Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

17 avril 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Flux des investisseurs américains au premier trimestre 2023

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5
Etats-Unis
Europe
Asie

Nous démarrons l'étude des flux du 1er trimestre 2023 des classes d'actifs cotés des OPC et ETF opérés par les investisseurs américains. Hors monétaire, la collecte est quasi-nulle mais masque des disparités toujours aussi importantes entre OPC et ETF. En effet, les OPC enregistrent une décollecte nette de 62 Md$ sur le trimestre tandis que les ETF poursuivent leur tendance structurelle avec une collecte nette de 65 Md$. L'analyse des flux fait ressortir une prudence des investisseurs outre-Atlantique.

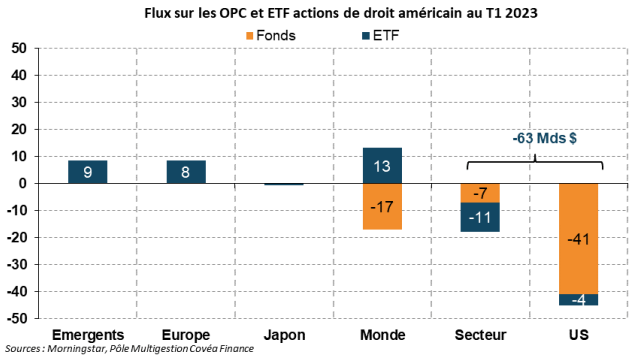
Le premier trimestre est marqué par la résurgence du risque bancaire côté américain avec les faillites successives de Silvergate Bank, de Silicon Valley Bank et de Signature Bank. Ces craintes entrainent une fuite des dépôts bancaires des petites banques américaines au profit notamment des fonds monétaires, mieux rémunérés et jugés moins risqués. Ainsi, les fonds monétaires collectent 439 mds $ sur le trimestre dont un record de 360 mds $ sur le mois de mars.

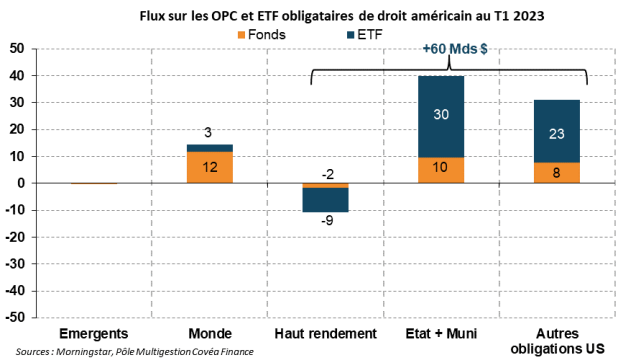
Ces événements de crédit bouleversent la vision des marchés sur la politique monétaire de la FED et la croissance économique américaine qui se traduit par une baisse des taux de marché en mars. Malgré ce repli, les rendements obligataires restent à des niveaux élevés et conservent leur attrait auprès des investisseurs prudents. Finalement, sur le trimestre, les fonds d'obligations souveraines et le crédit de qualité enregistrent une collecte de 61 mds$ et les obligations mondiales une collecte de 15 Mds$.

Cet intérêt accru pour le marché obligataire se fait au détriment des actifs risqués. Les fonds obligataires à haut rendement décollectent de 11 mds$. Les fonds actions décollectent de 50 mds $. Mais cette décollecte masque une disparité géographique. Les actions américaines connaissent les flux de sortie les plus importants (-45 mds $) tandis que l'Europe (8 mds$) et les émergents (9 mds$) enregistrent des souscriptions. Un apaisement sur les chaînes d'approvisionnement et la réouverture de la Chine pourraient expliquer l'attrait des Américains pour les marchés internationaux.

