

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

13 mars 2023

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## La fin du Libéralisme ?

Nous consacrons ce PEF structurel 2023 au thème « de la fin du multilatéralisme à la fin du libéralisme » en forme d'interrogation. Un thème qui se trouve dans le prolongement de notre diagnostic, il y a quelques années, du retour du Politique. Un thème du renouveau de la place de l'Etat dans la sphère économique qui se trouve naturellement renforcé par l'escalade dans le conflit armé en Ukraine. Ce dernier épisode rassemble au-delà de la question évidente de souveraineté militaire, de nombreux aspects de la nouvelle configuration du monde et de la confrontation entre les Etats-Unis et la Chine. La séquence qui s'est ouverte avec la crise pandémique et qui s'est poursuivie par l'offensive russe en Ukraine a été un révélateur, l'occasion d'une prise de conscience des dépendances stratégiques mondiales (énergie, santé, alimentaire, technologie) et des limites de la mondialisation, matérialisées par des chaînes de valeur extrêmement fragmentées. Une situation qui a conduit les Etats à se poser la question de leurs souverainetés. Pour les reconstruire, chacune des zones fait des choix stratégiques aux conséquences multiples, dont un certain repli économique sur son territoire est le dénominateur commun. Aux Etats-Unis, l'IRA et le Chips Act ont pour but une relocalisation des facteurs de production de secteurs vitaux (énergie, semiconducteurs avancés, matériaux critiques, véhicules électriques). La formation est un élément central de ce plan, ce qui lui donne tout son sens sur le long terme. Pour l'Union Européenne, le choix d'une recherche de leadership en matière de transition énergétique est un marqueur de son action. Avec les ambitions affichées dans sa construction, elle souffre quant à elle, d'une complexité institutionnelle qui lui est propre et un indéniable handicap de vitesse d'exécution. En Chine enfin, la stratégie affichée allie indépendance vis-à-vis de l'approvisionnement extérieur et des débouchés étrangers, avec une volonté affirmée de devenir la première puissance mondiale. Une ambition déjà source de crispations.

De leur côté, les actions des Banques Centrales ont dans leur grande majorité été dans le même sens : une hausse généralisée des taux directeurs pour combattre l'inflation. Pour la FED et la BCE, cela s'accompagne d'une sortie de leurs politiques non conventionnelles par la réduction de leur bilan et l'arrêt progressif des achats d'actifs. Or, augmenter les taux directeurs de façon à porter les taux réels en territoire positif pourrait représenter une menace sur la stabilité financière. Dans le même temps, comme sera évoqué dans notre deuxième partie, les Etats accentuent leurs dépenses, avec une aggravation de leur déficit budgétaire. Se pose donc la question de la capacité des investisseurs, qu'ils soient américains ou européens, à absorber ces dettes supplémentaires. Par ailleurs, les conditions d'octroi de crédit se durcissent. Tout cela milite pour la poursuite d'une pression haussière sur les taux et sur le marché du crédit renchérissant les conditions de financement de l'économie. Et la modération temporaire des prix de l'énergie n'empêchera pas un équilibre plus inflationniste sur le long terme. Car l'accumulation de facteurs structurels sous-tend ce postulat: les effets désinflationnistes de la mondialisation s'amenuisent d'une part (délocalisation pour recherche d'efficience de coûts de production; accès facile aux matières premières abondantes et peu coûteuses, notamment énergétiques) et les effets inflationnistes d'un monde plus conflictuel se diffusent d'autre part. De plus, ces changements en cours se superposent à un impératif de décarbonation de l'économie qui, à demande constante, est inflationniste. Dans ce contexte, les Etats ont confirmé leur volonté de reprise en main de l'économie avec des approches ambitieuses. Les Banques Centrales se retrouvent face à des dilemmes fondamentaux : lutter sans compromis contre l'inflation en poursuivant le durcissement de leur politique monétaire et leur remontée de taux directeurs ? Privilégier la stabilité financière et la soutenabilité de l'endettement public en modérant leur action et en tolérant une inflation plus élevée que par le passé ? Maintenir des conditions de financement souples pour accompagner les programmes de soutien public en lien avec le rapatriement d'activités stratégiques et l'accompagnement de la transition énergétique et écologique ?

Le durcissement des relations internationales entre les grandes puissances économiques mondiales a confirmé l'atteinte de la limite du multilatéralisme économique et diplomatique tel qu'il existe. La prise de conscience à la fois des pertes de souverainetés et des dépendances stratégiques induites marque le retour des Etats dans la conduite de l'économie. Est-ce l'amorce d'un tournant du Libéralisme dans sa forme actuelle ?

**Francis Jaisson**

Directeur général délégué en charge des gestions



### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

#### Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur les marchés obligataires, la semaine se partage en 2 grandes phases. Une relative stabilité des taux souverains est observée jusqu'à la clôture européenne de jeudi malgré les publications de données économiques et les réunions de politiques monétaires des banques centrales australienne et canadienne. L'annonce jeudi soir des difficultés rencontrées par la banque Silicon Valley Bank et la faillite de Silvergate entraîne les taux souverains à la baisse. Sur la référence à 10 ans, le mouvement est de 20 pbs\* en Europe, de 25 pbs aux Etats-Unis et de 10 pbs au Japon. Homogène sur l'ensemble de la courbe de taux aux Etats-Unis, il provoque un aplatissement sur des courbes des pays d'Europe du Sud et une accélération de l'inversion des courbes pour la France et l'Allemagne, respectivement à -24 pbs et -60 pbs.

Sur le marché du crédit européen, les primes de risque s'écartent essentiellement sur la journée de vendredi, de 5 pbs pour la catégorie Investissement et 29 pbs sur le Haut rendement, plaçant le taux de rendement respectivement à 4.42% et 7.65%. Sur le marché primaire, les émissions crédit ont atteint 26 Mds€ sur la catégorie Investissement et 1 Md€ sur le haut rendement. Enfin, le CDS\* des Etats-Unis est revenu sur un niveau de 80 pbs en début de semaine à la suite des annonces sur le projet de budget américain et en pleine négociation sur le relèvement du plafond de la dette. Depuis jeudi, la hausse s'accélère pour atteindre 90 pbs vendredi soir.

