

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

6 mars 2023

Rédacteurs

Gestion — Recherche

Un nouveau risque de fragmentation

Le diagnostic a au moins été établi. Le programme américain « IRA » qui instrumentalise la question climatique pour conduire sa politique industrielle est considéré par la Commission européenne comme une menace pour l'industrie du vieux continent et devrait justifier selon elle un allègement temporaire des règles d'aides d'Etat à court terme et la remise en place des conditions de concurrence équitables face à ...la Chine.

Pourtant, la question du financement des « contre-mesures » antidélocalisation ne fait pas l'unanimité des pays membres qui n'ont d'ailleurs pas tous les mêmes capacités budgétaires. Si certains proposent la création d'un nouvel emprunt commun ou celui d'un fonds souverain européen, d'autres rétorquent que les fonds des plans de relance postcovid (subventions et prêts) n'ont toujours pas été déployés à 80% alors que leur expiration a été fixée à 2026. Un risque de fragmentation apparaît donc entre les capacités des membres à bénéficier d'une loi pour une industrie à zéro émission nette, alors que les pays de l'Union Européenne (UE) les plus industrialisés ont déjà des entreprises avec filiales installées aux Etats-Unis. Celles-ci seront tentées de renforcer leurs sites de production sur le sol américain ou d'abandonner des projets d'investissement sur le territoire européen afin de bénéficier des subventions fédérales qui se cumulent déjà avec une énergie bon marché et abondante. Une situation que les « politiques de cohésion » de l'UE ne pourront endiguer.

Un autre écueil possible, évoqué depuis longtemps dans nos Perspectives Economiques et Financières, est la perte de compétences. Si l'ambition est de développer des industries technologiques de pointe dans un grand « Pacte vert », ce projet pourrait en être empêché non par manque de financement mais par un manque de capital humain. Car, les savoirs aussi se sont délocalisés ou n'ont pas été suffisamment entretenus dans bien des filières et font peser un risque réel d'exécution, souvent mal apprécié.

L'IRA, ce nouvel épisode dans la concurrence des Nations, illustre bien notre diagnostic d'un monde de moins en moins coopératif où les instances de la mondialisation et du multilatéralisme (l'OMC) sont peu opérantes, d'un monde bipolaire où l'insuffisance de solidarité européenne obère toute chance de l'UE de représenter un troisième pôle concurrent, mais au contraire confirme son risque de disparition.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

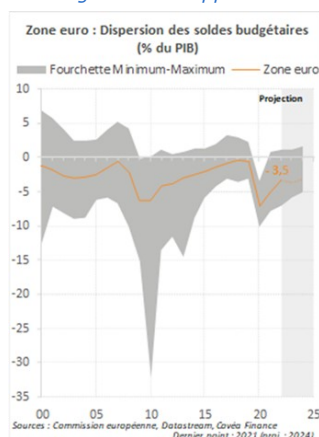
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...un risque de fragmentation apparaît... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	03/03/23	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,064	1,001	1,107	6,2	-3,9
€ / £	0,883	0,882	0,829	0,2	6,5
€ / Yen	144,68	146,60	127,78	-1,3	13,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	86	93	110	-7,4	-22,3
Indice CRB*	549	561	619	-2,3	-11,4
Prix de l'once d'Or	1 855	1 714	1 936	8,2	-4,2
Prix de la tonne de cuivre	8 984	8 105	10 351	10,8	-13,2
Indice Baltic Dry**	1 211	1 393	2 104	-13,1	-42,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	931	1 579	4 747	-41,0	-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

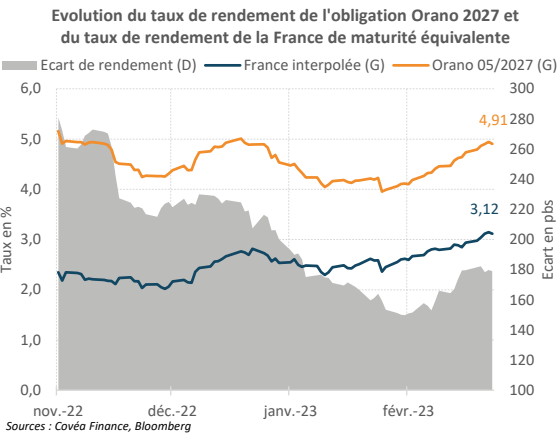
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine a été marquée par une forte volatilité sur les taux dirigés par les discours des banquiers centraux et des chiffres d'inflation élevés en zone euro. Le 10 ans français a ainsi atteint 3,25% en cours de semaine avant de refluer sous les 3,20% (+18pbs* sur la semaine). Les autres émetteurs de la zone euro ont connu les mêmes mouvements hormis l'Italie qui termine la semaine à 4,53% (+9pbs sur la semaine). Le marché primaire du crédit a enregistré 6,75Mds€ d'émissions, avec notamment plusieurs émetteurs américains comme A&T et Air Products.

Le Focus de la semaine : Orano**, un alignement des planètes?

Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie, la recherche de l'indépendance énergétique est une des priorités des pays occidentaux. Alors que les sanctions se multiplient, un domaine reste pour l'instant exempté : le nucléaire. Le russe Rosatom détient, notamment, plus de 50% des parts de marché au niveau mondial dans l'enrichissement de l'uranium. Les Etats-Unis, dont 20% de l'uranium enrichi provient de Russie, ont annoncé vouloir s'en passer complètement d'ici 2030. Les investissements devraient être conséquents dans le domaine et la recherche d'alternatives une priorité. Plusieurs énergéticiens sont déjà entrés en contact avec le français Orano sur le sujet dont certains venant des Etats-Unis. L'entreprise souhaite relancer l'extension de son usine d'enrichissement dans le sud de la France pour en augmenter les capacités de 30%. Il s'agit d'un projet estimé à plus d'un milliard d'euros. Pour se faire, elle devra vraisemblablement avoir recours au marché obligataire. Son vivier obligataire reste relativement faible et la part de la dette héritée d'Areva disparaîtra totalement avec le dernier remboursement en 2024 pour un milliard d'euros. Ces nouvelles émissions se font sur des maturités courtes et offrent des rendements significatifs. L'émission à échéance 2027, effectuée en novembre dernier par Orano, a été émise à un taux de rendement de 5.46%, un niveau bien plus élevé qu'EDF (noté BBB par S&P) qui au même moment a bénéficié d'un taux de 3.93% pour une maturité quasiment équivalente. La souche obligataire d'Orano d'un montant de 500 millions d'euros offrait une prime par rapport à une obligation de l'Etat français de maturité équivalente de 298 pbs à son émission. Elle est aujourd'hui seulement de 180 pbs. Comme l'électricien, Orano est désormais stratégique aux yeux de l'Etat. Occultée par l'engouement autour de l'annonce de la nationalisation d'EDF, en juin dernier, l'Etat français a porté sa participation dans Orano à 89.99%. Issu du démembrement d'Areva en trois entités il y a cinq ans, Orano est le spécialiste du cycle du combustible nucléaire. La spécificité du groupe français est de couvrir l'ensemble de ce cycle : de l'exploitation des mines au Canada, Niger et Kazakhstan, à la conversion et à l'enrichissement de l'uranium, en passant par le recyclage des déchets nucléaires. Elle est l'unique entreprise occidentale à être présente sur chacun de ces segments. Après cinq années, Orano affiche, aujourd'hui, des résultats financiers solides et sa notation est passée en catégorie investissement en septembre dernier.



* pbs: points de base

** « Orano » dérive du nom du Dieu grec Ouranos, duquel découle le nom du Dieu romain et de la planète Uranus et de l'élément chimique uranium.

Lucas Couvert
Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	03/03/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	4,75	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												
Etats-Unis	3,95	3,94	4,09	3,87	1,84	1	-14	8	211		-91	-8
Allemagne	2,72	2,54	2,17	2,57	0,02	18	54	14	270		-49	-6
France	3,20	3,02	2,69	3,12	0,50	18	51	8	270		-10	22
Italie	4,53	4,44	4,29	4,72	1,57	9	24	-19	296		83	4
Royaume-Uni	3,85	3,66	3,46	3,67	1,30	19	39	18	255		17	36
Japon	0,51	0,50	0,25	0,42	0,18	0	25	8	33		54	93
Crédit												
Indice Itraxx Main	76,4	81,2	107,2	90,6	77,1	-4,8	-30,8	-14,2	-0,7			
Indice Itraxx Crossover	397,0	419,5	523,1	474,1	373,1	-22,5	-126,1	-77,1	23,9			

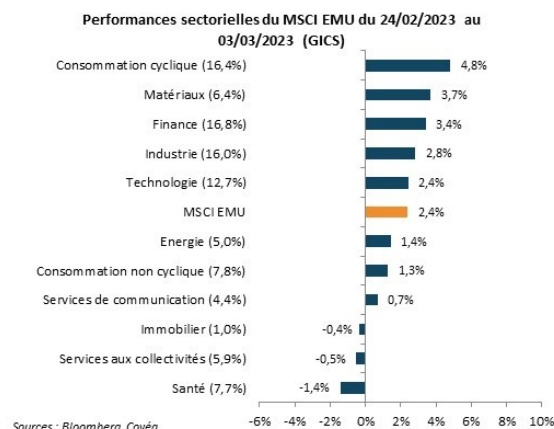
Sources : Bloomberg, Covéo Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

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 2,4%. Les différentes statistiques macroéconomiques ainsi que la poursuite de la saison de publications des résultats annuels des entreprises ont rythmé la semaine. La hausse s'établit donc désormais à 12,5% depuis le début de l'année, de retour sur les niveaux les plus élevés atteints sur la période. Les secteurs les plus sensibles à l'activité économique ont été favorisés. En tête du classement, la consommation cyclique (+5%) aidée par le secteur automobile et particulièrement par Volkswagen (+11,7%), la publication de résultats et surtout les perspectives de volumes de livraisons (+15%) et de marges sur l'année 2023 ayant surpris positivement. Viennent ensuite le secteur des matériaux (+4%) tirés par de bonnes publications de résultats comme celles de CRH (+10,3%), et celui de la finance (+3%) soutenu par le contexte de taux d'intérêt. A l'inverse, les secteurs les plus « impactés » par cette remontée des taux d'intérêt ou les moins sensibles à l'activité économique ont baissé, citons la santé (-1,4%), les services aux collectivités (-0,5%) et l'immobilier (-0,3%). En termes de performances géographiques, notons que depuis le début de l'année, les pays connaissant les plus fortes hausses sont la Grèce (+19,9%), l'Irlande (+18,8%) et l'Italie (+17,4%), ce qui témoigne d'un retour de l'appétit pour le risque.



Le Focus de la semaine : L'activisme financier va-t-il de pair avec la performance boursière ?