Xavier SIMLER
Responsable du pôle Multigestion

Focus de la semaine



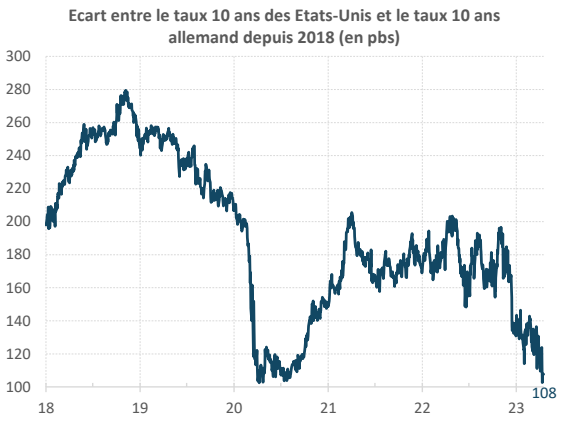


Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Au cours de la semaine, les taux souverains ont fortement progressé notamment en Europe, permettant ainsi à l'OAT 10 ans de retrouver le niveau de 3%. Une inflation sous-jacente toujours forte aux Etats-Unis, des déclarations de différents banquiers centraux en faveur de politiques monétaires plus restrictives et des statistiques concernant le système bancaire américain plus encourageantes, avec un moindre recours aux dispositifs d'octroi de liquidités de la Fed, ont favorisé ce mouvement. Les courbes ont repris le chemin de l'aplatissement par une hausse plus prononcée de la partie courte. On note que l'écart de taux entre le taux allemand et américain à 10 ans s'est réduit et clôture la semaine à 107 points de base, retrouvant des niveaux de 2020. Sur le marché du crédit, les primes de risque poursuivent leur resserrement. Elles retracent à présent les deux tiers de l'écartement observé après la faillite de SVB et sur le marché primaire, les émissions ont été principalement le fait d'émetteurs bancaires au format senior cette semaine.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Le Focus de la semaine : Allemagne, redéfinition de la priorité énergétique

Au premier trimestre 2023, la Kreditanstalt für Wiederaufbau, banque publique d'investissement allemande plus connue sous le nom de KfW, a émis 15 Mds d'obligations en euros. Cette entité fédérale est le bras armé du gouvernement allemand en matière d'investissements. Elle lui permet d'intervenir dans l'économie, sans le comptabiliser en dette publique au sens de Maastricht, ce qui facilite le respect de ses engagements budgétaires.

Depuis le début du conflit en Ukraine, son action a changé de nature et pris davantage d'importance. En 2022, par le biais de la KfW, le gouvernement a sauvé l'énergéticien Uniper, au bord de la faillite, pour plusieurs dizaines de milliards d'euros. Cet interventionnisme est un virage important dans un pays comme l'Allemagne et illustre le retour du « politique ». Le tournant amorcé avec la nationalisation d'Uniper se poursuit aujourd'hui dans le domaine des infrastructures de transport d'électricité. Après avoir été le chantre de la concurrence promouvant un modèle électrique décentralisé, notamment au détriment du modèle français, l'Allemagne commence à prendre conscience des fragilités de ce dernier. Le réseau de transport d'électricité allemand est composé de quatre acteurs différents ce qui le rend complexe dans la situation actuelle. Les choix faits en matière de transition énergétique par le pays nécessitent des investissements conséquents pour relier les centrales d'éoliennes en mer, situées dans le nord, aux industries du sud et de l'ouest. Ils devront être rapides dans la mesure où l'Allemagne a décidé de se passer du gaz russe et a définitivement mis à l'arrêt ses derniers réacteurs nucléaires ce samedi 15 avril.