### Le Focus de la semaine : La Banque centrale du Japon (BoJ) : une passation en douceur

La réunion de politique monétaire de la BoJ s'est tenue cette semaine, avec une particularité : la présence de son futur gouverneur (en avril), Kazuo Ueda, désigné mi-février, aux côtés de Haruhiko Kuroda. Il ne figurait pourtant pas parmi les favoris. Son parcours professionnel contraste avec ses prédécesseurs, tous ayant fait carrière soit au ministère des Finance soit à la BoJ. M Ueda est, quant à lui, professeur d'Université et a été membre du conseil de la politique monétaire de la banque centrale de 1998 à 2005. Lors de ses auditions devant le Parlement, Kazuo Ueda s'est placé dans la continuité de son prédécesseur, jugeant que la politique de la BoJ était appropriée pour l'instant tout en soulignant les effets pervers de cette politique.

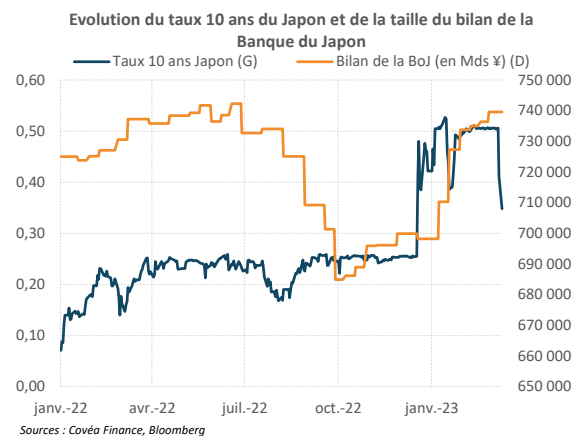
Pour la dernière réunion de Haruhiko Huroda, la BoJ a opté pour le statu quo à l'unanimité. Cela signifie concrètement :

- Le maintien du taux directeur à -0.1%,
- L'application du contrôle de la courbe de taux sur la référence du taux souverain à 10 ans, avec une bande de fluctuation de 50 pbs autour de 0%.
- Le maintien des achats d'obligations d'Etat japonaises pour un montant illimité lorsque le taux à 10 ans excède la borne haute de la bande de fluctuation autorisée.
- La poursuite des achats de fonds indiciaires (ETF) et dans les sociétés japonaises d'investissement en immobilier coté (REITs) pour un montant maximum respectif de 12 trilliards Yen et 180 Mds Yen.
- Le maintien d'un montant de titres monétaires autour de 2 trilliards Yen. La BoJ achètera en complément des obligations d'entreprises pour conserver un stock d'environ 3 trilliards Yen.

Les acteurs de marché n'excluaient pas un potentiel ajustement de la politique monétaire dès cette réunion. En effet, depuis le 13 février, le taux à 10 ans japonais frôle avec la limite haute de la borne de fluctuation définie par la BoJ. Compte tenu des décisions, les acteurs de marché ajustent leur positionnement, entraînant une baisse de taux de 10 pbs sur cette référence. Sur le marché des devises, depuis une dizaine de jours, les parités Euro/Yen et Dollar/Yen fluctuent autour des niveaux actuels, respectivement 144.40 et 136.40. Pour l'heure, cette décision de politique monétaire n'entraîne pas d'ajustements majeurs sur la devise.

\*pbs = points de base

\*CDS (Credit Swap Default) = contrat de protection contre le risque de défaut d'un émetteur.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	10/03/23	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
<b>Taux directeurs</b>											
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 →		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	3,70	3,95	4,09	3,87	1,99	-25 ↓	-39 ↓	-18 ↓	171 ↑	-89 ↑	1 ↑
Allemagne	2,51	2,72	2,17	2,57	0,27	-21 ↓	34 ↑	-6 ↓	223 ↑	-57 ↓	-4 ↑
France	3,01	3,20	2,69	3,12	0,75	-19 ↓	33 ↑	-10 ↓	226 ↑	-20 ↓	24 ↑
Italie	4,32	4,53	4,29	4,72	1,90	-21 ↓	3 ↑	-40 ↓	242 ↑	74 ↓	16 ↑
Royaume-Uni	3,64	3,85	3,46	3,67	1,52	-21 ↓	18 ↑	-3 ↓	212 ↑	1 ↓	37 ↑
Japon	0,41	0,51	0,25	0,42	0,19	-10 ↓	16 ↑	-1 ↓	22 ↑	44 ↓	99 ↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	82,4	76,4	107,2	90,6	80,4	6,0 ↑	-24,8 ↓	-8,2 ↓	2,0 ↑		
Indice Itraxx Crossover	426,3	397,0	523,1	474,1	387,4	29,3 ↑	-96,8 ↓	-47,8 ↓	38,9 ↑		

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

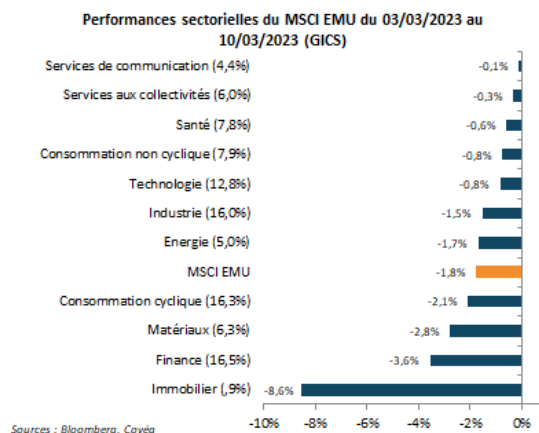
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) a baissé de 1,8% pénalisé surtout en fin de semaine par la forte baisse des valeurs bancaires après l'annonce des difficultés de l'américain SVB. Les investisseurs craignent que cette banque ne soit pas la seule en difficulté dans une période de forte hausse des taux de la Réserve Fédérale américaine.

En termes d'évolution sectorielle, le secteur de la finance affiche donc un recul de 3,6% dans ce contexte, seulement devancé par celui de l'immobilier qui enregistre la plus forte baisse (-8,6%) sur la semaine. La décision de Leg Immobilien (-17,3%) de faire une pause dans le versement de son dividende a fortement pénalisé le secteur. A l'inverse, ce sont les segments les moins sensibles à l'évolution de la croissance économique qui surperforment dans cet environnement d'aversion au risque, les services de communication ne baissent que de -0,1% et les services aux collectivités de -0,3%.