Dans le cadre du suivi de nos Perspectives Economiques et Financières, nous vous proposons cette semaine un éclairage sur une tendance de marché que nous avons pu voir évoluer depuis plusieurs années. Qu'ont en commun le départ d'Emmanuel Faber chez Danone, l'abandon du projet d'acquisition d'Univar par Brenntag ou encore les changements mis en œuvre chez Procter & Gamble ? Ces mouvements ont pour origine une campagne menée par des investisseurs dits « activistes ». Il s'agit d'actionnaires ayant pour objectif d'influencer la stratégie d'une société dans le but d'accroître la rentabilité de leur investissement.

Un rapport sur le sujet montre que l'année 2022 a été très active et renoue, en termes de sociétés visées par des activistes, avec les pics des années pré Covid. Bien qu'un resserrement monétaire ait été débuté il y a un an par la plupart des banques centrales dans le monde, les liquidités demeurent pour le moment encore abondantes et la recherche d'un rendement décorrélé dans un contexte de marchés volatils est toujours de mise. C'est précisément ce que les fonds activistes cherchent à obtenir. De plus, les perturbations sanitaires connues ces dernières années ont parfois mis en sommeil des changements impératifs (gouvernance, stratégie...), que les activistes viennent remettre à l'ordre du jour. Toutefois, les réglementations locales et les structures de détention du capital constituent des limites à leur action. Le cœur de l'activisme mondial reste ainsi aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

L'annonce de la montée au capital d'une entreprise par un fonds activiste se traduit en général par une hausse du cours de Bourse (des études mentionnent un chiffre autour de 10%). Des exemples récents vont dans ce sens. Citons les prises de participations de Cevian dans Vodafone (Janvier 2022, +10%), de Trian dans Unilever (Mai 2022, +8%), et de Elliott dans Vantage Towers (Janvier 2023, +8%). Cependant, la performance sur le long terme de ces fonds est discutée, et les résultats présentés sont divergents.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	03/03/23	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	134	2,4	14,3	12,5	10,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 004	983	898	907	944	2,1	11,8	10,8	6,4	↑
MSCI EMU Small Cap	418	406	343	370	421	2,8	21,6	12,8	-0,9	↓
MSCI Europe	156	153	141	143	146	1,4	10,4	9,3	6,4	↑
France CAC40	7 348	7 187	6 431	6 474	6 378	2,2	14,3	13,5	15,2	↑
Allemagne DAX30	6 350	6 200	5 589	5 693	5 771	2,4	13,6	11,5	10,0	↑
Italie MIB	27 825	26 986	23 780	23 856	23 959	3,1	17,0	16,6	16,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 947	7 879	7 296	7 452	7 239	0,9	8,9	6,6	9,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 000	8 921	8 277	8 417	8 732	0,9	8,7	6,9	3,1	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

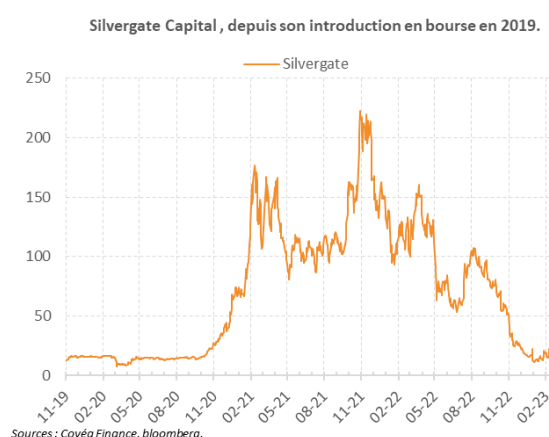
Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques terminent la semaine en hausse tirés principalement par les marchés chinois après la publication d'indicateurs macroéconomiques meilleurs qu'attendus et des levées de certaines contraintes sanitaires (fin de port du masque en extérieur à Macao et à Hong Kong), soutenant la dynamique de réouverture du pays. Les investisseurs étaient aussi dans l'attente des objectifs de croissance chinoise en amont de la session parlementaire annuelle du parti communiste. Le Japon et Taiwan étaient soutenus par la composante technologique de leurs indices dans le sillage des bourses américaines. La Corée du Sud terminait la semaine en baisse, pénalisée par le secteur technologique de la « mémoire » après des commentaires prudents de leur concurrent américain Micron et des annonces du gouvernement chinois d'un plan de subvention de 1.9mds \$ pour soutenir l'entreprise de mémoire domestique YMTC. Les pays d'Asie du Sud-Est subissaient des prises de profit par les investisseurs. L'Inde continuait à sous performer la région avec la crainte des investisseurs d'une dégradation de la consommation domestique pénalisée par une inflation persistante et un durcissement des politiques monétaires. La semaine aura aussi été marquée par la première réunion sur la sécurité économique entre le Japon, la Corée du Sud et les Etats-Unis afin d'assurer la résilience des chaînes d'approvisionnement, en particulier dans le domaine des semi-conducteurs, des matériaux critiques et des batteries.

Aux Etats-Unis, les indices clôturent la semaine en forte hausse (+1.9% pour le S&P 500 et 2.6% pour le Nasdaq) portés par les espoirs d'une pause dans le cycle de resserrement monétaire d'ici l'été après les propos du responsable de la Fed d'Atlanta ainsi que de la publication de l'ISM des services en léger ralentissement.

