un âge de départ légal à la retraite à 67 ans, les Pays-Bas détiennent parmi les plus gros fonds de pension de l'Union européenne, avec près de 1 440Md€ d'actifs sous gestion*, soit plus de 150% du PIB du pays.

La réforme, qui doit encore franchir une étape législative, prévoit le passage d'un système collectif de pensions à prestations définies vers un système à contributions définies. L'objectif est de rendre les pensions personnalisées et plus transparentes. Au lieu de mettre l'ensemble des cotisations dans un pot commun, chaque épargnant disposera de son propre compte. Les fonds devront donc répartir les actifs pour chaque cotisant selon leur contribution.

Ils pourront ainsi différencier plusieurs groupes d'âges et développer des stratégies d'investissements avec des profils de risque différents : davantage de risques pour les jeunes participants et de sécurité pour les cotisants s'approchant de l'âge de la retraite. Ces changements devraient entraîner des modifications importantes dans la composition et dans la durée des actifs. On s'attend à ce que les besoins d'investissements en titres obligataires sur la partie très longue des courbes (supérieure à 25 ans), utilisés à des fins de couverture du risque de taux d'intérêt, diminuent fortement au profit de besoins sur des parties plus courtes. Les réajustements devraient, donc, entraîner des mouvements de pentifications, pour les parties très longues de courbes, mais exercés également, des pressions haussières sur les taux. Alors que la loi est censée être totalement mise en application le 1^{er} janvier 2027, une période de transition doit s'ouvrir en juillet 2023 avec des ajustements progressifs au cours des prochains trimestres. Certains analystes évoquent des réallocations de plusieurs centaines de milliards d'euros de maturités supérieures à 25 ans vers des maturités inférieures à 25 ans, de quoi contribuer sans doute à désinverser les courbes sur les parties très longues et à moins encourager les émetteurs à venir se refinancer sur le très long terme.

*Chiffre à fin 2022 de la Banque centrale des Pays-Bas



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	17/02/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y			
Taux directeurs													Variations (en pbs)	
Réserve Fédérale Américaine	4,75	4,75	4,00	4,50	0,25	0,00	0,75	0,25	4,50					
BCE - Taux Repo	3,00	3,00	2,00	2,50	0,00	0,00	1,00	0,50	3,00					
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,50	2,50	1,50	2,00	-0,50	0,00	1,00	0,50	3,00					
Banque d'Angleterre	4,00	4,00	3,00	3,50	0,50	0,00	1,00	0,50	3,50					
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00					
Taux 10 ans													Variations (en pbs)	
Etats-Unis	3,81	3,73	4,09	3,87	1,96	8	-28	-6	185	-80	5			
Allemagne	2,44	2,36	2,17	2,57	0,23	8	27	-13	221	-43	-6			
France	2,90	2,83	2,69	3,12	0,70	7	22	-21	220	-5	25			
Italie	4,30	4,21	4,29	4,72	1,84	9	1	-42	247	96	4			
Royaume-Uni	3,52	3,40	3,46	3,67	1,46	12	6	-16	205	-25	42			
Japon	0,51	0,50	0,25	0,42	0,23	1	25	9	28	54	99			
Crédit													Variations (en pbs)	
Indice Itraxx Main	77,8	78,7	107,2	90,6	67,6	-1,0	-29,4	-12,8	10,2					
Indice Itraxx Crossover	405,4	410,4	523,1	474,1	330,6	-5,0	-117,7	-68,7	74,8					

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

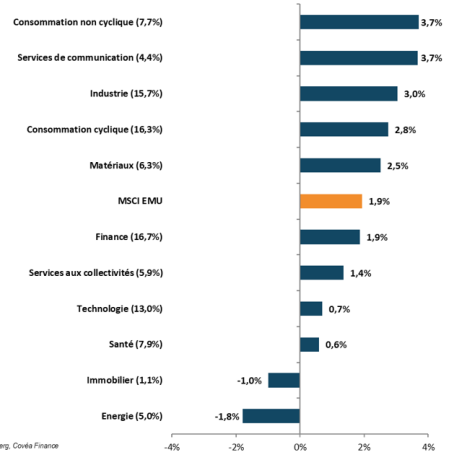
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens MSCI Europe et MSCI EMU (Union Economique et Monétaire européenne) affichent une légère progression de 1,5% et 1,9% respectivement. La surperformance de la consommation non cyclique (+3,7%) s'explique par des publications de résultats supérieures aux attentes et des prévisions plus optimistes pour les paris en ligne. Ainsi, notons la bonne performance de Flutter (+10.6%) et Entain (+6.4%). Le secteur a également été tiré par Carrefour (+8.5%) annonçant un programme de rachat d'actions de 800 millions d'euros. A contrario, l'énergie est en recul de 1.8% pénalisée à la fois par le recul du baril de Brent de 3% ainsi que par des publications décevantes pour OMV (-4.4%) et Galp Energia (-5.4%). Enfin, le secteur de l'immobilier en recul de 1% souffre de la poursuite de la remontée des taux. Les performances pays sont à l'image des publications avec l'Irlande à +4.5% tirée par les publications de Flutter et Kerry, et à l'inverse la Norvège ressort à -1.5% du fait de son exposition à l'énergie. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est en territoire positif à 12,9%, suivi par le MSCI EMU (12,5%) puis le MSCI Europe (9,4%).