### Le Focus de la semaine : Les efforts d'adaptation des sociétés européennes

Les publications de résultats des entreprises européennes sur l'année 2022 témoignent dans une certaine mesure de la capacité d'adaptation que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières. En effet, à la lecture des résultats publiés, les entreprises ont souvent réussi à répercuter les hausses des coûts des intrants (matières premières, logistique notamment) à leurs clients, permettant aux chiffres d'affaires de progresser d'autant plus grâce à l'effet prix enregistré. A titre d'exemple, en France, toutes les sociétés du CAC 40 ont vu leur chiffre d'affaires augmenter, ce qui n'était jamais arrivé. Les résultats progressent également et certaines sociétés ont même réussi à augmenter leur marge. Pourtant en septembre, le risque de pénurie de gaz faisait craindre des scénarios catastrophes de fermetures d'usines. Les efforts d'adaptation des industriels leur ont permis de traverser ces mois en limitant l'impact de l'inflation sur le taux de marge. Une situation qui reste sans comparaison avec le choc vu dans les années 1970 durant lesquelles l'indexation des salaires à l'inflation avait lourdement pesé sur les marges et entretenu la spirale inflationniste.

L'énergie, le luxe, la défense et la finance affichent les meilleures progressions de résultats. La capacité des sociétés à augmenter les prix a été favorisée par la montée en gamme des produits et des services et le recentrage sur les activités les plus « margées » et en cédant celles en difficulté.

Typiquement, le groupe Saint-Gobain qui a mis en place une nouvelle stratégie en 2018 en se recentrant sur les activités les plus rentables a pu répercuter à ses clients la hausse de 3 milliards € des coûts liés à l'énergie et aux matières premières en augmentant ses prix de +14,6%, permettant de faire passer la marge de 10,2% à 10,4%.

Enfin concernant les perspectives, à ce stade les discours de entreprises laissent percevoir une certaine confiance. Les industriels font notamment état d'une bonne orientation des carnets de commande et d'une amélioration des difficultés d'approvisionnement. Nous serons pourtant attentifs à la moindre inflexion étant donné le manque de visibilité de l'environnement dans lequel elles évoluent aujourd'hui.

**Thomas Thirouin**

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	10/03/23	J-7	09/11/22	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/22	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	146	148	130	132	130	-1,8	↓	12,2	↑	10,5	↑	11,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	975	1 004	898	907	928	-2,9	↓	8,5	↑	7,5	↑	5,0	↑
MSCI EMU Small Cap	410	418	343	370	413	-1,9	↓	19,4	↑	10,7	↑	-0,7	↓
MSCI Europe	152	156	141	143	143	-2,2	↓	7,9	↑	6,8	↑	6,6	↑
France CAC40	7 221	7 348	6 431	6 474	6 207	-1,7	↓	12,3	↑	11,5	↑	16,3	↑
Allemagne DAX30	6 288	6 350	5 589	5 693	5 660	-1,0	↓	12,5	↑	10,5	↑	11,1	↑
Italie MIB	27 282	27 825	23 780	23 856	22 887	-2,0	↓	14,7	↑	14,4	↑	19,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 748	7 947	7 296	7 452	7 099	-2,5	↓	6,2	↑	4,0	↑	9,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 762	9 000	8 280	8 417	8 460	-2,6	↓	5,8	↑	4,1	↑	3,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

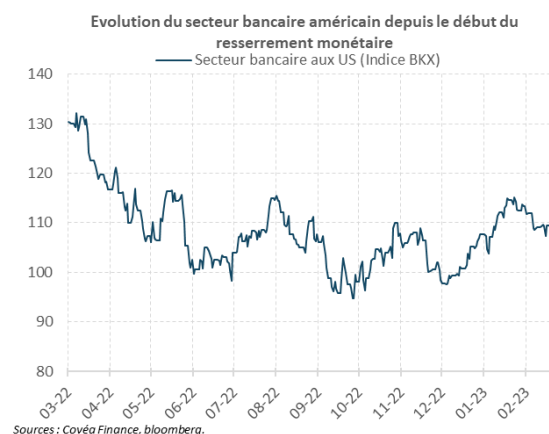
**En Asie**, les marchés chinois ont pâti de la baisse des plateformes internet (en lien avec la publication décevante de JD.com et la mise en place d'un nouveau bureau chargé de coordonner la gestion des données) et du secteur automobile (baisse des prix des véhicules). A l'inverse, le statu quo de la politique monétaire annoncée par la Banque centrale japonaise a permis au Japon de finir la semaine en très légère hausse. Les tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et la Chine continuent d'être vives. Ainsi, le ministre chinois des affaires étrangères, Qin Gang, a averti Washington que l'ingérence dans l'avenir de Taiwan était la "première ligne rouge" à ne pas franchir dans les relations sino-américaines. Dans ce contexte, la présidente de Taiwan a convaincu le président de la chambre des représentants des États-Unis de se réunir en Californie plutôt qu'à Taipei afin d'éviter une réponse agressive de Pékin. Par ailleurs, la Chine va mettre en place un nouvel organisme de régulation financière, en remplacement de l'actuel autorité de surveillance des banques et des assurances.

**Aux Etats-Unis**, les marchés étaient en forte baisse, emportés par le secteur bancaire qui subit de très importants dégagements à la suite de la faillite de SVB Financial (sujet de l'édito ci-dessous). La pression n'a fait que s'accroître au fil des jours, puisqu'en milieu de semaine les marchés étaient déjà très mal orientés après le discours de Jérôme Powell au congrès qui laissait présager un nouveau durcissement de la politique monétaire dans un contexte d'inflation qui semble difficile à juguler. Au final, aucun secteur n'a résisté à la pression baissière.

### Le Focus de la semaine : Les conséquences de la hausse des taux sur les bilans bancaires

Confrontés à la chute des dépôts et à la remontée des taux courts, les bilans de certaines institutions bancaires sont sous forte pression. Le 8 mars, Silvergate Capital (cf nos précédents éditos) a officialisé la liquidation ordonnée de sa filiale bancaire Silvergate Bank, avec l'objectif de restituer l'intégralité de ses dépôts à ses clients. Cette semaine, la banque californienne SVB Financial (financement de sociétés innovantes) a été contrainte de fermer et a été mise sous la tutelle de la FDIC (autorité de gestion de la garantie des dépôts bancaires). C'est la deuxième plus importante faillite de l'histoire bancaire américaine, la banque affichant un total de bilan légèrement supérieur à \$200 milliards (\$170 milliards de dépôts et 70 milliards de prêts). Dans la semaine, la banque avait annoncé une restructuration de son bilan, accompagnée d'une augmentation de capital. La restructuration de son bilan était liée à l'impact de la hausse des taux, tant sur ses actifs (ses placements obligataires) que sur son passif (son financement, notamment les dépôts de ses clients). D'un côté, la hausse des taux courts (et les perspectives d'un maintien des taux courts élevés pendant une période longue) a entraîné une dévalorisation sensible de son portefeuille d'emprunts d'état américains. De l'autre, les dépôts étaient en baisse depuis quelques trimestres (les clients puisant dans leur trésorerie pour financer leur activité quotidienne) et plus coûteux. L'annonce d'une augmentation de capital pour accompagner la restructuration de bilan (dont le but était de positionner la banque plus avantageusement dans l'environnement de taux actuel) a créé un choc de défiance terrible. Plusieurs sociétés - conseils - des clients de SVB Financial ont recommandé de retirer leurs dépôts de la banque (entraînant 42 milliards de demandes de retraits dans la seule journée de jeudi), précipitant la banque dans une crise de liquidité qui n'en était pas une au départ.