Dans le même temps, le gouvernement néerlandais, propriétaire de l'entreprise TenneT, a fait part de son intention de se séparer de ses activités allemandes. Tennet est, en effet, le principal transporteur d'électricité d'Allemagne et 75% de son chiffre d'affaires y sont réalisés. Faisant face à des investissements en nette hausse, les Pays-Bas ne souhaitent pas augmenter le capital de l'entreprise pour développer le réseau à haute et très haute tension de leur voisin. Cela entraînerait un changement majeur de la structure de l'entreprise qui est un important émetteur obligataire. Cette vente, si elle se concrétise, permettra le désendettement de Tennet via le rachat d'une partie des obligations en circulation. Les discussions avec le gouvernement allemand sont en cours. L'opération est estimée à plus de 20Mds€ (pour rappel la dette obligataire en circulation de TenneT est de 21.8Mds€). La KfW aura une nouvelle fois la charge de l'opération et devrait avoir recours au marché obligataire pour trouver des financements.

Déjà présente à hauteur de 20% dans le capital de 50Hertz (transporteur dans l'est), la KfW a également annoncé il y a quelques semaines prendre 25% du capital de TransnetBW (acteur présent dans l'ouest). L'unification du réseau de transport d'électricité allemand est à son prélude et la KfW semble en être le chef d'orchestre.

Lucas Couvert

Gestion Mandats Taux

Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	14/04/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
	Taux directeurs					Variations (en pbs)					
Réserve Fédérale Américaine	5,00	5,00	4,75	4,50	0,50	0,00	0,25	0,50	4,50		
BCE - *Taux Repo*	3,50	3,50	3,50	2,50	0,00	0,00	0,00	1,00	3,50		
BCE - *Taux Facilité de dépôt*	3,00	3,00	3,00	2,00	-0,50	0,00	0,00	1,00	3,50		
Banque d'Angleterre	4,25	4,25	4,00	3,50	0,75	0,00	0,25	0,75	3,50		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
	Taux 10 ans					Variations (en pbs)				**Pente* (en pbs)**	
Etats-Unis	3,51	3,31	3,43	3,87	2,83	21	8	-36	69	-59	22
Allemagne	2,44	2,18	2,11	2,57	0,84	26	33	-13	160	-43	6
France	3,01	2,70	2,68	3,12	1,33	31	33	-11	167	0	31
Italie	4,30	4,03	4,05	4,72	2,48	27	24	-42	182	90	20
Royaume-Uni	3,67	3,43	3,28	3,67	1,89	24	38	-1	178	7	35
Japon	0,48	0,47	0,29	0,42	0,23	0	19	5	24	51	84
	Crédit					Variations (en pbs)					
Indice Itraxx Main	81,7	88,2	100,5	90,6	78,8	-6,5	-18,8	-8,9	2,9		
Indice Itraxx Crossover	429,9	458,9	493,0	474,1	374,8	-29,0	-63,1	-44,2	55,1		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

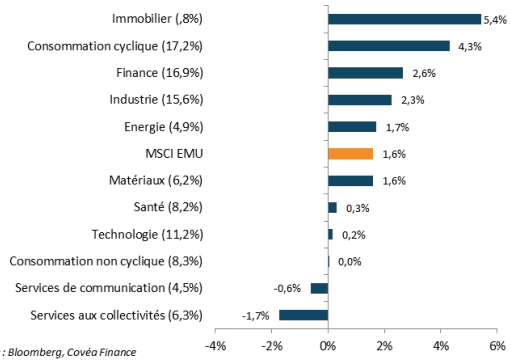
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens MSCI Europe et MSCI EMU (Union Economique et Monétaire européenne) affichent une progression de 1,7% et 1,6% respectivement. L'indice CAC 40 atteint ainsi un record historique à 7533 points.

Le secteur de l'immobilier, délaissé depuis le début de l'année se reprend (+5.4%) sur des espoirs d'inflexion des politiques des Banques Centrales. Au sein du luxe, les publications de LVMH et Hermès ont tiré la consommation cyclique en hausse de 4,3% sur la semaine. LVMH publie une croissance organique au 1er trimestre de +17% portée par la division Mode & Maroquinerie à +18%. A contrario, les secteurs défensifs comme les services aux collectivités (-1,7%) et les télécommunications (-0,6%) sous performent.

