

MACROÉCONOMIE LA SEMAINE EN BREF

Du 16/01/23 au 22/01/23



cpr
asset
management

INVESTIR,
C'EST AUSSI AGIR

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, les ventes au détail déçoivent nettement pour mai et les indicateurs relatifs au marché immobilier continuent à se détériorer. Les membres du FOMC sont moins offensifs.

DANS LA ZONE EURO, les déclarations des membres du conseil des gouverneurs et les minutes du conseil de décembre confirment le virage dur de décembre. Au Royaume-Uni, le marché de l'emploi reste très tendu et la consommation s'est fortement repliée en décembre.

AU JAPON, alors que les marchés

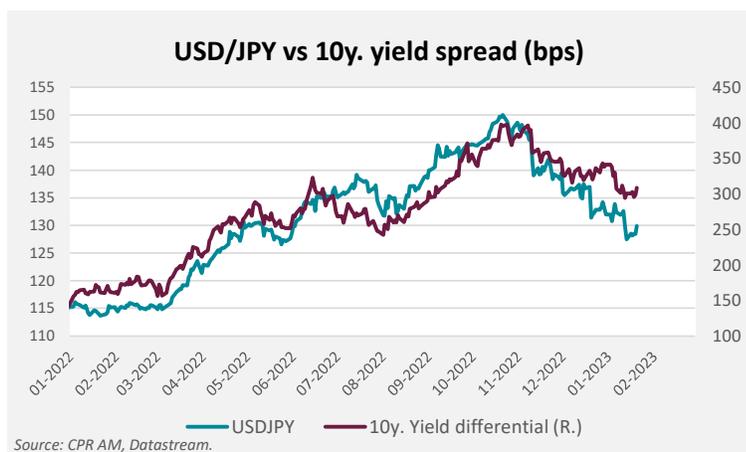
anticipaient un changement, la BOJ a maintenu le statu quo sur l'ensemble de ses mesures de politique monétaire. L'inflation progresse toujours pour atteindre 4% en décembre.

EN CHINE, le PIB publié pour le 4T22 surprend largement à la hausse, alors que les données d'activité mensuelles pour décembre restent très faibles. Le pays se prépare à fêter son Premier Nouvel An sans mesure de restriction de mouvement depuis 3 ans.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Contrairement aux attentes de la plupart des observateurs, la Banque du Japon a décidé de maintenir inchangée sa politique de contrôle de la courbe des taux. C'est pour le moment la seule banque centrale dans les pays développés à n'avoir

pas relevé ses taux directeurs ni procédé à une réduction de son bilan. Au contraire, elle a même très fortement accéléré ses achats de titres. Et justement, ce rythme d'achat n'est probablement pas soutenable...



LE CHIFFRE CLÉ

3%

Croissance du PIB chinois en 2022

À VENIR CETTE SEMAINE

États-Unis	PIB 4T22
Zone euro	PMI de janvier
Japon	Minutes BOJ de décembre
Chine	Nouvel An lunaire

SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS

20% SCENARIO
ALTERNATIF 1

PERSISTANCE
DE L'INFLATION

55% SCENARIO
CENTRAL

25% SCENARIO
ALTERNATIF 2

CRAINTE DE
RÉCESSION SÉVÈRE



PIVOT FED
CONFIRMÉ

« Garder le cap » est mon
mantra pour la politique
monétaire.

Christine Lagarde

cpr-am.com | [@CPR_AM](#) | [in cpr-asset-management](#)

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.