La chute de ces deux banques (à laquelle c'est ajouté celle de Signature Bank au cours du week-end) ont deux caractéristiques communes fortes : la concentration des dépôts au passif (en cryptomonnaie pour l'une et auprès d'un écosystème de sociétés innovantes et de private equity pour l'autre) et le risque de durée (les banques détenaient des actifs dits de « haute qualité » au sens du régulateur, à savoir des emprunts d'Etats très liquides et peu consommateurs de fonds propres, mais qui n'empêche pas le risque de devoir les céder à pertes dans un contexte de hausse de taux et de besoin urgent de liquidité).



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	10/03/23	J-7	09/11/2022	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	09/11/2022	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2022	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 862	4 046	3 749	3 840	4 204	-4,5 ↓	3,0 ↑	0,6 ↑	-8,2 ↓	-4,6 ↓	-3,1 ↓	1,2 ↑	-5,8 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	31 910	33 391	32 514	33 147	32 944	-4,4 ↓	-1,9 ↓	-3,7 ↓	-3,1 ↓	-4,5 ↓	-7,7 ↓	-3,2 ↓	-0,7 ↓
Etats-Unis - Nasdaq	11 139	11 689	10 353	10 466	12 844	-4,7 ↓	7,6 ↑	6,4 ↑	-13,3 ↓	-4,8 ↓	1,2 ↑	7,0 ↑	-11,1 ↓
Japon Nikkei 300	425	422	411	401	386	0,5 ↑	3,3 ↑	5,9 ↑	10,0 ↑	1,2 ↑	5,4 ↑	3,5 ↑	-2,0 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 395	2 432	2 424	2 280	2 661	-1,5 ↓	-1,2 ↓	5,0 ↑	-10,0 ↓	-3,2 ↓	-3,4 ↓	0,2 ↑	-13,3 ↓
Chine - Shanghai	3 230	3 328	3 048	3 089	3 310	-3,0 ↓	6,0 ↑	4,6 ↑	-2,4 ↓	-3,3 ↓	4,7 ↑	4,6 ↑	-7,9 ↓
Hong Kong Hang Seng	19 320	20 568	16 359	19 781	20 554	-6,1 ↓	18,1 ↑	-2,3 ↓	-6,0 ↓	-6,1 ↓	11,2 ↑	-2,3 ↓	-3,8 ↓
Marchés Emergents - MSCI	955	988	900	956	1 086	-3,3 ↓	6,1 ↑	-0,1 ↓	-12,0 ↓	-3,4 ↓	-0,2 ↓	0,5 ↑	-9,8 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Le destin du marché de l'électronique grand public lié à celui des semi conducteurs

L'électronique grand public désigne les équipements électroniques destinés à un usage quotidien, généralement chez les particuliers. **Une segmentation de ce marché distingue les produits « blancs »** destinés aux tâches ménagères (*les machines à laver, les réfrigérateurs, etc.*), **les produits « bruns »** qui correspondent aux télévisions et autres produits audio et **les produits « gris »** comprenant les produits informatiques et multimédia (*les smartphones, les ordinateurs, les tablettes numériques, les périphériques, etc.*). **Cette segmentation est en constante évolution, l'électronique envahissant tous les secteurs de produits.** En effet, de nombreux produits sont devenus électroniques avec les produits liés à la maison intelligente (*éclairage intelligent, aspirateur robot, etc.*), les vélos électriques et autres appareils (*les montres intelligentes, les drones*).

L'électronique grand public représentait un marché mondial de plus de 1 000 Md\$ en 2022, enregistrant un taux de croissance d'environ 2,5% par an entre 2015 et 2022. La téléphonie, qui comprend les smartphones, représentait près de la moitié de ce marché, suivie de l'informatique, la télévision, les équipements de jeux vidéo, les périphériques et les drones. Cette croissance a été tirée **par l'adoption des appareils intelligents** (*smartphones, montres intelligentes, télévisions connectées, etc.*), **le divertissement à domicile** (*barres de son, consoles de jeux vidéo, etc.*), **l'adoption croissante des technologies sans fil** (*par exemple, l'usage d'écouteurs et de haut-parleurs fonctionnant avec Bluetooth ou la Wi-Fi*), **l'innovation et la différenciation des produits** avec le développement de nouvelles technologies comme les écrans pliables, la connectivité 5G et la réalité augmentée.

**Les expéditions mondiales de smartphones ont chuté de 19% en glissement annuel à 296 millions d'unités au quatrième trimestre 2022.** Il s'agit du sixième trimestre consécutif de baisse annuelle des volumes. Cette baisse s'explique par des perturbations liées à la pandémie de COVID-19 dans les chaînes de distribution, des ajustements dans les niveaux de stocks et la baisse du pouvoir d'achat des consommateurs en raison de l'inflation et de la hausse des prix.

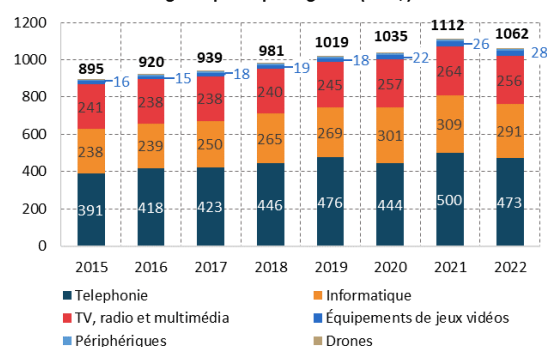
En ce qui concerne les ordinateurs personnels (PC), les expéditions mondiales s'établissaient à 65,3 millions unités au quatrième trimestre 2022, soit une baisse de 28,5 % par rapport au quatrième trimestre de 2021 d'après *Gartner Inc.* (*entreprise américaine de conseil et de recherche dans le domaine des techniques avancées*). Il s'agit de la plus forte baisse trimestrielle d'expéditions depuis que *Gartner* a commencé à suivre le marché des PC dans le milieu des années 1990. Cette baisse s'explique une fois de plus par la diminution du pouvoir d'achat des consommateurs (inflation et hausse des taux d'intérêt), et le fait que les expéditions avaient atteint **des niveaux records en 2021 avec le renouvellement du matériel informatique lié à l'essor du télétravail**. De plus, le marché des PC professionnels s'est également retrouvé impacté par le ralentissement de l'économie au quatrième trimestre de 2022. En effet, **les entreprises ont prolongé les cycles de vie des PC et retardé leurs achats**, rendant peu probable un retour à la croissance avant 2024.