Par secteur, les compartiments « croissance » de l'indice (technologie, services de communication) faisaient partie des plus fortes hausses. Les matériaux et l'énergie étaient aussi en net rebond, soutenus par la dynamique en Chine mais aussi par la hausse des cours du pétrole après que les Emirats Arabes Unis aient démenti une éventuelle sortie de l'OPEP. La semaine a été marquée par la chute de 60% des actions de la banque Silvergate Capital (spécialisée dans les dépôts de cryptomonnaies), confrontée à une crise de liquidité remettant en cause ses capacités à poursuivre son activité. Ce risque avait été évoqué par nos équipes début janvier alors que nous mentionnions les conséquences de la débâcle de FTX sur certains acteurs bancaires confrontés à une forte fuite des dépôts. Une faillite de Silvergate ne peut désormais plus être écartée. Dans le cadre de notre cellule de crise déclenchée suite à la faillite de FTX, nous restons vigilants sur les ramifications potentielles de cette débâcle sur les dépôts en cryptomonnaies et les conséquences sur d'autres acteurs bancaires.



Le Focus de la semaine : le secteur de la distribution confronté à une recrudescence, très coûteuse, des vols à l'étalage

Au cours de l'année 2022, les détaillants américains ont vu leur chiffre d'affaires progresser de l'ordre de 5%, soutenu par une certaine résistance des dépenses de consommation. Les dépenses des ménages américains ont continué de progresser, bénéficiant d'un marché du travail solide. Dans ce contexte, les très fortes hausses de prix n'ont pas encore entraîné une baisse de la consommation. Toutefois, malgré la vigueur du trafic en magasins, les détaillants ont déçu sur leur niveau de marge brute. Leur rentabilité a notamment été impactée par la modification du mix-produit en faveur des produits alimentaires moins « margés », la mise en place de nombreuses promotions visant à réduire leurs stocks et l'augmentation sensible des vols en magasins. Ce dernier point s'est particulièrement illustré au cours du dernier trimestre et n'est pas anecdotique. En effet, la société TJX (distributeur de vêtements et d'articles de décoration à prix « cassés ») a été la première à alerter sur l'impact des vols. Au cours du trimestre, ces derniers sont responsables de la majorité de la baisse de marge brute, soit environ 0.6%. Pour Target, distributeur et concurrent de Walmart, les vols représentent une perte de \$500 millions sur l'année (soit 0.5% de marge brute). Ce risque a également été évoqué dans les communiqués de presse de Dollar General, Dollar Tree ou encore Ross Stores. Cette tendance grandissante, combinée à la hausse des impayés sur les prêts automobiles ou sur les prêts sur les cartes de crédit (pour le moment exclusivement le fait des ménages les moins bien « notés ») sont autant de signes indiquant qu'une frange des consommateurs est de plus en plus en grande difficulté, laissant présager un ralentissement des ventes au détail au cours de l'année 2023.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	03/03/23	J-7	09/11/2022	30/12/22	T-12 mois	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	4 046	3 970	3 749	3 840	4 329	1,9	7,9	5,4	-6,5	1,1	1,6	6,1	-4,0
Etats-Unis - Dow Jones	33 391	32 817	32 514	33 147	33 615	1,7	2,7	0,7	-0,7	0,9	-3,3	1,4	2,1
Etats-Unis - Nasdaq	11 689	11 395	10 353	10 466	13 313	2,6	12,9	11,7	-12,2	1,7	6,3	12,4	-9,8
Japon Nikkei 300	422	416	411	401	397	1,5	2,8	5,4	6,5	0,9	4,1	2,3	-7,6
Corée du Sud KOSPI	2 432	2 424	2 424	2 280	2 713	0,3	0,3	6,6	-10,4	0,2	-0,2	3,6	-13,3
Chine - Shanghai	3 328	3 267	3 048	3 089	3 448	1,9	9,2	7,7	-3,5	1,9	8,2	8,1	-9,3
Hong Kong Hang Seng	20 568	20 010	16 359	19 781	21 905	2,8	25,7	4,0	-6,1	1,9	18,4	4,1	-3,9
Marchés Emergents - MSCI	988	972	900	956	1 145	1,7	9,7	3,3	-13,7	0,8	3,3	4,0	-11,3

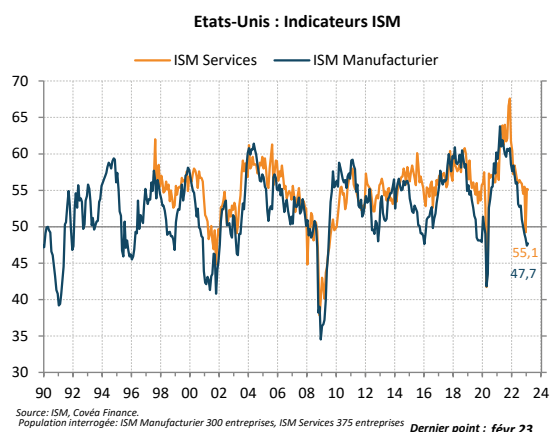
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve fédérale pourrait envisager davantage de resserrement monétaire »