ACTIVITE

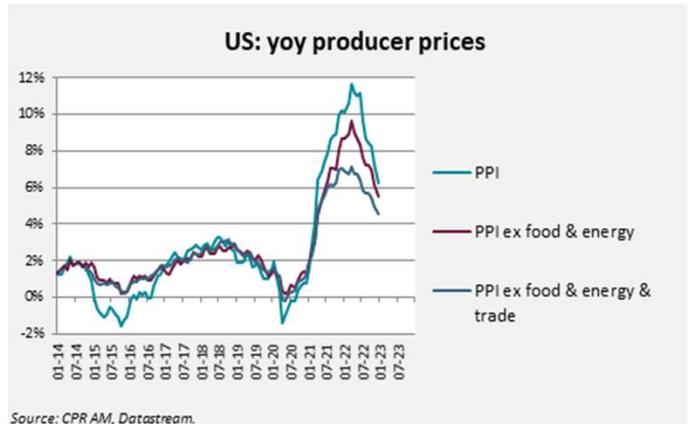
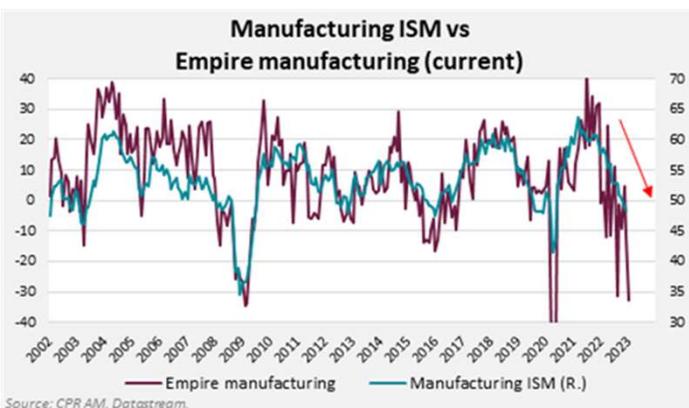
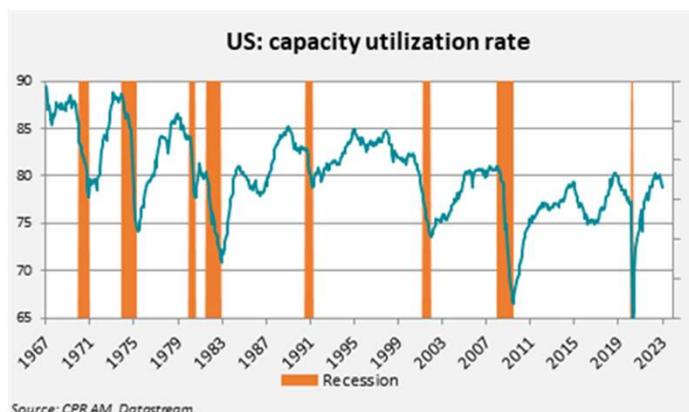
- La production industrielle baisse de 0,7% en décembre, soit la plus forte baisse depuis 15 mois ! Le taux d'utilisation des capacités baisse à son plus bas niveau depuis plus d'un an.
- L'enquête Empire Manufacturing (enquête de la Fed de New York sur les conditions manufacturières) chute à -32,9, soit le 4ème plus mauvais chiffre depuis la création de cette enquête en 2001. La composante « nouvelles commandes » chute lourdement. Le chiffre est mauvais mais il faut sans doute se garder pour le moment de tirer des conclusions trop hâtives car cette enquête est extrêmement volatile d'un mois sur l'autre : il est plus robuste de se focaliser sur une moyenne 3 mois et celle-ci serait cohérente avec lente baisse de l'ISM manufacturier, et pas avec un effondrement.
- Le Business Leaders survey (enquête services de la Fed de New York) est en nette baisse en janvier. Cela est cohérent avec une légère baisse supplémentaire de l'ISM services.

INFLATION

La production industrielle baisse de 0,7% en décembre, soit la plus forte baisse depuis 15 mois ! Le taux d'utilisation des capacités baisse à son plus bas niveau depuis plus d'un an.

MARCHE IMMOBILIER

- Les permis de construire et mises en chantier continuent sur leurs tendances très négatives. Les permis de construire tombent sur des niveaux non observés depuis 2018/2019 (si l'on excepte les mois de confinement).
- Les ventes de logements existants continuent leur chute et sont désormais au plus bas depuis 2010. Les conséquences des taux plus élevés se font clairement sentir.





PRIX PRODUCTION

En Allemagne, l'indice des prix à la production industrielle a baissé de 0,4% en décembre par rapport à novembre du fait de la baisse des prix de l'énergie.

Sur un an, le ralentissement se confirme pour le 3ème mois consécutif avec une hausse de 21,6% après 28,2%. Les prix hors énergie progressent de 11,8% sur un an en décembre après 12,4% en octobre.