Les performances pays sont à l'image des publications avec le Danemark (+4,9%) et la Suède (+4.5%), cette dernière bénéficiant des bons résultats du constructeur de camion Volvo.

Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est en territoire positif à 9,6%, suivi par le MSCI Europe (10%) puis le MSCI EMU (13,6%).



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Recul des opérations de marché sur le 1er trimestre 2023

Excellente performance des marchés actions depuis le début de l'année, le CAC 40 dépasse son précédant plus haut historique, mais la volatilité du marché et les incertitudes macro-économiques pèsent sur les opérations de fusions et acquisitions.

Ces dernières sont pénalisées par le contexte de durcissement des taux d'intérêt, d'inflation persistante et de craintes de ralentissement économique. Cette configuration devrait inciter les dirigeants à recourir à des instruments en fonds propres.

Les investisseurs restent prudents face aux primes payées et l'accroissement du taux d'endettement post acquisition ; expliquant pour exemple le recul de 6.2% de Sartorius Stedim après avoir annoncé une offre sur Polyplus pour 2.4 milliards d'euros.

Ainsi, sur le premier trimestre 2023, les opérations à l'échelle mondiale sont en recul de 48% en volume à 575 milliards de dollars. La chute est plus marquée en Europe (-70%) contre -44% et -29% aux Etats-Unis et en Asie respectivement. Parmi ces opérations, nous pouvons citer le sauvetage de Credit Suisse par UBS.

Les introductions en bourse sont en berne sur ce trimestre. Ionos SE, solutions d'hébergement Web, constitue la plus importante introduction européenne en 2023 pour un montant de 447 millions d'euros, en repli de 26% depuis le prix de l'offre.

En revanche, nous constatons une certaine dynamique sur les placements secondaires initiés par des investisseurs institutionnels soucieux de prendre leurs profits, à l'image de la cession d'un bloc de titres London Stock Echange représentant 1.7 milliards livres ou encore Heineken pour 1.3 milliards d'euros.

Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous mettons au centre de nos thèmes d'investissements les sociétés qui permettent et qui s'adaptent aux changements structurels.

Nous constatons que les périodes d'incertitude sont à l'origine de transformation et favorisent de nouveaux modèles d'activité, ce qui encourage les opérations de rapprochement ou la nécessité de lever du capital. En effet, les entreprises ont accéléré leur transition digitale après la crise pandémique. Nous observons une réaction similaire post crise énergétique, avec une accélération des augmentations de capital au sein du secteur des services aux collectivités pour financer la transition énergétique. Ainsi, les énergéticiens EDP et EDPR lèvent chacun 1 milliard d'euros, le premier renforçant son activité réseau et le second son positionnement sur le solaire. Le producteur d'énergie renouvelable français Néoen fait également appel au marché pour 650 millions d'euros pour la seconde partie de son plan.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	14/04/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7		17/03/23		30/12/22		sur 12 mois	
MSCI EMU	150	147	140	132	138	1,6	↑	7,1	↑	13,6	↑	8,4	↑
MSCI EMU Mid Cap	967	952	921	907	991	1,6	↑	5,0	↑	6,7	↑	-2,4	↓
MSCI EMU Small Cap	416	404	386	370	431	2,9	↑	7,8	↑	12,3	↑	-3,7	↓
MSCI Europe	157	154	147	143	154	1,7	↑	7,1	↑	10,1	↑	2,2	↑
France CAC40	7 520	7 325	6 925	6 474	6 589	2,7	↑	8,6	↑	16,2	↑	14,1	↑
Allemagne DAX30	6 430	6 344	6 019	5 693	5 951	1,3	↑	6,8	↑	12,9	↑	8,0	↑
Italie MIB	27 872	27 214	25 495	23 856	24 862	2,4	↑	9,3	↑	16,8	↑	12,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 872	7 742	7 335	7 452	7 616	1,7	↑	7,3	↑	5,6	↑	3,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 890	8 818	8 375	8 417	9 196	0,8	↑	6,1	↑	5,6	↑	-3,3	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