Performances sectorielles du MSCI EMU du 10/02/2023 au 17/02/2023 (GICS)



Source: Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : La décarbonation - levier de réindustrialisation et accélérateur de partenariat stratégique ?

Les Etats-Unis ont voté un plan massif de 430 milliards de dollars, l'Inflation Reduction Act (IRA) composé de subventions et d'allègements fiscaux aux technologies propres (éolien, solaire, batteries...) afin de stimuler l'investissement du secteur privé, de relocaliser les industries sur le territoire américain, maîtriser la chaîne d'approvisionnement et décarboner le pays. La Chine s'engage également à massivement décarboner le pays avant 2030. Les 27 pays de l'Union européenne travaillent aussi sur une proposition de plan d'investissement aux industries vertes. Ces dernières initiatives et la crise énergétique que nous traversons rappellent l'importance de mener conjointement les politiques énergétiques et économiques. Les entreprises européennes ont bien compris la nécessité de mener ces projets ensemble et ont déjà commencé à faire évoluer leur modèle d'activité pour s'adapter à ce monde qui change, en passant des partenariats industriels stratégiques.

Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous mettons au centre de nos thèmes d'investissement les sociétés qui permettent et qui s'adaptent aux changements structurels. Dès 2016, les Groupes Seb, Véolia et Eco-systèmes ont développé un partenariat en France dont l'objectif a été de créer une boucle complète d'économie circulaire pour les produits de petit électroménager. Au-delà de la collecte et du recyclage, Véolia doit s'assurer d'être en mesure d'approvisionner son partenaire en matière première secondaire et SEB doit adapter son produit à cette matière pour répondre aux nouveaux enjeux écologiques. L'intégration de la protection de l'environnement dès la conception des produits ou éco-conception contribue à réduire les externalités négatives. En effet les émissions de carbone liées à la production de plastique recyclé sont entre 3 et 17 fois inférieures à celles de la production de plastique vierge. La même année, TotalEnergies s'associe à Corbion, fabricant d'ingrédients ayant une position unique sur la chaîne de valeur de l'acide lactique et des biopolymères, en créant une co-entreprise dans le développement du bioplastique. Plus récemment, TotalEnergies et Safran, équipementier aéronautique, collaborent pour aboutir à une compatibilité des moteurs actuels avec les nouveaux carburants aériens durables, le « SAF » pour Sustainable Aviation Fuel. Toujours dans les carburants décarbonés, CMA CGM, leader mondial du transport maritime, et Engie s'allient pour développer une filière de production industrielle et de distribution de méthane de synthèse qui bénéficiera au secteur maritime. Expérience réussie étant donné que les deux groupes avaient déjà coopéré en mettant en commun une partie de leur R&D pour produire du biométhane liquéfié. Les partenariats stratégiques se multiplient, la collaboration, le partage du savoir-faire et des expertises renforcent le positionnement des groupes et leur permettent de pénétrer de nouveaux marchés.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	17/02/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	148	145	130	132	147	1,9	↑	14,2	↑	12,5	↑	0,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 004	988	898	907	1 036	1,6	↑	11,7	↑	10,7	↑	-3,1	↓
MSCI EMU Small Cap	417	410	343	370	467	1,5	↑	21,4	↑	12,6	↑	-10,8	↓
MSCI Europe	156	154	141	143	155	1,5	↑	10,5	↑	9,4	↑	0,4	↑
France CAC40	7 348	7 130	6 431	6 474	6 947	3,1	↑	14,3	↑	13,5	↑	5,8	↑
Allemagne DAX30	6 310	6 243	5 589	5 693	6 434	1,1	↑	12,9	↑	10,8	↑	-1,9	↓
Italie MIB	27 751	27 268	23 780	23 856	26 669	1,8	↑	16,7	↑	16,3	↑	4,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 004	7 882	7 296	7 452	7 537	1,5	↑	9,7	↑	7,4	↑	6,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 014	8 902	8 277	8 417	9 031	1,3	↑	8,9	↑	7,1	↑	-0,2	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