ROYAUME-UNI

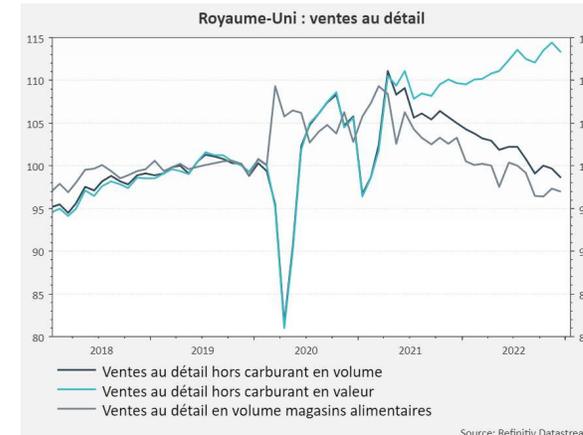
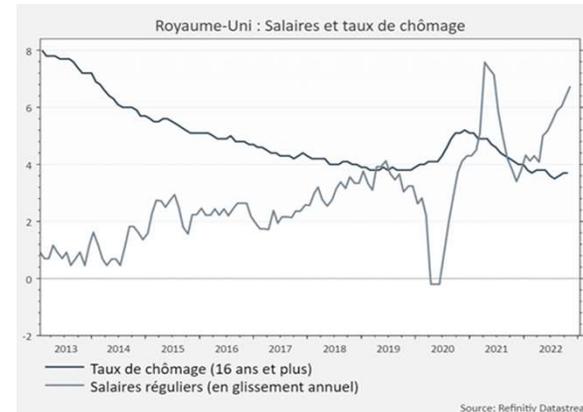
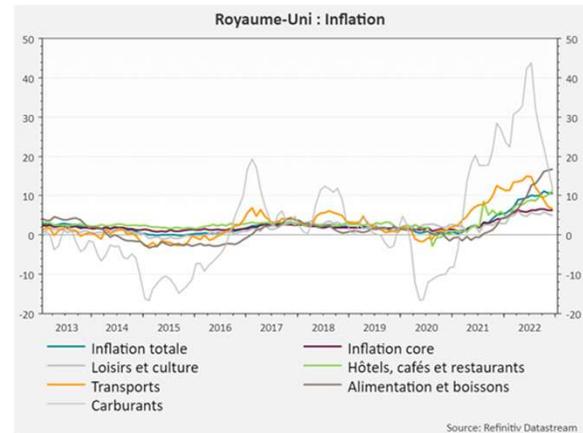
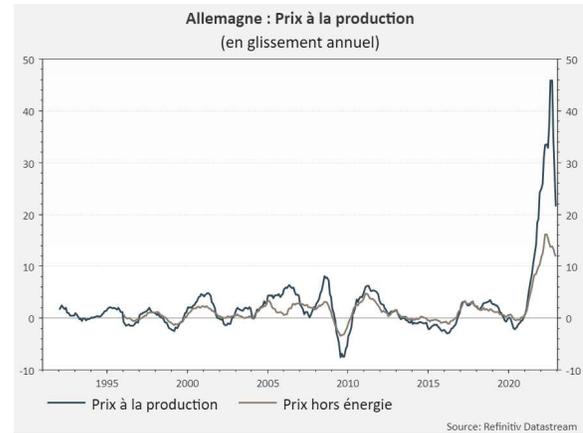
- L'inflation mesurée par l'indice CPI a progressé de 0,4% sur le mois de décembre comme en novembre. Sur un an, l'inflation baisse un peu en décembre à 10,5% après 10,7% en novembre. L'inflation core est stable à 6,3% en décembre.

Le ralentissement de l'inflation s'explique en grande partie par les prix des carburants et dans une moindre mesure par ceux de l'habillement, des loisirs et de la culture. En revanche, les prix de l'hébergement, de la restauration et de l'alimentation continuent d'avoir un effet haussier sur l'inflation.

- Les salaires totaux et réguliers ont progressé à un rythme très soutenu, 6,4% en rythme annualisé entre septembre et novembre. C'est le taux de croissance le plus élevé observé pour les salaires réguliers en dehors de la période de pandémie de coronavirus. La croissance moyenne des salaires réguliers dans le secteur privé s'élevait à 7,2 % de septembre à novembre 2022 et à 3,3 % dans le secteur public.