Enfin du côté des téléviseurs, les expéditions d'écrans LCD étaient en baisse de 1,9% en quatrième trimestre 2022 et de 24,5 % en janvier 2023 d'après *l'International Data Corporation* (*société spécialisée dans les études de marché pour les marchés des technologies de l'information, des télécommunications et des technologies grand public*). Cette baisse s'expliquerait par les difficultés logistiques rencontrées par la Chine, toujours affectée par la pandémie et pénalisée par sa politique zéro Covid au dernier trimestre 2022, et qui représentait environ 65 % des expéditions d'écrans LCD en 2022.

En perspective, au cours des cinq prochaines années, le développement des infrastructures de télécommunications, la croissance de la technologie 5G, l'intelligence artificielle et l'augmentation du revenu disponible devraient contribuer à la croissance du marché des smartphones.

**La croissance du secteur de l'électronique grand public dépendra aussi de l'industrie des semi-conducteurs.** Les semi-conducteurs sont présents dans les smartphones, les ordinateurs, les consoles de jeux vidéo, les téléviseurs, les machines à laver, les aspirateurs robots, etc. À court terme, le marché des semi-conducteurs devrait chuter de 618 Md\$ en 2022 à 581 Md\$ en 2023, soit une baisse de 6 % selon *TechInsights*, le ralentissement de la demande ayant commencé au troisième trimestre 2022. Sur le plus long-terme, ce marché devrait croître pour atteindre environ 1300 Md\$ à horizon 2032, le double de sa taille en 2022, l'électronique grand public étant l'un des moteurs de ce développement. Un enjeu important sera la construction de la capacité de production de semi-conducteurs nécessaire pour répondre à la demande.

Répartition du marché de l'électronique grand public par segment (Mds\$)



Source: Statista, Covéa Finance.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le dilemme de la Réserve fédérale entre lutte contre l'inflation et stabilité financière »

Lors de son audition semestrielle au Congrès, le **Président de la Réserve fédérale Jerome Powell a évoqué le regain de vigueur des données économiques et estimé que davantage de resserrement monétaire sera nécessaire.** Au-delà du taux terminal qui devrait être plus élevé, M. Powell a soulevé la possibilité d'accélérer le rythme de hausse « si la totalité des données devait indiquer qu'un resserrement plus rapide est justifié ». S'il a précisé que rien n'est encore tranché et que la décision sera fonction des données, ces déclarations intervenues en milieu de semaine signalent qu'une hausse de taux de 50 points de base (bp), après celle de 25 points de base en février, sera discutée lors de la réunion des 21 et 22 mars.

Etats-Unis : Salaire Horaire (GA%, valeur, CVS)



Sources : Covéa Finance, Refinitiv Eikon, BLS

Dernier point : févr 23

**C'est dans ce contexte que le rapport d'emploi du Bureau des Statistiques du travail (BLS) a fait part d'embauches toujours solides en février. L'économie américaine a créé 311 000 postes sur le mois, un rythme soutenu, bien qu'en décélération après la hausse exceptionnelle enregistrée en janvier (511 000 finalement révisée à 504 000).** Les secteurs les plus dynamiques ont été une nouvelle fois les loisirs et hôtellerie (105 000) et la santé (63 000). Le commerce de détail ajoute 50 000 postes, et la construction résiste à l'affaiblissement du secteur résidentiel avec 24 000 nouveaux postes. Du côté des dégradations, le secteur manufacturier détruit des postes pour la première fois depuis avril 2021 (-4000) et le secteur de l'information et technologie enregistre un 3<sup>ème</sup> mois consécutif de déclin (-25 000). **En dépit de la vigueur des embauches, la dynamique des salaires a quelque peu ralenti.** Le salaire horaire moyen progresse de 0,2% en glissement mensuel, après 0,3% en janvier et 0,4% en décembre. **Sur un an, la croissance des salaires reste toutefois élevée à 4,6%, un rythme qui continue d'alimenter la boucle prix-salaire.** Concernant le nombre d'heures travaillées par semaine, l'estimation de janvier qui avait surpris à la hausse a finalement été révisée en baisse (34,6 heures au lieu de 34,7 heures) et l'estimation de février fait part d'un nouveau recul à 34,5 heures, ce qui offre une vision plus normalisée de la durée du travail hebdomadaire et suggère une tension moindre. Par ailleurs le taux de chômage a progressé à 3,6% après 3,4% en janvier, sous l'effet d'une progression du taux de participation à la population active qui se redresse à 62,5%, au plus haut depuis la pandémie. Avec d'un côté le maintien du dynamisme des embauches et de l'autre des signaux plus modérés sur les pressions salariales, **ce rapport d'emploi est contrasté et laisse ouvert le débat au sein de la Réserve fédérale quant à une hausse de 25 ou 50 bp lors de la prochaine réunion de politique monétaire. Outre la prochaine publication de l'inflation le 14**

**mars, les banquiers centraux devront également prendre en compte l'impact du resserrement monétaire sur la stabilité financière.** Les difficultés qui touchent le secteur bancaire, avec les faillites des banques Silicon Valley Bank (SVB) et Signature Bank en fin de semaine, confrontées à la hausse des taux d'intérêt, pourraient en effet freiner le comité de politique monétaire dans sa volonté d'accélérer le resserrement. Face au risque de contagion, le Trésor américain, la Réserve fédérale et la FDIC (agence garantissant les dépôts bancaires) ont déclaré ce weekend que les banques SVB et Signature Bank représentent un risque systémique pour le système financier, ce qui permet de garantir l'intégralité des montants déposés auprès de ces institutions, soit au-delà du seuil normalement protégé par la FDIC de 250 000\$. L'objectif de cette décision est d'endiguer les retraits massifs de dépôts qui ont touché ces institutions bancaires en fin de semaine. Par ailleurs la Réserve fédérale a mis en place un nouveau dispositif de prêts, le *Bank Term Funding Program*, visant à faciliter l'obtention de liquidité pour les banques. Celles-ci auront ainsi accès à des prêts pouvant aller jusqu'à un an, en échange de l'apport en collatéral de titres du Trésor américain, de titres adossés à des créances hypothécaires garantis par les agences fédérales (MBS) et quelques autres titres qualifiés. Le collatéral sera considéré à sa valeur nominale et non à sa valeur de marché, ce qui permettra aux banques détenant des titres dont la valeur de marché a chuté à la suite de la remontée des taux, d'obtenir des liquidités sans vendre à un prix décoté ces actifs.