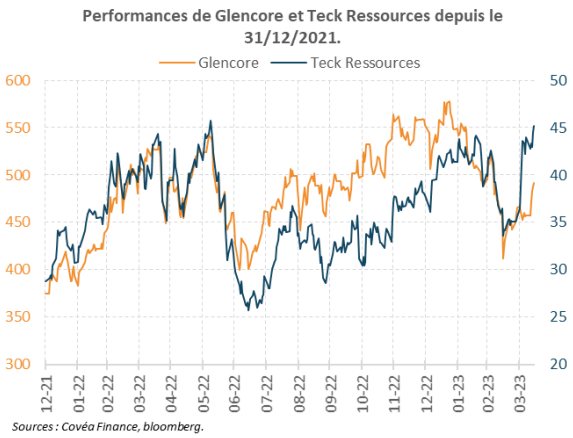
L'analyse des marchés :

En Asie, la Corée du Sud affiche la meilleure performance de la région, en lien avec le retour de l'appétit pour le risque asiatique chez les investisseurs internationaux. Le Japon progresse également, aidé par la baisse du yen et le fait que Berkshire Hathaway ait augmenté sensiblement ses investissements dans chacune des cinq grandes maisons de négoces de matières premières. A l'inverse, la Chine affiche l'une des moins bonnes performances, pénalisée par les valeurs internet souffrant des craintes d'une intensification de la concurrence et d'un renforcement de la supervision du gouvernement (notamment dans le domaine des algorithmes de recherche utilisés par les grandes plateformes). Par ailleurs, le gouvernement japonais a attribué à Mitsubishi Heavy Industries un contrat de près de $3 Mds pour développer une nouvelle plateforme de missiles, destinée à dissuader la Chine d'intervenir par la force dans la région.

Aux Etats-Unis, les indices sont restés généralement bien orientés, les investisseurs continuant d'espérer la fin du cycle de resserrement monétaire de la banque centrale américaine. Toutefois, les investisseurs restent inquiets de l'affaiblissement de la conjoncture et de la perspective d'une légère récession en fin d'année, évoquée dans le procès-verbal du dernier comité de politique monétaire. Les rendements obligataires se sont tendus (+14bp, à 3,45% pour le bon du Trésor à 10 ans) et ont pénalisé les valeurs de croissance, notamment dans les secteurs de la technologie, des services de communication et de la consommation discrétionnaire. A l'inverse, les compartiments cycliques ont été recherchés, à l'image de l'énergie, des matières premières (soutenues par la hausse des prix du pétrole, de l'or, du cuivre) et des valeurs industrielles. Du coté des entreprises, on notera la décision de Tesla de réduire encore de 5 à 10% les prix de ses modèles commercialisés aux Etats-Unis, concomitamment à une décélération des commandes et une accumulation des stocks au cours du trimestre. Tandis que la concurrence s'intensifie, Tesla reste focalisé sur ses volumes et ses parts de marché, au risque d'obérer ses marges et ses bénéfices.

Le Focus de la semaine : Le cuivre reste le métal stratégique par excellence

Teck Resources, société minière canadienne (charbon métallurgique, cuivre et zinc) est l'objet d'une offre de rachat hostile de $23 Mds (prime de 20% sur le dernier cour) par le géant suisse Glencore (charbon thermique, argent et vanadium), ce dernier souhaitant repositionner son portefeuille autour d'un actif cuprifère (c.à.d. qui contient du cuivre) de premier plan, à savoir la mine de Quebrada Blanca au Chili (plus de 550 kt/a de capacité à l'horizon 2026).



Sources : Covéa Finance, bloomberg.