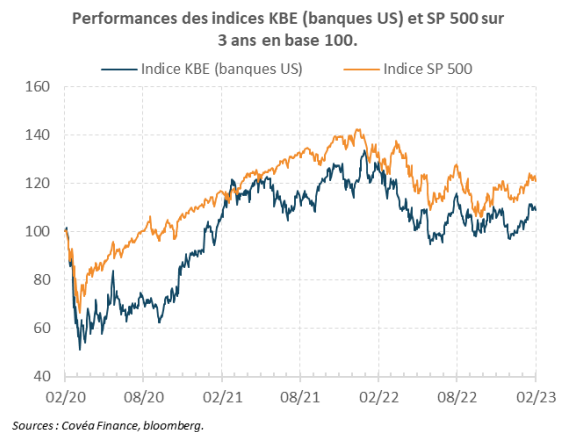
L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques terminent la semaine en baisse, en lien avec le regain de tensions diplomatiques entre les Etats-Unis et la Chine et des données d'inflation américaine faisant craindre un resserrement monétaire accru. Ainsi, la Chine a baissé le plus fortement malgré des injections massives de liquidités de la part de la PBOC. A l'inverse, l'Indonésie affiche la meilleure performance dans la région, aidée par le maintien de taux stables par la banque centrale. Le Japon a lui aussi été recherché dans un contexte de nomination d'un nouveau gouverneur de la Banque du Japon. Dans le cadre des tensions diplomatiques entre les pays, notons que suite à l'affaire des ballons espions entre la Chine et les Etats-Unis, les messages ont été confus. En effet, la perspective de la rencontre de ce weekend entre Wang Yi (Chine) et Antony Blinken (Etats-Unis), mais également une potentielle discussion entre M. Biden et M. Xi, ont eu un effet positif sur le sentiment de marché. Néanmoins, l'annonce d'une probable visite d'officiels américains à Taïwan a envoyé un message contradictoire. Dans la foulée, la Chine a placé le groupe de défense américain Lockheed Martin et une division de Raytheon Technologies sur liste noire en raison de leurs ventes d'armes à Taïwan. Toujours dans le cadre des tensions diplomatiques, notons que la Corée du Sud et les Etats-Unis effectueront une série d'exercices militaires communs cette semaine. Au Japon, dans la réorganisation du complexe énergétique mondial, notons l'officialisation par le gouvernement du plan visant à maximiser l'utilisation du nucléaire et porter la part de cette énergie à 20% du mix d'ici à la fin de la décennie.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en légère baisse, pénalisé par la publication d'indicateurs macroéconomiques meilleurs qu'attendus faisant ressurgir les craintes inflationnistes. Les prises de position de certains membres de la Fed en faveur d'une remontée des taux de 50bps en mars ont accentué l'inquiétude des investisseurs. La consommation cyclique affichait la meilleure performance soutenue par la bonne tenue du segment automobile. Les segments les plus défensifs comme les services publics ou la consommation non cyclique étaient aussi recherchés par les investisseurs. L'énergie affichait la moins bonne performance, impactée par la publication des stocks de brut américain en augmentation. Côté sociétés, on notera l'annonce de l'ouverture du réseau de stations de recharge électrique de Tesla à la concurrence après des négociations avec le gouvernement américain. Tesla s'est aussi engagé à doubler son réseau de chargeurs d'ici 2030, participant ainsi à l'objectif de l'administration Biden d'établir un réseau national de 500 000 chargeurs de véhicules électriques d'ici 2030. Enfin, dans la lignée des annonces récentes de GM et Ford, notons la volonté de Tesla de sécuriser ses approvisionnements en lithium via le possible rachat de la société canadienne Sigma Lithium, un sujet essentiel que nous avons évoqué dans le cadre d'un précédent focus. La sécurisation des approvisionnements en composants critiques risque de devenir un point de différenciation majeur entre les constructeurs automobiles.

Le Focus de la semaine : Les conditions des tests de résistance 2023 pour les banques américaines