Le Gouverneur de la Réserve fédérale Christopher Waller (membre votant) est revenu lors d'une allocution cette semaine sur la solidité des données économiques, soulignant que le marché du travail demeure très tendu et que l'inflation ne reflue pas aussi vite que ce qu'il avait anticipé. Si les données dans les prochaines semaines devaient signaler une modération, le Gouverneur estime qu'augmenter les taux tel qu'envisagé par le comité en décembre dernier, vers une fourchette entre 5,1% et 5,4%, resterait une stratégie appropriée. Mais dans le cas où la vigueur des données devait continuer, M. Waller juge que la Réserve fédérale devra augmenter encore davantage ses taux directeurs. Il a ainsi souligné l'importance des données d'emploi et d'inflation qui seront publiées d'ici la prochaine réunion de politique monétaire les 21 et 22 mars.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice	févr.-23	47,7	47,4	60,7	53,5
ISM Services	Indice	févr.-23	55,1	55,2	62,4	56,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	févr.-23	51,3	44,5	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	févr.-23	47,0	42,5	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	févr.-23	45,2	45,6	72,9	57,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	janv.-23	15,9	16,5	-3,6	7,3
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	févr.-23	102,9	106,0	112,7	104,5

* Du 27/02/2023 au 05/03/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La publication de l'ISM services au lendemain de ces déclarations n'était pas de nature à rassurer M. Waller. L'indicateur d'enquête fait part d'une poursuite de la solidité de l'activité dans le secteur des services en s'établissant à 55,1, après 55,2 en janvier. La composante niveau de production se replie à 56,3 après 60,4, un niveau qui reste largement favorable (le seuil de 50 sépare zone de contraction et de croissance) et les composantes nouvelles commandes et emploi enregistrent des progrès à respectivement 62,6 et 54. Enfin la composante prix payés poursuit sa décrue mais demeure sur des niveaux élevés (65,6) témoignant de pressions inflationnistes toujours prégnantes. **Dans le secteur manufacturier, l'indicateur ISM enregistre un léger progrès en février mais demeure sur des niveaux dégradés** renvoyant à une contraction de l'activité. L'indice s'établit à 47,7, après 47,4 le mois précédent, et la composante production se dégrade à 47,3, tout comme la composante emploi qui passe en zone de contraction à 49,1. Les nouvelles commandes se redressent mais restent dégradées à 47 et les prix payés accélèrent pour la première fois depuis septembre (51,3). Toujours dans l'industrie, les commandes de biens durables ont enregistré un déclin de 4,5% en janvier, sous l'effet d'une chute des commandes dans l'aviation civile (-54%, après +105% en décembre). Hors équipements de transport, la dynamique est favorable, avec une hausse mensuelle de 0,7% et une augmentation significative des commandes de machines (+1,6%). Les commandes de biens intensifs en capital hors défense et aviation (qui approchent le mieux la dynamique de l'investissement productif) s'inscrivent en hausse de 0,8% sur le mois.

Dans l'immobilier, les dépenses de construction ont légèrement fléchi en janvier (-0,1% en glissement mensuel) sous l'effet d'une baisse de 0,6% dans le résidentiel, la 6^{ème} consécutive, tandis que les dépenses dans le non résidentiel

s'inscrivent en progression de 0,3% sur le mois. En rythme annuel, la divergence s'accroît : les dépenses de construction résidentielles affichent un recul de 3,8% (première contraction depuis 2019), et les dépenses non résidentielles sont solidement en croissance de près de 16%. **Par ailleurs, l'indice des prix S&P Case Schiller a enregistré un 6^{ème} mois consécutif de recul en décembre** avec une baisse de -0,5% sur le mois. Les prix déclinent dans les 20 principales villes analysées et la croissance annuelle de l'indice ralentit à 4,7%, après un pic à plus de 21% au printemps 2022.

Concernant les ménages, l'indice de confiance du consommateur du Conference Board s'est dégradé en février et s'établit à 102,9 points, après 106 en janvier. L'indice évolue sur ces niveaux depuis quelques mois et ne signale pas d'inflexion haussière contrairement à l'indice de confiance de l'Université du Michigan. La baisse mensuelle reflète une détérioration des perspectives futures, au plus bas depuis juillet 2022, tandis que la situation présente est en léger progrès. L'appréciation du marché du travail est en revanche en nette amélioration, avec un indice *labor differential* (solde entre les personnes qui estiment que l'emploi est abondant et celles qui jugent qu'il est difficile de trouver un emploi) à 41,5, au plus haut depuis avril 2022, qui témoigne de la persistance de tensions sur le marché du travail.

Enfin, l'estimation avancée du déficit commercial fait part d'une dégradation de la balance des biens en janvier, à 91,5 Mds\$, contre 89,7 Mds en décembre. Les exportations progressent de 4,2% sur le mois et les importations de 3,2%, ce qui en absolu implique une plus forte augmentation des importations. La progression des exportations concerne toutes les catégories de biens. Il en est de même pour les importations, à l'exception des matériaux industriels.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

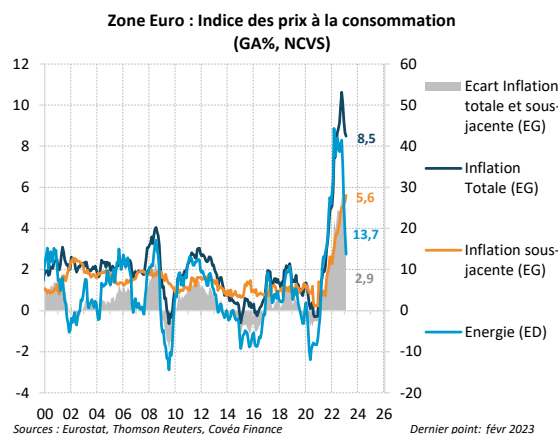


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'inflation sous-jacente continue à progresser dans la zone euro »