Le taux de chômage est resté stable à 3,7% en novembre

- Les ventes au détail ont surpris à la baisse en décembre, reculant de 1,0% en volume après déjà une baisse de 0,5% en novembre. La chute est plus forte hors alimentaire (-2,1%) que dans l'alimentaire (-0,3%). Les secteurs les plus affectés par la contraction de la consommation sont les équipements de sports, les jeux, l'horlogerie et les cosmétiques. Le secteur textile a été épargné par la baisse (+1,0% sur le mois).
- Les ventes sont désormais 1,7% en-dessous de leur niveau d'avant pandémie et sur l'ensemble de l'année 2022, elles ont baissé de 3,0% par rapport à celles de l'année 2021.

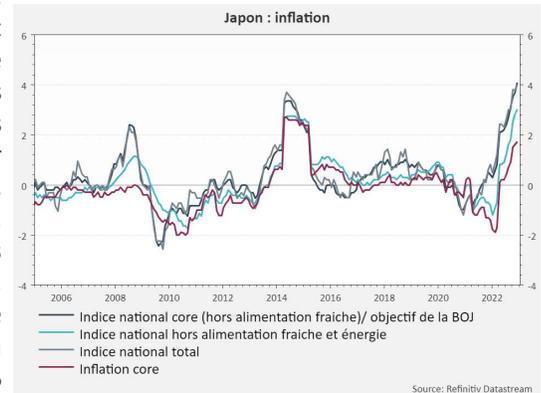


ASIE

JAPON

INFLATION

L'inflation atteint un plus haut historique depuis 1981 à 4% en décembre. L'inflation hors alimentation fraîche atteint 4% en décembre en glissement annuel après +3,7% en novembre. Hors alimentation fraîche et énergie, elle progresse également à +3% après +2,8% en novembre. L'indice core (hors alimentation et énergie) pour sa part atteint +1,6% en décembre après +1,5% en novembre. L'accélération continue d'être principalement tirée par la hausse des prix des aliments (hors produits frais). En plus des restaurants, les prix ont augmenté dans un large éventail de catégories d'aliments, notamment la viande, les produits laitiers et les œufs, ainsi que les aliments transformés. Les frais d'hébergement ont également légèrement augmenté, reflétant la suspension temporaire des subventions pour le tourisme national au cours de la période de fin d'année. Autre source d'accélération de l'inflation, l'énergie qui progresse de 15,2% en décembre après +13,3% en novembre. Il faut relever que les tarifs d'électricité ont déjà atteint la limite de prix supérieure dans les 10 principales compagnies d'électricité, mais certains frais non réglementés et donc non limités par les plafonds de prix ont fortement augmenté. Les compagnies gazières continuent également d'augmenter les prix du gaz de ville.



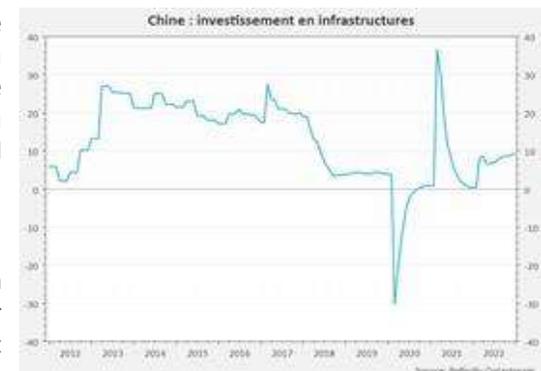
CHINE

PIB

Après une hausse de 3,9% du PIB sur le T3, ce dernier serait resté inchangé au T4, ce qui permet opportunément de limiter la baisse du glissement annuel à 2,9%, après 3,9% et donc d'atteindre en moyenne annuelle une croissance du PIB de 3%, après +8,1% en 2021. Si l'on tente de recalculer un acquis de croissance, celui-ci est assez faible, de +1,2% au 31 décembre 2022, mais finalement peu différent de ce qu'il était au 31/12/2021... Au total, ce résultat bien meilleur qu'attendu, nous laisse dubitatif au regard des données publiées en parallèle.