La Réserve Fédérale vient de publier les scénarios associés aux tests de résistance qui seront appliqués aux 22 plus grandes institutions financières opérant sur le territoire américain. Le scénario économique dit « très adverse » intègre une dégradation très sensible des conditions économiques, induite par le resserrement monétaire récent. Alors que le scénario de 2022 avait projeté une chute du PIB réel de 6.2% (t/t annualisé) et une remontée du taux de chômage de 575 pb à 10%, le scénario 2023 envisage une contraction de 12.5% du PIB américain (t/t annualisé) et une hausse de 650 pb du taux de chômage (toujours à 10%, partant d'un niveau plus bas). Dans ce contexte, les prix de l'immobilier chuteraient de respectivement -38% sur le résidentiel et -40% sur le commercial. Conséquence de cet environnement très dégradé, l'inflation baisserait sensiblement et les taux longs américains (référence à 10 ans) repasseraient rapidement sous 1%. Dans ce contexte, les projections de pertes sur prêts seront plus élevées que celles projetées dans le scénario établi en 2022. Parallèlement toutefois, le secteur bénéficie toujours de niveaux de marges nettes élevées qui devraient soutenir le produit net bancaire. Les résultats de ces test seront connus en juin et permettront d'encadrer les besoins de fonds propres minimaux et les retours aux actionnaires.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	17/02/23	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	4 079	4 090	3 749	3 840	4 349	-0,3 ↓	8,8 ↑	6,2 ↑	-6,2 ↓	-0,4 ↓	1,9 ↑	6,3 ↑	-0,7 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	33 827	33 869	32 514	33 147	34 079	-0,1 ↓	4,0 ↑	2,0 ↑	-0,7 ↓	-0,3 ↓	-2,6 ↓	2,1 ↑	5,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	11 787	11 718	10 353	10 466	13 548	0,6 ↑	13,9 ↑	12,6 ↑	-13,0 ↓	0,4 ↑	6,6 ↑	12,7 ↑	-7,9 ↓
Japon Nikkei 300	418	417	411	401	407	0,2 ↑	1,7 ↑	4,3 ↑	2,6 ↑	-1,8 ↓	4,0 ↑	2,2 ↑	-6,7 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 451	2 470	2 424	2 280	2 745	-0,7 ↓	1,1 ↑	7,5 ↑	-10,7 ↓	-2,7 ↓	0,6 ↑	4,4 ↑	-12,2 ↓
Chine - Shanghai	3 224	3 261	3 048	3 089	3 491	-1,1 ↓	5,8 ↑	4,4 ↑	-7,6 ↓	-2,0 ↓	4,8 ↑	4,7 ↑	-9,7 ↓
Hong Kong Hang Seng	20 720	21 190	16 359	19 781	24 328	-2,2 ↓	26,7 ↑	4,7 ↑	-14,8 ↓	-2,3 ↓	18,6 ↑	4,3 ↑	-10,3 ↓
Marchés Emergents - MSCI	999	1 014	900	956	1 232	-1,4 ↓	11,0 ↑	4,5 ↑	-18,9 ↓	-1,6 ↓	3,9 ↑	4,6 ↑	-14,1 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

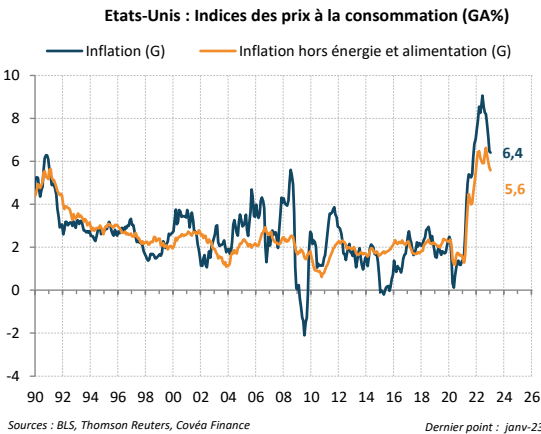
« Les données de janvier témoignent de la lenteur du processus de désinflation »

L'indice des prix à la consommation a progressé de 0,5% en glissement mensuel en janvier, un rythme en accélération par rapport aux deux mois précédents (0,2% et 0,1% en novembre et décembre). Ce rebond est essentiellement lié à la hausse des prix de l'énergie, qui enregistrent une progression mensuelle de 2%, après deux mois de contraction. Les prix alimentaires affichent une hausse plus mesurée de 0,5% sur le mois. **En rythme annuel, l'inflation poursuit son ralentissement, mais le mouvement de détente est modeste**, avec une croissance qui passe de 6,5% à 6,4%, après un pic à 9,1% en juin 2022. Si la décréue est effective, la dynamique des prix reste ferme. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) enregistre une hausse mensuelle de 0,4%, la plus forte depuis juin dernier, une nouvelle fois tirée par les services (+0,5%), tandis que les biens affichent une hausse plus modérée (+0,1%). Les prix des véhicules

d'occasion ont maintenu une tendance baissière (-1,9%), tandis que ceux de l'habillement accélèrent sur le mois (+0,8%). Dans les services, la dynamique ne montre pas de signe d'inflexion et le logement maintient une pression haussière, en dépit de la baisse constatée des prix des logements, avec une progression mensuelle de 0,7%. Les prix des services hors logement, énergie et alimentation progressent de 0,2%, un rythme supérieur aux 3 mois précédents, malgré la chute des prix des services de santé (-0,7%, plus forte baisse enregistrée depuis le début de la série). En rythme annuel, l'inflation sous-jacente ralentit modestement à 5,6%, après 5,7% en décembre. **Du point de vue de la Réserve Fédérale, cette publication devrait conforter son appréciation d'un processus de désinflation qui prendra du temps et nécessite une politique monétaire durablement restrictive.**

De même, les ventes au détail de janvier témoignent d'une demande des ménages résiliente, de nature à alimenter les tensions inflationnistes et maintenir une pression haussière sur l'orientation de la politique monétaire. Les ventes ont nettement rebondi en janvier, affichant une progression mensuelle de 3% en valeur, après 2 mois de contraction. Si le dynamisme des ventes est généralisé, de fortes hausses sont enregistrées pour les véhicules (5,9%), l'ameublement (+4,4%) et les équipements électroniques (+3,5%). La restauration est également très dynamique avec une progression de 7,2% sur le mois. Malgré la hausse des prix des carburants constatée en janvier, les ventes en valeur des stations-services ont stagné, ce qui indique une baisse des volumes. En rythme annuel, les ventes au détail affichent une croissance en accélération à 6,4%, après 5,9% en décembre.