L'indice des prix à la consommation de la zone euro a progressé de 8,5% en février, soit une baisse de 0,1 point du taux d'inflation. Ce ralentissement des prix est entièrement dû à celui des prix de l'énergie, dont la progression sur un an est revenue de 18,9% en janvier à 13,7% le mois dernier, avec une baisse de 1,1% sur le mois de l'indice. Les autres composantes publiées par Eurostat dans cette première estimation ont toutes accéléré. Les prix des services, notamment s'affaîssaient en hausse de 4,8% sur un an en février et ceux des biens industriels non-énergétiques progressaient de 6,8%, dans les deux cas des records historiques. Dans ces conditions, les différents « noyaux-durs » calculés par l'office européen des statistiques ont aussi accéléré, le plus étroit (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) a enregistré une hausse de 5,6% sur un an, là aussi du jamais vu.



Le taux de chômage de la zone euro est resté stable en janvier, à 6,7%. Les données de novembre et décembre ont été révisées en hausse de 0,1 point. Le point bas historique atteint en octobre, à 6,6% est ainsi resté isolé.

Par ailleurs, **les statistiques monétaires et de crédit du mois de janvier continuent à montrer l'impact de la hausse des taux d'intérêt**. La diminution de l'encours des dépôts à vue s'est poursuivie. Le recul a atteint 90Mds€ le mois dernier, portant la baisse à 300Mds en trois mois. Ils sont désormais en baisse de 0,7% sur un an. Une partie de cette somme reste toutefois dans l'agrégat monétaire M3, puisque les autres dépôts à court terme (dépôts à termes, carnets et livrets, par exemple) affichent une croissance de 15,1% sur douze mois et que l'encours des instruments monétaires de marchés ou dont la rémunération dépend des taux de marchés était en hausse de 13,3% sur les douze derniers mois. La distribution de crédits aux ménages a continué à ralentir le mois dernier (+3,4% sur un an après +3,8% en décembre). Si les flux nets de crédits à la consommation et au logement sont restés positifs en janvier, ils ont atteint un plus bas depuis mai 2019 dans ce dernier cas. Par ailleurs, les flux nets de crédit à court terme aux entreprises (de maturité inférieure à un an) sont négatifs depuis trois mois.

L'indice de sentiment économique de la zone euro, calculé par la Commission européenne, a légèrement reculé en février (- 0,1 point à 99,7), interrompant sa séquence d'amélioration. Les résultats des enquêtes auprès des ménages, dans la distribution et dans la construction, ont continué à s'améliorer. En revanche, une dégradation est signalée dans le secteur manufacturier et dans les services. Dans l'industrie manufacturière, les entreprises sondées ont augmenté leur production ces trois derniers mois, malgré une demande toujours en berne. Mais, contrairement à ce que montraient les enquêtes de l'Ifo pour l'Allemagne ou de l'INSEE pour la France, l'optimisme pour les prochains mois se tasse. Parallèlement, l'indicateur des perspectives de prix de vente, toujours positif, poursuit son recul et revient au plus bas depuis mars 2021. Il est vrai que les contraintes d'offre continuent à s'atténuer en ce début d'année (emploi et matériels/biens d'investissement), alors que l'insuffisance de demande gagne

encore en importance et que la contrainte financière sur la croissance de l'activité n'avait pas été considérée aussi importante depuis l'été 2013.

L'Union européenne et le Royaume-Uni sont parvenus à un nouvel accord concernant le protocole nord-irlandais, principal point de tensions entre Bruxelles et Londres depuis le Brexit. Lors de la sortie du Royaume-Uni du marché commun, il avait été décidé de ne pas mettre en place de frontière physique entre l'Irlande du Nord (qui appartient au Royaume-Uni) et la République d'Irlande (qui appartient à l'Union européenne) afin de protéger les accords du « Vendredi Saint » qui ont mis fin à plusieurs décennies de violence sur l'île. Jusqu'à maintenant, les contrôles douaniers se faisaient entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord, qui restait ainsi soumise au cadre du marché unique européen. Ce protocole a entraîné de nombreuses tensions entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, puisqu'il est tenu responsable de difficultés d'approvisionnement en Irlande du Nord, et menace la stabilité politique (les unionistes nord-irlandais, hostiles à cet accord, bloquent depuis plus d'un an le fonctionnement de l'exécutif local). **Le nouvel accord dévoilé la semaine dernière vise à limiter le nombre de contrôles entre la Grande-Bretagne et l'Irlande du Nord. Ainsi, une distinction sera faite entre les marchandises qui sont destinées à rester en Irlande du Nord, qui verront la procédure de contrôle amoindrie, et les marchandises qui sont destinées à être exportées en République d'Irlande, c'est-à-dire vers l'Union européenne, qui resteront toujours soumises aux mêmes procédures de contrôle.** Ce nouveau cadre devra à la fois être approuvé par les 27 pays membres de l'UE mais également par le Parlement britannique. Son approbation n'est donc pas encore certaine, puisque l'aile droite du Parti conservateur britannique pourrait s'opposer à cet accord. On note que Boris Johnson s'est déjà exprimé sur ce sujet et a jugé que les concessions faites par Bruxelles étaient insuffisantes.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Débats au sein de la BCE sur la trajectoire de politique monétaire après mars

Plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE ont livré, la semaine dernière, leur analyse de la situation économique et de l'état des tensions inflationnistes. Ils se sont ainsi exprimés sur la trajectoire de politique monétaire qu'ils jugent adaptée pour les prochains mois.