CHIFFRES DE DÉCEMBRE

La production industrielle ralentit, passant de +2,2% en glissement annuel à +1,3% en décembre, même si selon le NBS un très léger rebond de 0,06% sur le mois de décembre est enregistré (après -0,31%). L'investissement continue également de s'effriter avec un glissement annuel à +5,1% après +5,3%. Toutefois, sur le seul mois de décembre l'investissement progresse de 0,49% en décembre après -0,54% en novembre. L'investissement en infrastructures progresse de 9,4% en décembre après +8,9% en novembre. Seules les ventes de détail progressent, avec un glissement annuel passant de -5,9% en novembre à -1,8% en décembre. Mais il s'agit d'un effet de base ! les variations mensuelles publiées par la NBS font état d'une baisse de 0,14% sur le mois de décembre, après -0,08% en novembre et -0,78% en octobre. Les ventes en ligne progressent pour leur part de 4% sur un an en décembre. Le taux de chômage urbain passe de 5,7% à 5,5% de la population. Le taux de chômage dans les 31 grandes villes recule pour sa part de 0,6 point à 6,1% en décembre. Le taux de chômage des jeunes baisse de 0,4 point sur le mois à 16,7% en décembre. La réouverture explique l'amélioration des données d'emploi



BANQUES CENTRALES

RÉSERVE FÉDÉRALE

Dans un discours, la vice-présidente de la Fed Lael Brainard reconnaît la détérioration des conditions économiques (ISM en contraction, baisse de la production industrielle, baisse du nombre d'heures travaillées) et insiste sur le fait que cela ne fait que commencer : *“the drag on U.S. growth and employment from monetary policy is likely to increase in 2023 because of transmission lags from the rapid, large swing from accommodation to restraint in 2022.”* Elle souligne que l'inflation, si elle reste élevée, décélère nettement et qu'une boucle prix – salaires similaire aux années 1970 est moins probable. En termes de politique monétaire, elle indique que les implications du resserrement très fort de 2022 va permettre à la Fed de mieux prendre en compte la réalité des chiffres. Pas vraiment la restitution très hawkish de la presse financière.....

BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

Minutes BCE du comité des 14-15 décembre :

- Un grand nombre de membres ont exprimé d'abord une préférence pour une hausse de 75 bp. Ils ont accepté la hausse de 50 bp associée à un durcissement de la communication.
- Une large approbation pour la réduction du portefeuille APP proposée par Lane. Certains membres ont cependant exprimé leur préférence pour une réduction plus rapide du portefeuille APP ou pour l'arrêt total des réinvestissements. Le risque de fragmentation du marché a fait pencher la balance en faveur de la proposition de P. Lane.
- Sur l'inflation, beaucoup d'incertitudes Des discussions pour savoir si le pic a été atteint ou pas. A court terme, une majorité pour estimer que les risques sont à la hausse. En revanche, à moyen terme les opinions étaient beaucoup plus divergentes. « La précision des projections d'inflation à deux ou trois ans à l'avance a été jugée extrêmement faible. »

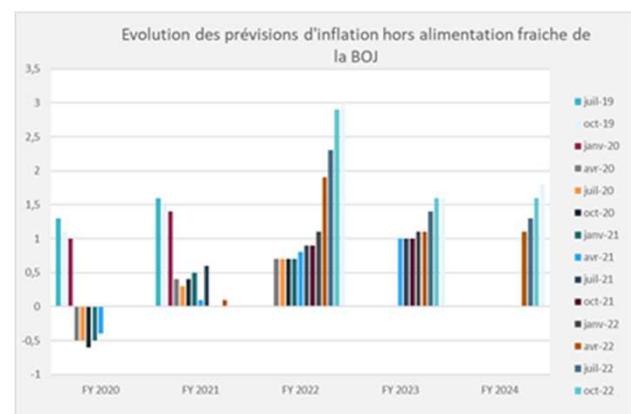
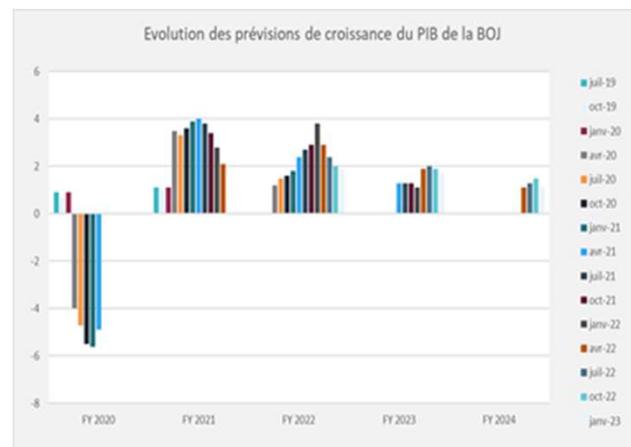
Intervention de Christine Lagarde à Davos : « Nous maintiendrons le cap jusqu'à ce que nous soyons entrés en territoire restrictif suffisamment longtemps pour pouvoir ramener l'inflation à 2 % en temps opportun. »