Dans l'industrie, la production a stagné en janvier et les données de décembre ont été révisées en baisse (-1%, contre -0,7%). Cette stabilité masque une chute des services aux collectivités (-9,9% sur le mois) en lien avec des températures clémentes et une hausse solide des mines (+2%) et du secteur manufacturier (+1%). Ce dernier a été tiré par l'automobile (+0,5%) et les machines (+1,7%). En rythme annuel, la production manufacturière croît de 0,3%. Par ailleurs, les indicateurs d'enquête manufacturiers pour le mois de février font part d'une dégradation de l'activité. L'indice de la Réserve fédérale de Philadelphie a nettement chuté et s'établit à -24,3 après -8,9 en janvier. L'indice *Empire State Manufacturing* de la Réserve fédérale de New York s'est redressé mais demeure en territoire négatif décrivant une contraction de l'activité, à -5,8 après -32,9 en janvier.



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point : janv-23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Indice de confiance NFIB	Indice	janv.-23	90,3	89,8	98,8	92,4
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-23	0,8	1,1	4,9	3,8
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-27,3	-29,5	17,7	-5,1
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-21,4	-22,5	15,1	-3,1
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-23	6,4	5,9	19,8	9,2
Inflation	IPC, GA%, NCVS	janv.-23	6,4	6,5	4,7	8,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	janv.-23	5,6	5,7	3,6	6,2

* Du 13/02/2023 au 19/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'immobilier, l'impact du resserrement des conditions financières poursuit sa diffusion. Les mises en chantier ont enregistré un cinquième mois consécutif de baisse en février (-4,5%), ce qui porte la contraction en termes annuels à -21,4%. Les permis de construire se sont stabilisés sur le mois, mais affichent une contraction annuelle de 27%.

La Vice-Présidente de la Réserve fédérale, Lael Brainard, a été nommée par Joe Biden au poste de Directrice du Conseil économique national (Council of Economic Advisors- CEA), organe rattaché à la Maison-Blanche en charge de la coordination de la politique économique du gouvernement. Mme Brainard, qui était considérée comme une membre influente du conseil des Gouverneurs, avec un biais légèrement plus accommodant que le Président J. Powell, devrait quitter son poste d'ici la fin du mois. M. Austan Goolsbee, qui est devenu le mois dernier président de la Réserve fédérale de Chicago, serait pressenti pour la remplacer. M. Goolsbee était précédemment professeur à l'Université de Chicago et a été Conseiller économique du Président Obama. La nomination au poste de Gouverneur devra être validée par le Sénat, où les Démocrates détiennent la majorité.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

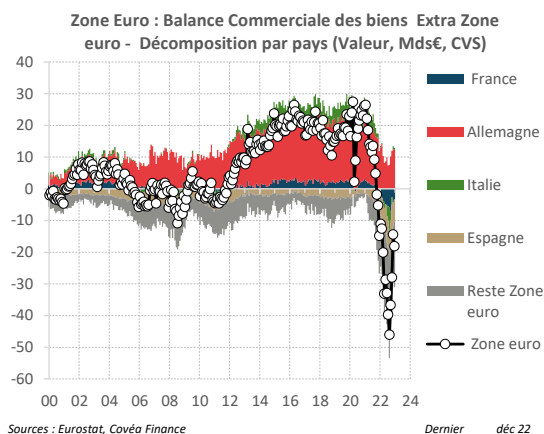


Suivi Macroéconomique

Europe

« En zone euro, la faiblesse de l'industrie est confirmée en fin d'année »

En zone Euro, la production industrielle a reculé de 1,1% en décembre dernier par rapport au mois précédent. Son recul a atteint 1,7% sur douze mois. A l'exception de la production d'énergie, en hausse de 1,3% par rapport à novembre, l'activité s'est contractée dans tous les grands secteurs (-2,8% pour les biens intermédiaires, -1,4% pour les biens de consommation durables, -1,0% pour les biens de consommation non-durables et -0,4% pour les biens d'investissement). Sur un an, seule la production de biens de consommation non-durables était en hausse (+7,9%), alors que celle de biens d'investissement était stable. La production de biens intermédiaires a chuté de 6,9% et celle d'énergie de 9,3%. La production de biens de consommation durables a baissé de 1,3% en douze mois.