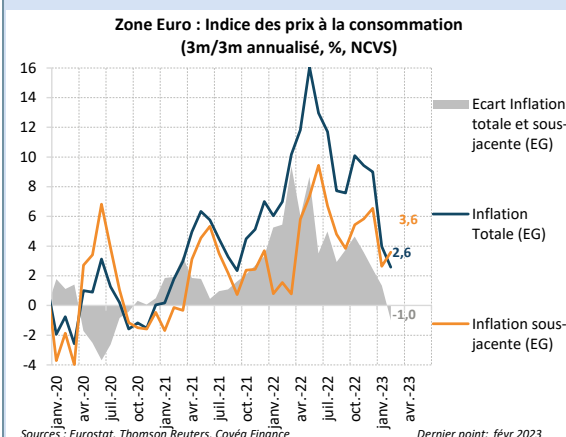
Deux points communs apparaissent dans les différents discours tenus par les banquiers centraux européens ces derniers jours. Le premier concerne l'issue de la prochaine réunion du Conseil des gouverneurs : les taux directeurs seront une nouvelle fois relevés de 50 points de base (pb), à 3,50% pour le taux principal de refinancement. Le second porte sur la nécessité dans laquelle se trouvera la banque centrale européenne de continuer à durcir sa politique monétaire dans les mois suivants.

Mais les divergences restent importantes sur l'ampleur des hausses de taux d'intérêt à attendre en mai, juin, juillet et septembre.

Le premier élément, comme a tenu à le souligner François Villeroy de Galhau -qui estimait avoir été mal compris lors d'un discours prononcé le 17 février dernier- est qu'il ne sera sans doute pas nécessaire de relever les taux directeurs lors de chacune des réunions du Conseil des gouverneurs consacrées à l'examen de la politique monétaire d'ici la fin de l'été.

Le deuxième élément porte sur le jugement que porte chacun sur les perspectives d'inflation.

Certains estiment que l'inflation reste trop élevée et que les tensions inflationnistes restent fortes. Ils jugent que, par rapport au scénario central (qui sera révisé lors de la réunion de mars du Conseil des gouverneurs), les risques sur les perspectives d'inflation sont plutôt à la hausse. Ils estiment notamment que la réouverture de l'économie chinoise devrait se traduire par un regain de tensions sur les marchés de matières premières, notamment énergétiques, alors même que la diffusion dans l'économie du pic atteint à l'automne dernier ne serait pas achevée. Ils craignent aussi une accélération plus marquée des salaires et soulignent, parfois, l'impact ambigu des politiques budgétaires de soutien aux ménages face à l'inflation. D'un côté ces dernières atténuent l'inflation à court terme, mais de l'autre, la progression de l'indice des prix redeviendra plus vive quand ces mesures seront levées. De plus, en apportant un soutien à la consommation, ces politiques contribueraient à ce que l'on passe d'une inflation provoquée par un choc d'offre à une inflation soutenue par un excès de demande, qui serait alors plus persistante. Parmi ces partisans du maintien d'une grande fermeté qui se sont exprimés récemment, on trouve -sans surprise- Joachim Nagel, le président de la Bundesbank, mais aussi de Boštjan Vasle, gouverneur de la banque centrale de Slovaquie. Christine Lagarde, ce weekend, s'est aussi rangée dans le camp des partisans d'une ligne dure au regard de l'augmentation de l'inflation sous-jacente.



D'autres, s'attachant notamment aux évolutions de court terme (évolutions sur trois mois de l'indice total des prix à la consommation, mais aussi de ses différents noyaux durs), jugent que le mouvement de diminution de l'inflation semble désormais bien entamé. Ils mettent aussi l'accent sur le récent recul des anticipations d'inflation des entreprises et des ménages, ainsi que sur les signes d'efficacité des hausses de taux directeurs depuis l'été 2022. Ils illustrent ce constat par les derniers résultats de l'enquête trimestrielle auprès des banques sur les conditions de crédit, mais aussi sur la montée des contraintes de financement dans les enquêtes auprès des entreprises. Les statistiques mensuelles de masse monétaire et de crédit leur sont aussi utiles pour leur propos. Le gouverneur de la Banque d'Italie, Mario Centeno, a ainsi appelé à la prudence pour le réglage de la politique monétaire après la réunion du Conseil des gouverneurs du mois de mars. Il considère qu'il faudra alors s'en tenir aux données publiées et à leur impact sur les perspectives d'inflation. Il estime aussi qu'il faudra prendre le temps de juger de l'impact des hausses passées des taux directeurs, qu'il juge très (voire trop) rapide, mais aussi de la baisse amorcée du portefeuille de titre.

Lors de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE consacrée à l'examen de la politique monétaire, ces débats -et au final l'incertitude sur les perspectives d'inflation mais aussi sur le niveau de taux d'intérêt nécessaire pour ramener l'inflation dans la zone euro sur une trajectoire qui assurerait qu'elle se rapproche de l'objectif de la banque centrale- avaient amené les banquiers centraux à communiquer d'une manière alambiquée. Il s'agissait d'affirmer l'engagement à lutter contre une inflation encore excessive et à faire preuve de fermeté, tout en se ménageant la possibilité d'adapter les prochaines décisions en fonction des statistiques à venir, mais aussi des nouvelles projections fournies en mars par les équipes de la BCE. Le compte-rendu de cette réunion de début février montre clairement que les débats sont multiples. Ils portent sur les perspectives d'inflation à horizon des trois prochaines années et sur le rythme envisageable de désinflation. Mais ils portent aussi sur l'atteinte, ou pas, d'une politique monétaire « neutre ».