BANQUE DU JAPON

La BOJ reste droit dans ses bottes. Elle maintient inchangé toutes ses mesures de politique monétaire.

La BOJ maintient inchangé son appréciation de la situation macro du pays. Elle abaisse ses prévisions de croissance et relève ses perspectives d'inflation à 3,0% pour FY22, et +1,8% pour FY24. Elle laisse en revanche inchangée sa prévision pour FY23 à +1,6 %, les subventions gouvernementales sur les prix de l'énergie annoncées dans le dernier paquet économique étant considérées comme compensant la répercussion continue de la hausse des prix à l'importation sur les prix à la consommation. Elle maintient sa forward guidance inchangée, avec notamment “expects short- and long-term policy interest rates to remain at their present or lower levels”.

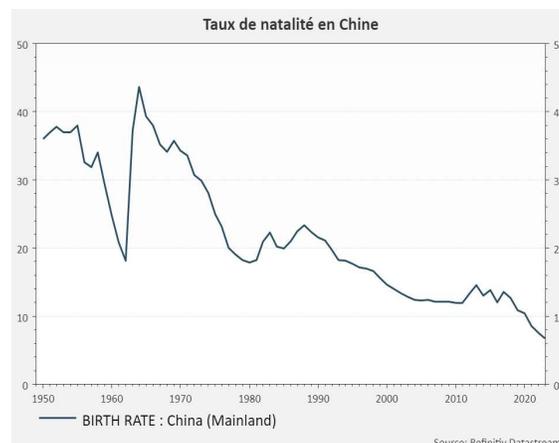
La Banque du Japon s'appuie sur le mécanisme des opérations de prêts contre collatéral comme outil de contrôle des taux longs. Elle modifie les conditions de ces opérations en allongeant la maturité des prêts de 1 an comme cela était jusque-là en vigueur jusqu'à 10 ans potentiellement. Le taux d'intérêt appliqué aux prêts sera déterminé par la BOJ en fonction des conditions de marché pour permettre une normalisation de la courbe des taux, et non plus un taux à 0% comme cela était pratiqué jusqu'à présent. Elle annonce une opération spécifique le 23 janvier avec une durée des prêts de 5 ans.



MEGA TENDANCES

DÉMOGRAPHIE CHINOISE

La population décroît en 2022 : une première ! Selon le NBS la population nationale est de 1411,75 millions d'habitants en 2022, soit 0,85 million de moins qu'en 2021. 9,56 millions de naissances ont été enregistrées alors que 10,41 millions de décès sont comptabilisés. En 2022, la population baisse de 0,6%. Le déséquilibre homme - femme persiste avec 104,69 hommes pour 100 femmes. La population en âge de travailler (entre 16 et 59 ans en Chine) est de 875,56 millions soit 62% de la population. Les plus de 65 ans représentent 14,9% de la population totale. Le taux d'urbanisation atteint 65,22%, 0,5 point plus haut qu'en 2021. Il est intéressant de voir que ces données démographiques chinoises font la une de la presse occidentale mais sont passées sous silence dans la presse chinoise à destination des occidentaux !



INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
23 janvier	Japon	BOJ : Minutes de la réunion du 19-20 décembre
	Zone euro	Confiance consommateur de janvier
24 janvier	Japon	PMI flash de janvier
	France	Enquête INSEE dans l'industrie de janvier
	Zone euro	PMI flash de janvier
	Etats-Unis	PMI flash de janvier Philly Fed non manufacturier de janvier
25 janvier	Allemagne	Enquête IFO de janvier
26 janvier	Japon	BOJ : résumé des Opinions de la réunion du 17-18 janvier
	Etats-Unis	Commandes de biens durables de décembre PIB 4T22
		Ventes de logements neufs de décembre
27 janvier	Japon	Inflation Tokyo de janvier
	Zone euro	M3 et les crédits de décembre
	France	Confiance des ménages de janvier
	Etats-Unis	Dépenses et revenus personnels de décembre

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	20/01/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
Nasdaq	11 619	0,67%	5,24%	3,41%	6,21%	-22,79%	26,66%
SP 500	3 973	-0,66%	1,99%	2,43%	3,47%	-12,36%	19,31%
Eurostoxx 50	4 120	-0,74%	2,54%	6,40%	8,60%	-3,48%	8,45%
Nikkei	26 554	1,66%	2,23%	0,63%	1,76%	-3,33%	10,26%
MSCI Emergents	1 036	0,62%	4,81%	8,74%	8,35%	-16,42%	-9,55%
MSCI Emergents- LATAM	515	-0,71%	4,33%	6,57%	7,00%	11,45%	-8,12%
MSCI Emergents Asie	620	1,01%	5,39%	10,11%	9,42%	-13,68%	1,72%
FTSE 100	7 771	-0,94%	0,92%	3,64%	4,28%	2,38%	1,56%

Cours de clôture, Indices en devises locales sauf émergents en dollar

Devises	20/01/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
EUR/USD	1,09	0,25%	1,99%	2,38%	1,43%	-4,28%	-2,15%
USD/JPY	129,59	1,32%	-1,89%	-2,19%	-1,17%	13,34%	17,61%
EUR/GBP	0,88	-1,11%	-0,52%	-0,21%	-1,02%	5,06%	2,69%
USD/GBP	0,81	-1,33%	-2,44%	-2,51%	-2,40%	9,77%	4,96%

Niveaux de Volatilité	20/01/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
VIX	19,85	18,35	21,13	20,07	21,67	25,59	12,10
VSTOXX	18,68	17,34	18,49	19,06	20,89	20,40	11,25

Niveaux de taux	20/01/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
10 ans US	3,48	-0,03	-0,09	-0,20	-0,35	1,66	1,65
10 ans Allemagne	2,17	0,03	-0,04	-0,13	-0,39	2,18	2,39
10 ans France	2,62	-0,02	-0,10	-0,22	-0,49	2,24	2,58
10 ans Espagne	3,16	0,00	-0,11	-0,23	-0,50	2,48	2,71
10 ans Italie	3,98	-0,03	-0,24	-0,45	-0,72	2,58	2,62
10 ans Japon	0,40	-0,11	-0,10	-0,08	-0,02	0,27	0,39

Breakeven inflation	20/01/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
5 ans US	2,35	-0,02	0,00	-0,19	-0,18	-0,45	0,58
10 ans US	2,44	0,04	0,02	-0,11	-0,09	-0,14	0,52
5 ans EUR	2,23	-0,07	-0,12	-0,36	-0,56	0,16	1,16
10 ans EUR	2,25	-0,09	-0,15	-0,24	-0,32	0,30	1,06

Matières premières	20/01/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	80,61	0,98%	9,27%	2,77%	0,47%	-5,77%	37,70%
Pétrole (Brent)	87,65	2,74%	11,44%	6,50%	3,21%	-0,83%	34,29%
Gaz naturel (TTF Europe)	64,00	-1,39%	-5,47%	-35,61%	-13,51%	-16,23%	499,25%
Or	1 928,55	0,91%	3,56%	6,17%	6,22%	4,54%	23,56%
Cuivre	9 307,76	1,52%	8,61%	11,21%	11,27%	-7,09%	49,32%
Blé	287,50	-1,71%	-3,04%	-6,20%	-5,89%	5,89%	41,28%

ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
1 ^{er} février	FED
2 février	BCE
2 février	BOE
10 mars	BOJ

Dates	Actualités
25 janvier	Canada (4,25%) +25bp possible Thaïlande (1,25%) +25bp possible
26 janvier	Chili (11,25%) statu quo attendu Afrique du sud (7,00%) +50bp possible
27 janvier	Colombie (12,00%) +75bp possible

cpr-am.com | [T](#) @CPR_AM | [in](#) cpr-asset-management

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.