Sources : Eurostat, Covéa Finance

Dernier déc 22

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-22	-2,0	2,3	8,0	0,7
	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-22	3,7	3,7	4,0	3,7
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-23	10,1	10,5	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	janv.-23	5,8	6,4	2,4	5,9

*Du 13/02/2023 au 19/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Le déficit commercial de la zone euro, à prix courants, a atteint 18,1Mds€ (corrigé des variations saisonnières) en décembre, après -14,6Mds en novembre, sous l'effet d'un recul des exportations plus vif que celui des importations (-4,6% contre -2,9%). Cumulé sur l'ensemble de l'année dernière, le déficit des échanges de biens a atteint 314,7Mds€, alors qu'un excédent de 116,4Mds avait été enregistré en 2021. C'est le premier déficit enregistré depuis 2011 et le plus important, en valeur, depuis 2008. A 18,0%, la croissance annuelle des exportations n'avait pas été aussi vive depuis 2000, mais les importations ont bondi de 37,5%, du jamais vu depuis la naissance de la zone euro, essentiellement sous l'effet de la forte augmentation des prix des biens importés tirés par l'envolée des cours des matières premières (notamment énergétiques).

Les banquiers centraux européens se sont beaucoup exprimés ces derniers jours, généralement pour insister sur la nécessité qu'ils perçoivent de continuer à durcir la politique monétaire pour lutter contre des tensions inflationnistes toujours fortes. Christine Lagarde a signalé l'impact de la hausse des salaires (+ 5% attendus cette année) comme un soutien à l'inflation sous-jacente. Elle répondait ainsi indirectement à Pablo Hernandez De Cos, gouverneur de la Banque d'Espagne, qui juge pour sa part que l'inflation pourrait reculer plus vite qu'attendu et que, par conséquent, il convient de se montrer prudent à l'avenir dans le réglage de la politique monétaire. François Villeroy de Galhau s'est montré plus précis que d'autres membres du Conseil des gouverneurs : il estime que le point haut des taux directeurs devrait être atteint d'ici la fin de l'été, mais il ne sera peut-être pas nécessaire de les relever à chacune des quatre réunions entre

mai et septembre. Sans préjuger du niveau qui devra être atteint, il a aussi tenu à réaffirmer que ce point haut devra être maintenu quelque temps pour que le caractère restrictif de la politique monétaire fasse son œuvre.

Après l'examen succinct des propositions de la Commission européenne sur le plan d'aide au développement d'une industrie verte en Europe, le Parlement a aussi émis un avis mitigé. Les élus s'inquiètent des potentielles inégalités de traitement associées à une extension des dérogations en matière de subventions nationales. Il souhaite qu'une telle décision soit très encadrée dans le temps et en matière de projets concernés.

En Ecosse, la Première ministre pro-indépendance Nicola Sturgeon a surpris, en annonçant sa démission après huit ans au pouvoir. Membre du Parti national écossais (SNP), elle avait pris la tête du gouvernement en 2014 à la suite d'un référendum sur l'indépendance, où l'Ecosse avait voté à 55% pour rester dans le Royaume-Uni. Réélue en 2021, elle s'était engagée à demander un deuxième référendum sur l'indépendance de l'Ecosse. Or, la Cour suprême a statué, en fin d'année 2022, qu'un nouveau référendum ne pouvait se tenir sans l'accord du Parlement britannique. Ce revers sur la question de l'indépendance ainsi que des critiques sur des propositions de lois controversées ont pu la mener à annoncer sa démission. Elle restera en poste jusqu'à l'élection d'un nouveau Président du SNP, mais cette démission pourrait fragiliser le parti.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Au Royaume-Uni, l'inflation est en recul malgré l'accélération de la progression des salaires.

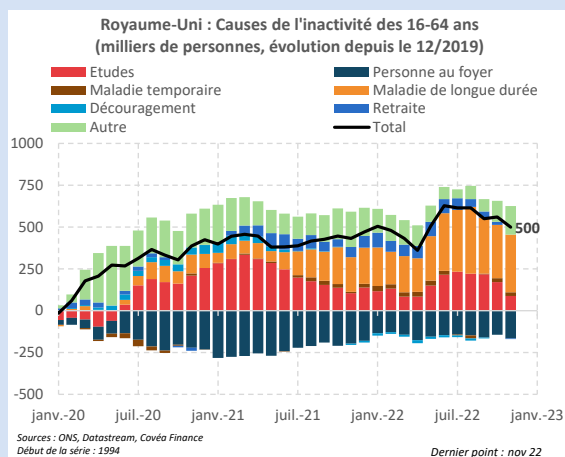
Lors de sa réunion de février, la Banque d'Angleterre (BoE) avait signalé qu'elle continuerait à suivre de près les signes de tensions inflationnistes durables, notamment la dynamique des salaires et l'inflation dans le secteur des services. Or, les données publiées sur la semaine envoient plutôt des **signaux contradictoires quant aux risques de persistance de l'inflation**.

Alors que la croissance des salaires ne faiblit pas....

La croissance des salaires totaux (incluant les bonus) a légèrement décéléré sur les trois derniers mois de l'année 2022 (octobre à décembre) pour atteindre 5,9% en glissement annuel, après 6,2% en moyenne pour les mois de septembre à novembre. Néanmoins, ce recul reflète le niveau des primes anormalement élevées de décembre 2021. En enlevant cette composante volatile, **les salaires hors bonus ont augmenté de 6,7%, un niveau record depuis le début de la série en 2001** (en dehors du rebond post-covid).