Elle est par ailleurs assortie de la promesse d'une séparation de Glencore en deux entreprises distinctes, l'une de métaux (cuivre, argent et vanadium) et l'autre de charbon (métallurgique et thermique) destinée à déboucher sur une meilleure valorisation des actifs du groupe.

La direction de Teck a rejeté l'offre de Glencore, incompatible avec sa propre stratégie qui consiste aussi à scinder l'entreprise en deux (métaux de base d'une part et charbon sidérurgique d'autre part) afin de dégager une valorisation plus élevée pour ses actifs cuprifères.

Cette proposition est une nouvelle illustration de l'appétit des grandes sociétés minières pour le métal rouge et fait écho aux acquisitions récentes de OZ Minerals par BHP (pour $6,4 Mds) et de Turquoise Hill par Rio Tinto (pour $3,2 Mds). Elle confirme le caractère stratégique du cuivre, dont les perspectives à moyen terme continuent de bénéficier d'une demande solide (transition énergétique), d'une offre contrainte (problèmes sociaux en Amérique latine, surcoûts ESG et pénurie de nouveaux projets) et de l'intensification des rivalités géopolitiques entre les Etats-Unis, la Chine et l'Europe (maîtrise des chaînes d'approvisionnement).

Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique

Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	14/04/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 138	4 105	3 919	3 840	4 393	0,8	5,6	7,8	-5,8	0,2	3,1	5,0	-7,2
Etats-Unis - Dow Jones	33 886	33 485	32 155	33 147	34 451	1,2	5,4	2,2	-1,6	0,6	2,9	-0,4	-3,1
Etats-Unis - Nasdaq	12 123	12 088	11 428	10 466	13 351	0,3	6,1	15,8	-9,2	-0,3	3,6	12,8	-10,5
Japon Nikkei 300	424	411	408	401	402	3,0	3,9	5,7	5,4	0,8	1,8	0,9	-2,3
Corée du Sud KOSPI	2 571	2 459	2 349	2 280	2 717	4,6	9,5	12,8	-5,3	4,5	6,6	5,3	-12,1
Chine - Shanghaï	3 338	3 313	3 245	3 089	3 226	0,8	2,9	8,1	3,5	0,2	0,5	5,3	-5,7
Hong Kong Hang Seng	20 439	20 331	19 248	19 781	21 518	0,5	6,2	3,3	-5,0	-0,1	3,7	0,0	-6,5
Marchés Emergents - MSCI	1 000	984	945	956	1 117	1,6	5,9	4,6	-10,5	1,0	3,4	1,9	-11,8

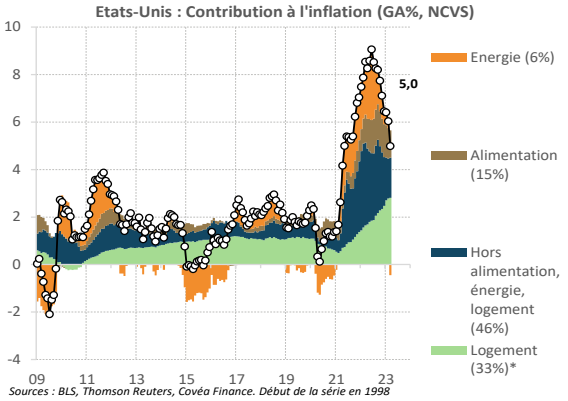
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« En dehors de l'énergie, le processus désinflationniste reste lent »