Jean-Louis Mourier

Economiste

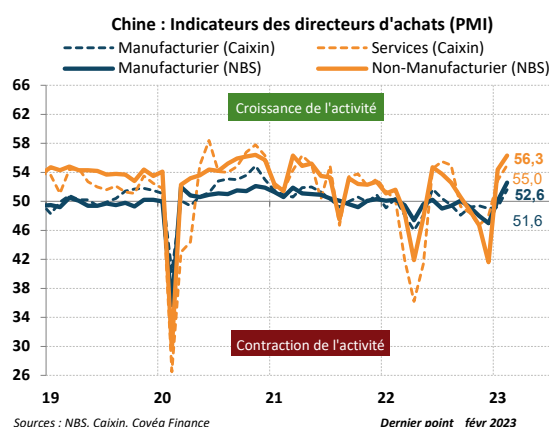


Suivi Macroéconomique

Asie

« Le redressement de l'économie chinoise s'étend à l'industrie »

A l'occasion de l'Assemblée nationale populaire, le Premier ministre Li Keqiang a dévoilé un objectif de croissance prudent pour l'année 2023. Après un objectif à 5,5% en 2022, qui n'avait pas été atteint en raison de la politique zero-covid adoptée par les autorités (la croissance s'était limitée à 3%), **le gouvernement chinois vise une croissance d'environ 5% cette année**, ce qui constitue l'objectif le plus faible depuis plus de 25 ans. Dans ces conditions, et au vu d'une activité manifestement en rebond en ce début d'année (*voir infra*), les perspectives de relance budgétaire d'ampleur sont faibles. Le budget de la défense devrait toutefois augmenter de 7,2%, sa plus forte croissance depuis 2019, pour atteindre 1555 Mds de Yuan (210 Mds€, à comparer aux 760 Mds€ des Etats-Unis). Au terme de cette session annuelle du parlement, qui dure 9 jours, le Premier Ministre sortant Li Keqiang, en poste depuis 2013 et considéré comme favorable au secteur privé, devrait être remplacé par Li Qiang, un fidèle de Xi Jinping, renforçant ainsi encore davantage le pouvoir de ce dernier.



En termes d'activité, l'économie chinoise affiche une expansion solide en février, selon l'enquête PMI du Bureau national des statistiques (NBS).

Alors qu'en janvier, le rebond de l'activité était surtout prononcé dans les services, il s'étend désormais à l'industrie. Le PMI manufacturier a en effet atteint 52,6 (après 50,1 en janvier), et rapporte donc la plus forte expansion de l'activité industrielle en plus de 10 ans. Cette progression s'est généralisée à toutes les sous-composantes de l'enquête et en particulier à la composante production qui atteint 56,7. Ce dynamisme reflète surtout les effets de l'amélioration de la situation sanitaire et du retour des travailleurs dans les usines après les congés du nouvel an lunaire. Si l'industrie devrait continuer de bénéficier de la normalisation de l'activité et du soutien des politiques économiques, elle pourrait pâtir de la modération de la demande internationale. Hors industrie, l'activité reste également très bien orientée comme l'illustre le dynamisme du PMI non-manufacturier qui atteint 56,3, après déjà 54,4 en janvier. Les services continuent de bénéficier de la réouverture de l'économie avec un PMI à 55,6 (54 en janvier). Des signaux positifs sont également visibles au niveau de la construction, qui bénéficie également de la fin des congés du nouvel an lunaire ainsi que des investissements publics dans les infrastructures et des larges soutiens au secteur de l'immobilier. Selon la presse d'Etat, les autorités locales auraient déjà émis environ 120 Mds\$ d'obligations spéciales, qui sont des fonds largement destinés aux investissements en infrastructures, sur les deux premiers mois de l'année.

Au Japon, l'industrie reste en difficulté. La production industrielle a reculé de 4,6% en glissement mensuel en janvier 2023, après un deuxième semestre 2022 en demi-teinte. Sur 12 mois, l'industrie japonaise est en contraction de 3,1%.

Outre la modération de la demande internationale, le recul particulièrement prononcé de l'industrie en janvier s'explique probablement par les effets du nouvel an lunaire qui a limité les interactions économiques avec la Chine comme l'illustraient déjà les données de commerce. Ce déclin de l'industrie japonaise a été largement généralisé au niveau des différents secteurs mais ce sont les productions de machines et d'automobiles qui ont marqué les plus fortes baisses, avec respectivement -13,5% et -10,1% en glissement mensuel. Le secteur de l'automobile reste en effet affecté par d'importantes contraintes d'offre.

La demande japonaise reste toutefois bien orientée. La croissance nominale des ventes au détail a atteint 1,9% en glissement mensuel en janvier, après une hausse de déjà 1,1% en décembre 2022. Si cette expansion est à nuancer quelque peu par les effets de l'inflation, la consommation japonaise affiche néanmoins une reprise solide, particulièrement visible au niveau des biens durables. En effet, les ventes d'automobiles et d'appareils ménagers ont été très dynamiques, en hausse de respectivement 8,1% et 5,6% en glissement mensuel en janvier. Cette progression peut en partie refléter le niveau très élevé des primes annuelles perçues par les travailleurs japonais en novembre et décembre.

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.