**Le rapport JOLTS de janvier sur les offres d'emploi, les démissions et les licenciements suggère une légère détente sur le marché du travail, mais à un rythme très lent.** Les offres d'emploi non pourvues ont diminué en janvier et s'établissent à 10,8 millions, soit une baisse d'environ 400 000 par rapport au niveau de décembre. Les estimations de décembre et novembre ont été révisées en hausse à hauteur de 306 000 et 220 000 respectivement, le niveau reste donc très élevé et supérieur à ce qui avait été relevé les mois précédents. Par ailleurs les démissions ont légèrement reculé, et les licenciements ont progressé sur le mois.

**L'administration Biden a présenté cette semaine sa demande de budget pour l'année fiscale 2024 (1<sup>er</sup> octobre 2023-30 septembre 2024).** Ce document qui dresse les priorités du gouvernement, lance formellement le processus d'élaboration du budget et n'engage pas le Congrès qui est libre de s'en éloigner. La Maison-Blanche demande au Congrès d'approuver un budget de 6900 Mds\$ de dépenses, après 6400 Mds\$ prévus pour l'année 2023. Les dépenses discrétionnaires (hors dépenses obligatoires telles que les dépenses sociales, la santé...) atteindraient 1700 Mds (+4,8% par rapport à l'année fiscale 2023), dont 885 Mds\$ pour la défense (+3,3%) et 809 Mds\$ pour les dépenses non militaires (+6,5%). L'administration Biden compte réduire le déficit à terme via la hausse de l'impôt sur les sociétés (de 21% à 28%) et sur les ménages à haut revenu (39,6% pour la dernière tranche). Cette proposition de budget a d'ores et déjà été vivement critiquée par le camp républicain qui détient la majorité à la Chambre des Représentants.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Économique



# Suivi Macroéconomique

## Europe

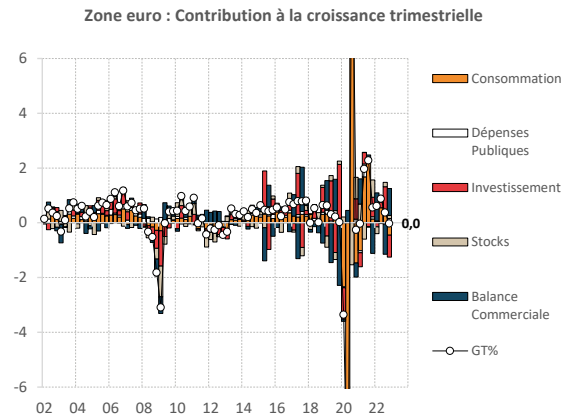
« L'activité a stagné dans la zone euro fin 2022 »

**En Zone Euro, après les révisions à la baisse intervenues en Allemagne et en Irlande, le PIB du quatrième trimestre 2022 a été à son tour révisé :** il a stagné (+ 0,1% précédemment estimé). En baisse de 0,9% par rapport au trimestre précédent, la consommation des ménages a pesé pour 0,4 point sur la croissance. L'investissement fixe, de son côté, a chuté de 3,6%, retirant 0,8 point à la croissance trimestrielle du PIB. L'impact de ce fort recul de la demande domestique finale privée a été compensé par la baisse de 1,9% des importations, ainsi que par des contributions positives des variations de stocks et des dépenses de consommation des administrations publiques. En glissement sur un an, le PIB de la zone euro a crû de 1,8%, avec des contributions positives de toutes les composantes de la demande : +0,6

point pour la consommation des ménages, +0,1 point pour la consommation publique et pour la FBCF, +0,2 point pour les stocks et + 0,8 pour les échanges extérieurs nets grâce à une augmentation des exportations (+5,0%) plus forte que celle des importations (+3,5%). Comme au trimestre précédent, l'emploi a progressé de 0,3% en séquentiel dans la zone euro au quatrième trimestre. Mesurée sur un an, la croissance de l'emploi se tasse toutefois nettement : +1,5% après +2,2% au troisième trimestre. Au total, 585 000 emplois ont été créés dans la zone euro au quatrième trimestre 2022, portant le total à 2,471 millions sur l'ensemble de l'année dernière. En partie pour pallier leurs difficultés de recrutement, les entreprises ont augmenté le temps de travail de leurs salariés l'année dernière.

**Dans la zone euro, les ventes au détail en volume ont progressé de 0,3% en janvier par rapport au mois précédent,** après un recul de 1,7% en décembre. Par rapport à janvier 2022, les ventes au détail étaient en baisse de 2,3%, après -2,8% sur un an en décembre. Seules les ventes des stations-services étaient en hausse sur douze mois en janvier (+5,4%), alors que les ventes de produits alimentaires reculaient de 5,0% et que celles des autres produits baissaient de 1,0% (dont -10,1% par correspondance).

**En Allemagne, les commandes manufacturières, en volume, ont progressé de 1,0% en janvier (+3,4% en décembre), mais elles restent en baisse de 10,9% sur un an (-9,9% le mois précédent).** La progression mensuelle a été tirée par la demande étrangère (+5,5%, malgré une baisse de 2,9% des commandes en provenance des partenaires de la zone euro), alors que les commandes domestiques ont chuté de 5,3% par rapport au mois précédent. **La production industrielle totale a rebondi de 3,5% en séquentiel en janvier,** après avoir chuté de 2,4% en décembre. Elle reste toutefois en baisse de 1,6% sur un an. Hors énergie et construction la hausse mensuelle est de 1,9%, tirée par la fabrication d'équipements électroniques (+7,1% sur le mois) et par le secteur chimique (+9,8%). En revanche, la production de véhicules à moteur a chuté de 5,2% et celle du secteur pharmaceutique de 12,9%. Après sa chute de 5,6% en



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-2,4	-2,7	5,1	0,8
	PIB	Vol, CVS, GA%	T4 22	1,8	2,4	5,3	3,5
AL	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-6,9	-5,5	0,6	-0,5
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-1,2	-2,8	4,6	-0,5
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	févr.-23	98,3	98,1	102,1	100,4
IT	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-1,8	-4,8	7,5	-0,4
ES	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-23	6,3	2,6	3,1	-0,8
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-0,5	0,7	7,3	2,8
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-23	-4,3	-4,1	7,3	-3,6

\* Du 06/03/2023 au 12/03/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

décembre (-6,1% en première estimation), la production des secteurs énergivores a rebondi de 6,8% en janvier. Elle reste toutefois en recul de 13,2% sur un an, conséquence de la nouvelle donne énergétique européenne, suite à l'invasion de l'Ukraine. A l'exclusion de ces secteurs les plus consommateurs d'énergie, la production manufacturière a progressé de 1,0% en janvier, pour une croissance de 1,7% sur un an.