La décrue de l'inflation américaine en mars reflète une nouvelle fois celle des prix de l'énergie. Les prix à la consommation s'inscrivent en hausse de 0,1% sur le mois, permettant à la croissance annuelle de l'indice de fléchir à 5%, après 6% en février. Ce repli est entièrement lié aux prix de l'énergie qui reculent de -3,5% sur le mois, tandis que les prix de l'alimentation amorcent un freinage et se stabilisent sur le mois. **Hors alimentation et énergie, les progrès sont nettement moins probants :** les prix progressent de 0,4% sur le mois et la croissance annuelle accélère à 5,6%, après 5,5% en février. La dynamique de la composante logement montre enfin un signal de modération avec une progression mensuelle de 0,6% (après 0,8% en février), un mouvement qui au regard de l'orientation des prix immobiliers et des loyers devrait se poursuivre dans les prochains mois. La composante services hors énergie, alimentation et loyers progresse de 0,4%, en ligne avec la tendance des derniers mois, un rythme encore trop soutenu pour envisager un recul durable des pressions inflationnistes. Par ailleurs, les prix des biens hors alimentation et énergie progressent de 0,2% sur le mois, ce qui constitue la plus forte progression depuis août dernier. **Ce rapport illustre bien la lenteur du processus désinflationniste à l'œuvre et n'est pas de nature à remettre en cause la volonté de la Réserve fédérale de poursuivre son resserrement monétaire**.



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance. Début de la série en 1998
** Loyer et équivalent loyer des propriétaires (montant payé par les propriétaires s'ils louaient), logements étudiants, hôtels.*
Dernier point : mars-23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Indice de confiance NFIB	*Indice*	mars-23	**90,1**	90,9	98,8	92,4
Prod. Industrielle	*Vol, CVS, GA%*	mars-23	**0,5**	0,9	4,4	3,4
Conf. des consommateurs - Michigan	*Indice*	avr.-23	**63,5**	62,0	77,6	59,0
Ventes au détail	*Val, CVS, GA%*	mars-23	**2,9**	5,9	19,8	9,2
Inflation	*IPC, GA%, NCVS*	mars-23	**5,0**	6,0	4,7	8,0
Inflation sous-jacente	*IPC, GA%, NCVS*	mars-23	**5,6**	5,5	3,6	6,2

**Du 10/04/2023 au 16/04/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

Les minutes de la réunion du 22 mars du comité de politique monétaire (FOMC) signalent en effet que la lutte contre l'inflation reste la priorité, malgré les inquiétudes entourant les conséquences du stress bancaire sur l'économie américaine. On peut toutefois relever que l'équipe d'économistes de la Réserve Fédérale anticipe un impact réel des difficultés des banques sur l'activité et envisage désormais une récession modérée sur la fin d'année 2023, alors qu'elle voyait ce scénario comme étant aussi probable qu'une poursuite de la croissance lors du jeu de prévision précédent.

Concernant les données d'activité, la production industrielle a progressé en mars (+0,4%) sous l'impulsion du secteur des services aux collectivités qui enregistre un bond de 8,4% sur le mois. En dehors de ce secteur, la dynamique est nettement moins favorable : la production manufacturière s'inscrit en baisse de 0,5% sur le mois, confirmant une dynamique atone, voire en légère baisse ces derniers mois (-1,1% en glissement annuel). La faiblesse sur le mois est généralisée : -0,7% dans les équipements de transports et les machines, -0,9% dans l'informatique et électronique et -0,8% dans la chimie. Cette orientation s'inscrit dans la lignée des indicateurs d'enquête publiés ces derniers mois, qui décrivent un affaiblissement de l'activité.

L'indicateur d'enquête NFIB (« *National Federation of Independent Business* ») d'optimisme des PME s'est légèrement dégradé en mars, passant de 90,9 à 90,1 points, un niveau qui renvoie à une vision nettement négative. **Dans le contexte de stress bancaire déclenché par la faillite de SVB début mars, les sous-composantes de l'enquête NFIB permettent de se faire une idée sur l'état des conditions de prêt pour les PME. Celles-ci font part en mars de difficultés croissantes pour obtenir un crédit** : la composante « disponibilité du crédit » a enregistré sur le mois sa plus forte baisse depuis 2002. Il conviendra bien sûr de surveiller au plus près la production de crédit aux entreprises pour jauger des répercussions des difficultés du secteur bancaire sur l'économie américaine.