En parallèle, bien que le taux de chômage demeure à des plus bas historiques à 3,7% en moyenne sur les trois derniers mois de l'année, **des premiers signes d'apaisement des tensions sur le marché du travail émergent**. Malgré un contexte économique détérioré, le pays continue de créer de nouveaux emplois, avec 74 000 nouvelles personnes en emploi sur les trois derniers mois de l'année. Ainsi, le taux d'emploi a légèrement augmenté à 75,6%, mais demeure toujours en deçà des niveaux pré-covid. Dans le même temps, le nombre de postes vacants a chuté de 76 000 sur les mois de novembre à janvier 2023, soit la septième baisse consécutive depuis la période avril à juin 2022.

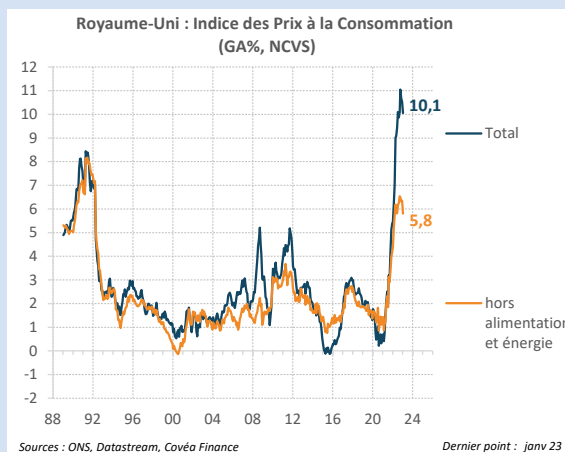
Par ailleurs, le taux d'inactivité poursuit sa baisse et atteint 21,4%, signe d'un retour d'une partie des personnes inactives sur le marché du travail. Bien que ce recul soit encourageant, 500 000 personnes supplémentaires demeurent toujours en inactivité par rapport à décembre 2019. Parmi elles, 345 000 personnes sont sorties du marché du travail depuis la pandémie en raison d'une maladie de longue durée. Cette situation interroge sur la capacité de cette population à retourner sur le marché de l'emploi, et suggère que **le taux d'inactivité pourrait rester durablement au-dessus des niveaux pré-pandémiques** (20,4% en décembre 2019).



... l'inflation dans les services recule.

L'inflation est en recul pour le 3^{ème} mois consécutif et atteint 10,1% en janvier, un niveau qui demeure toujours très élevé. En séquentiel, les prix ont reculé de 0,6% entre décembre et janvier, le premier recul des prix sur un mois depuis janvier 2022. La décélération de l'inflation annuelle reflète principalement l'évolution des prix dans les transports, qui ont notamment bénéficié d'un ralentissement des prix des carburants. L'inflation sous-jacente est également en baisse, et est passée sous le seuil des 6% pour la première fois depuis juin 2022.

L'inflation dans le secteur des services a surpris en enregistrant une baisse de 0,9% sur un mois, après 12 mois consécutifs de hausse mensuelle, bénéficiant d'une baisse des prix dans les transports (-3,6% en glissement mensuel) ainsi que dans l'hôtellerie et la restauration (-0,9%).



La consommation des ménages poursuit sa dégradation.

Néanmoins, la croissance des salaires ne suffit pas à compenser la hausse de l'inflation. La dégradation du pouvoir d'achat des ménages se reflète dans les données de consommation. Bien que les ventes au détail en volume enregistrent une hausse en janvier (+0,5% en glissement mensuel), cela ne permet pas de combler la forte baisse de 1,4% constatée en décembre. En glissement annuel, les ventes au détail sont en recul de 5,1% (après 5,8% en décembre), et demeurent 1,4% en deçà des niveaux pré-covid.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

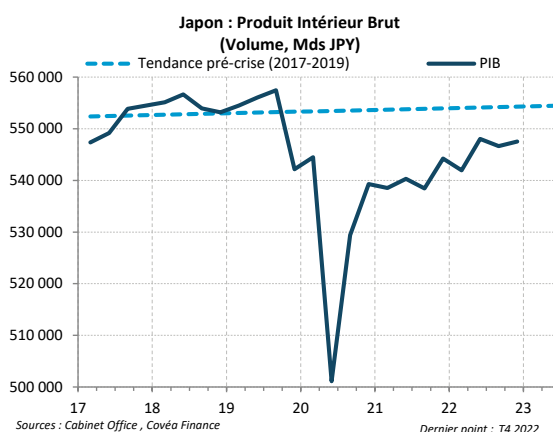
« Le PIB japonais n'a toujours pas retrouvé son niveau pré-pandémie »