S'exprimant en nombre avant la période de silence qui leur est imposée une semaine avant la réunion du Conseil des gouverneurs, **les banquiers centraux européens ont confirmé que les taux directeurs devraient être encore relevés de 50 points de base cette semaine.** Toutefois, il n'y a pas d'unanimité pour la suite : certains, constatant que l'inflation sous-jacente a atteint un nouveau record en février plaident pour continuer à durcir franchement la politique monétaire quand d'autres estiment que les signes de diminution des tensions inflationnistes se multiplient et qu'il convient par conséquent de se montrer prudent et d'analyser finement toutes les données disponibles à chacune des prochaines réunions dédiées à l'examen de la politique monétaire.

**Au Royaume-Uni, le PIB est annoncé en hausse de 0,3% en janvier par rapport à décembre.** Il serait ainsi stable en glissement sur un an. D'après l'estimation de l'Office National des Statistiques, la production industrielle se serait pourtant contractée de 0,3% sur le mois (-4,3% sur un an), dont -0,4% pour le secteur manufacturier (-5,2% sur un an), et la chute mensuelle a atteint 1,7% dans la construction. Mais l'activité a rebondi de 0,5% dans les services (+0,7% sur un an). Le déficit des échanges extérieurs de biens et services a diminué de 4,2 Mds£ en janvier par rapport au mois précédent, grâce à une réduction importante du déficit des échanges de biens. Ce mouvement résulte toutefois d'une baisse plus forte des exportations que des importations, sous l'effet de la poursuite de la baisse des prix des produits pétroliers.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

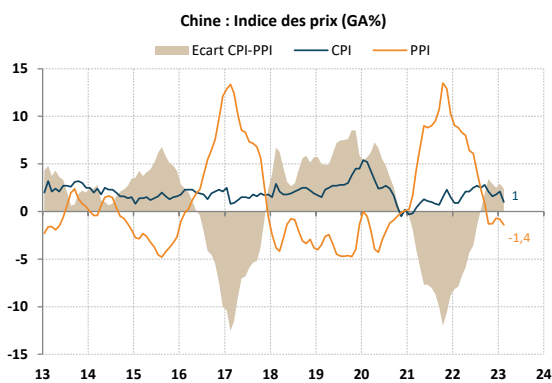


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Stabilité maintenue pour la dernière réunion de M. Kuroda »

**Au Japon, les salaires nominaux ont enregistré une faible croissance en janvier.** Les salaires nominaux sont en effet en hausse de 0,8% en glissement annuel, après une croissance de 4,1% enregistrée en décembre. Cette volatilité s'explique avant tout par des facteurs ponctuels, puisque le mois de décembre a été marqué par de fortes primes de fin d'année. La modération de la croissance des salaires nominaux conjuguée à une inflation relativement élevée ont entraîné une forte diminution des salaires réels (-4,1% en janvier), la plus forte baisse en glissement annuel depuis mai 2014.



Source : Covéa Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	févr.-23	1,0	2,1	0,9	2,0
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	févr.-23	0,6	1,0	0,8	0,9
	Exportations	Val, NCVS, GA%	févr.-23	-6,8	-10,1	30,0	7,1
	Importations	Val, NCVS, GA%	févr.-23	-10,2	-7,5	30,1	1,1

\*Du 06/03/2023 au 12/03/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

relativement faible, les décideurs politiques chinois estiment que la suppression des mesures liées au Covid devrait exercer des pressions haussières sur les prix, et l'inflation devrait atteindre 3% en moyenne en 2023 selon eux. Du côté des prix à la production, on note qu'ils sont en recul pour le 5<sup>ème</sup> mois consécutif et enregistrent une baisse de 1,4% en février par rapport au même mois l'année dernière. Toutefois, les données de financement ont été plutôt bien orientées sur le mois, comme l'illustre l'accélération de la croissance des financements agrégés de l'économie (TSF) à 9,9% en glissement annuel contre 9,4% le mois précédent. En particulier, la croissance des prêts bancaires a atteint 11,6% en février après 11,3% en janvier.

**Par ailleurs, les données du commerce chinois pour les mois de janvier et février sont mal orientées.** Les exportations sur les deux premiers mois de l'année 2023 étaient inférieures de 6,8% à celles de l'année précédente, une baisse qui illustre la faiblesse de la demande étrangère à l'égard des produits chinois. En parallèle, les importations ont également chuté et enregistrent ainsi un déclin de 10,2% en glissement annuel sur la période, après une chute de 7,5% en décembre. Néanmoins, les données de commerce révèlent que les relations entre la Chine et la Russie s'intensifient. Ainsi, les exportations à destination de la Russie ont bondi de 19,1% en glissement annuel au cours des deux premiers mois de l'année, pour atteindre un total de 15Mds\$. Les importations chinoises en provenance de son voisin ont également augmenté de 35%. Le dynamisme des relations commerciales entre Pékin et Moscou illustre ainsi le renforcement de la polarisation du paysage géopolitique que nous soulignons dans nos Perspectives économiques et financières.

**En Australie, la banque centrale relève une nouvelle fois son taux directeur.** La RBA (« Reserve Bank of Australia ») a augmenté son taux directeur de 25 points de base comme attendu, le portant à 3,6%. On note que le ton du communiqué est moins restrictif que précédemment puisque la RBA a abandonné la référence à « de nouvelles augmentations de taux », indiquant à la place « qu'un nouveau resserrement » serait nécessaire, suggérant ainsi qu'une seule hausse supplémentaire pourrait suffire.

**Lors de la dernière réunion du comité de politique monétaire présidée par Haruhiko Kuroda, la Banque du Japon (BoJ) a, une nouvelle fois laissé ses taux inchangés :** son objectif de taux court reste ainsi à -0,10% et elle vise un taux à 10 ans nul, avec une fourchette de fluctuation admise de plus ou moins 50 points de base. Le président sortant de l'institution a constaté que des progrès ont été accomplis en direction de l'objectif d'une inflation durablement à 2%. Il a notamment mis en avant des anticipations plus compatibles avec cet objectif et la multiplication des annonces d'augmentation des salaires. Mais d'importantes incertitudes imposent la prudence et, par conséquent, de conserver une politique monétaire ultra-accommodante.

**La croissance du PIB japonais au quatrième trimestre a été révisée à la baisse lors de la deuxième estimation.** Ainsi, le pays a enregistré une croissance nulle lors du dernier trimestre 2022 (0% de croissance trimestrielle contre +0,2% précédemment estimé), après un déclin du PIB de 0,3% au troisième trimestre. Cette révision s'explique avant tout par une moins bonne orientation des dépenses de consommation (+0,3% en glissement trimestriel contre +0,5% lors de la première estimation).

**En Chine, l'inflation poursuit sa baisse.** Les prix à la consommation ont augmenté de 1% en glissement annuel en février après une croissance de 2,1% observée en janvier. L'inflation sous-jacente diminue également puisqu'elle atteint 0,6% en février. Cette modération reflète en partie des effets saisonniers liés aux nouvel an chinois (notamment visibles au niveau du prix du porc) mais également le maintien d'une certaine fragilité de la demande chinoise. Malgré cette inflation

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Louis Martin

Economiste Zone Asie





# Suivi Macroéconomique

## Focus : Assemblée nationale populaire de Chine 2023

La session annuelle de l'Assemblée nationale populaire de Chine (ANP) s'est tenue du 5 au 13 mars. L'ANP est le parlement chinois doté d'une seule chambre composée de 2980 députés. Si le pouvoir législatif est largement délégué au Comité permanent de l'Assemblée nationale populaire (CPANP) et ses 170 députés, les réunions annuelles de l'ANP sont davantage l'occasion pour le gouvernement de présenter les résultats de l'année précédente, de fixer les grandes orientations politiques pour l'année suivante et de désigner les principaux dirigeants du pays. Comme tous les organes de l'État, l'ANP est placée sous la direction du Parti communiste chinois.

### Remaniement ministériel : entre renforcement de la ligne de Xi Jinping et continuité dans la direction des institutions

Outre la réélection attendue (à l'unanimité de l'Assemblée) de Xi Jinping pour un troisième mandat de cinq ans, l'ANP a été l'occasion de la nomination d'un de ses proches, Li Qiang, au poste de premier ministre. Cet ancien responsable du Parti communiste à Shangaï, ne disposant d'aucune expérience au niveau national, succède donc à Li Keqiang qui constituait depuis 2013 un des principaux contrepoids à la ligne politique de Xi Jinping.

Concernant les autres postes clés, Ding Xuexiang, He Lifeng, Zhang Guoqing et Liu Guozhong ont été nommés vice-premiers ministres. En particulier, Ding Xuexiang et He Lifeng devraient diriger la supervision des activités économiques et financières. Contrairement à ce qu'indiquaient certains médias en amont des nominations, Yi Gang et Liu Kun conservent leur position de, respectivement, gouverneur de la Banque populaire de Chine (PBOC) et ministre des Finances. Wang Wentao se maintient également au poste de ministre du Commerce. Avec ces reconductions, les autorités chinoises s'affranchissent de la règle informelle de limite d'âge à 68 ans pour les hauts responsables politiques et envoient un message de continuité dans la mise en œuvre des politiques. Notons que le général Li Shangfu, le nouveau ministre de la Défense, figure sur la liste des sanctions du Trésor américain pour son rôle dans l'achat de matériel militaire à la Russie.

### Un message politique toujours axé sur l'indépendance économique et la réunification avec Taïwan

Lors de son discours de clôture de l'ANP, Xi Jinping a appelé à l'accélération du développement des capacités d'autosuffisance en matière de technologie et d'innovation. Il s'est engagé à « faire progresser de manière inébranlable le processus de réunification » avec Taïwan. Xi Jinping a également renouvelé sa mise en garde contre toutes tentatives sécessionnistes et a affiché son opposition aux ingérences extérieures. A l'occasion de sa première allocution en tant que premier ministre, Li Qiang a déploré les mesures prises par les Etats-Unis pour réduire ses liens avec l'économie chinoise et a appelé au renforcement de la coopération entre les deux pays.

### Renforcement du soutien budgétaire pour atteindre l'objectif de croissance

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. Toutefois, Li Qiang a déclaré que la réalisation de cet objectif ne sera « pas une tâche facile ». En effet, si l'économie devrait bénéficier du redressement de l'activité domestique déjà visible dans les données, elle reste vulnérable au recul de la demande internationale et à la fragilité du secteur immobilier.

Sur le plan budgétaire, l'ANP a annoncé que les politiques seront axées sur le redressement économique en 2023 avec notamment une dégradation de l'objectif de déficit budgétaire officiel à 3% du PIB (2,8% en 2022) et un objectif d'émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux (principalement destinées aux financements des projets d'infrastructures) à 3 800 Mds de Yuan (551 Mds\$) après 3 650 Mds de Yuan l'an passé. En particulier, le budget de la défense devrait augmenter de 7,2%, sa plus forte croissance depuis 2019, pour atteindre 1 555 Mds de Yuan (227 Mds\$, à comparer aux 860 Mds\$ des Etats-Unis). Cette progression de l'expansion budgétaire reste toutefois mesurée, reflétant aussi le souhait de tendre vers une stabilisation des comptes publics. Les autorités locales, dont les finances ont été fragilisées par la politique zéro-covid et le recul des ventes de terrains ont vu leurs allocations du gouvernement central progresser significativement.

Le maintien de pressions inflationnistes particulièrement faibles et la reconduction du gouverneur de la banque centrale vont également dans le sens du maintien d'une politique monétaire largement accommodante.

### Une réforme institutionnelle ambitieuse

L'ANP a approuvé un plan de réforme institutionnelle visant à renforcer la capacité et l'efficacité de la gouvernance de l'État. La réforme implique la restructuration du ministère de la Science et de la Technologie, la mise en place d'un Bureau national des données et la révision du régime de réglementation financière. En particulier, la PBoC se spécialisera dans les politiques monétaires et macroprudentielles, alors que la supervision microprudentielle des entreprises financières et la protection des consommateurs seront confiées à la nouvelle Administration nationale de régulation financière (NFRA).

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.