L'économie japonaise évite la récession mais conserve un dynamisme modéré. La croissance trimestrielle du PIB a atteint 0,2% au quatrième trimestre 2022, soit un modeste redressement après le déclin de 0,3% enregistré au troisième trimestre. Le détail de la publication est toutefois un peu plus encourageant dans la mesure où l'évolution négative des stocks aurait une contribution baissière de 0,5 point de pourcentage à la croissance trimestrielle. La consommation des ménages a été bien orientée, en hausse de 0,5% sur le trimestre, reflétant notamment la poursuite de la normalisation sanitaire qui avait été interrompue par la résurgence de l'épidémie au T3. En revanche, la dynamique de redressement des investissements des entreprises observée au T2 et T3 s'est interrompue au T4 avec un déclin trimestriel de 0,5%. Après avoir été largement responsable du déclin de l'activité au T3, le commerce extérieur a affiché une contribution positive de 0,3

point à la croissance trimestrielle au T4, entre une progression de 1,4% des exportations et une baisse de 0,4% des importations, en termes réels. Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2022, le Japon affiche une croissance de 1,1% contre 2,1% en 2021. Le PIB reste donc inférieur de 0,8% à son niveau pré-pandémie, ce qui indique le maintien d'un retard conséquent vis-à-vis de la plupart des économies développées dans le redressement économique post-crise sanitaire.

Le commerce extérieur japonais poursuit son ralentissement en janvier.

La croissance nominale des exportations s'est fortement modérée à 3,5% en glissement annuel en janvier contre 11,5% en décembre. En volume, les exportations ont baissé de 11,5% en glissement annuel et affichent un troisième mois consécutif de déclin en glissement mensuel. Le détail sectoriel des exportations de janvier révèle un recul assez généralisé mais surtout prononcé concernant les matériels de transport (-7,9% en glissement mensuel), les machines (-5%) et les produits chimiques (-4,8%). S'agissant des débouchés géographiques de ces exportations, l'élément le plus notable concerne le déclin des exportations vers la Chine (-13,4%) qui s'expliquerait par un nouvel an lunaire arrivé inhabituellement tôt cette année – la fermeture de nombreuses usines lors des congés associés a en effet amené à différer les livraisons. Au niveau des importations, un ralentissement s'observe également dans une moindre mesure. La croissance nominale se modère à 17,8% en glissement annuel (contre 20,1% le mois précédent), soit un recul de 2,4% en termes réels. Sur le mois de janvier, les importations réelles ont été soutenues par le redressement des matériels de transport (+27,8% en glissement mensuel), après la forte baisse de 21% du mois précédent, alors que les importations de produits



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Exportations	Vol, CVS, GA%	janv.-23	4,2	12,1	21,7	18,2
	Importations	Vol, CVS, GA%	janv.-23	14,2	26,6	25,2	39,9
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	0,6	1,5	2,2	1,1

*Du 13/02/2023 au 19/02/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

chimiques ont fortement baissé (-20,1%). Enfin, les importations réelles de machines ont décliné pour un troisième mois consécutif, ce qui est généralement associé à une moindre dynamique des investissements. Ainsi, après deux mois d'amélioration, le déficit commercial repart légèrement à la hausse en janvier à 13,6 Mds\$, ajusté des variations saisonnières.

Kazuo Ueda a été nommé par le gouvernement pour succéder à H. Kuroda à la tête de la Banque du Japon (BoJ). L'universitaire de 71 ans avait été membre du conseil de politique monétaire de la BoJ de 1998 à 2005, une période particulièrement délicate pour la BoJ qui devait faire face aux difficultés économiques, instabilités financières et pressions déflationnistes suivant l'éclatement de la bulle spéculative japonaise. K. Ueda devrait exprimer ses vues sur la politique monétaire japonaise à l'occasion d'auditions parlementaires plus tard dans le mois. La nomination devra être validée par les deux chambres parlementaires avant d'être effective pour une prise de fonction prévue pour le 8 avril. En outre, le gouvernement a annoncé les nominations aux postes de gouverneur adjoint de Shinichi Uchida, actuel directeur exécutif de la BOJ, et de Ryozyo Himino, ancien chef de l'Agence des services financiers.

Sur le plan diplomatique, les relations entre la Chine et les Etats-Unis poursuivent leur détérioration. La Conférence de Munich sur la sécurité - un forum annuel consacré aux questions de sécurité internationale - fut l'occasion d'une rencontre entre le Secrétaire d'Etat américain, Antony Blinken, et le Directeur du bureau central des affaires étrangères chinois, Wang Yi. A. Blinken a indiqué que les Etats-Unis disposaient d'informations selon lesquelles la Chine envisageait de fournir de l'aide à la Russie en termes de matériel légal et a donc mis en garde la Chine contre les « sérieuses conséquences » qu'aurait ce type d'action. Ces accusations ont été démenties par le ministère des affaires étrangères chinois qui a déclaré que la Chine n'accepterait pas d'être « pointée du doigt » par les Etats-Unis. Quelques heures avant cet entretien, Wang Yi avait vivement critiqué la destruction d'un dirigeable chinois, suspecté d'être un appareil espion, dans l'espace aérien des Etats-Unis par un avion de chasse américain, qualifiant cette réaction de « presque hystérique ».

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.