Du côté du consommateur, les ventes au détail ont baissé de 1% en valeur au mois de mars, tandis que les estimations de février et janvier étaient révisées en hausse, confirmant une consommation solide sur le début d'année. La faiblesse en mars concerne un grand nombre de catégories, dont les ventes de carburants (-5,5% en glissement mensuel), qui témoignent vraisemblablement du recul des prix. On relève également des replis significatifs dans les ventes de véhicules (-1,6%), de matériaux de construction (-2,1%) ou encore de vêtements (-1,7%). A l'opposé, les ventes en ligne enregistrent un 3ème mois consécutif de progression (1,9%). En glissement annuel, les ventes au détail en valeur affichent une croissance en modération à 2,9%.

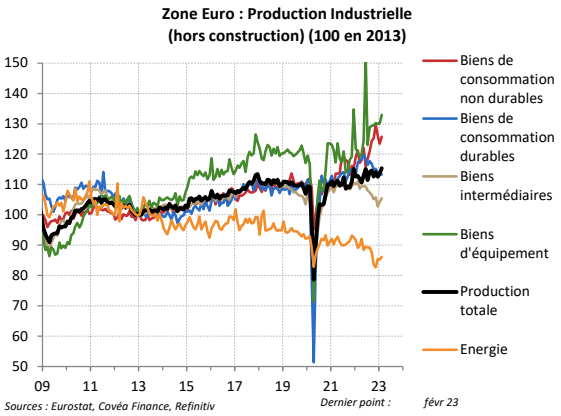
Sébastien Berthelot
Responsable de la Recherche Economique

Suivi Macroéconomique

Europe

« Zone euro : rebond de l'activité industrielle en début d'année »

Dans la zone euro, comme le laissaient attendre les statistiques nationales, notamment en France et en Allemagne, **la production industrielle a nettement progressé en février, pour le deuxième mois consécutif.** Elle a augmenté de 1,2% en glissement mensuel, après +1,0% en janvier. Si, en janvier, la croissance de l'activité industrielle n'avait été soutenue que par la progression de la production de biens intermédiaires et par la stabilisation dans les biens d'investissement, toutes les catégories ont progressé en février. On notera la hausse particulièrement soutenue de l'activité dans les biens de consommation durables, notamment tirée par le secteur automobile (+7,6% m/m en Allemagne). Sur un an, la production industrielle de la zone euro était en hausse de 2,0% en février, avec des progressions de 10,4% des biens d'investissement et de 3,3% des biens de consommation non-durables. En revanche, la production d'énergie (-3,3%), de biens de consommation durables (-3,5%) et de biens intermédiaires (-4,9%) était en recul par rapport à février 2022.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Ventes au détail	*Vol, CVS, GA%*	févr.-23	**-3,0**	-1,9	5,1	0,9
	Prod. industrielle	*Vol, NCVS, GA%*	févr.-23	**2,0**	1,0	8,9	2,2
AL	Ventes au détail	*Vol, CVS, GA%*	févr.-23	**-6,0**	-6,1	0,6	-0,5
FR	Indicateur de confiance BdF	*Indice*	mars-23	**96,9**	98,0	102,1	100,4
	Prod. industrielle	*Vol, CVS, GA%*	févr.-23	**1,3**	-1,7	5,7	-0,1
IT	Prod. Industrielle	*Vol, CVS, GA%*	févr.-23	**-2,3**	1,9	11,7	0,4
RU	Prod. industrielle	*Vol, CVS, GA%*	févr.-23	**-3,1**	-3,2	7,3	-2,8

**Du 10/04/2023 au 16/04/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

Dans la zone euro, les ventes au détail, en volume, ont reculé de 0,8% en février par rapport au mois précédent. La tendance à la baisse se poursuit ainsi depuis que la reprise post-Covid est passée (-4% par rapport au point haut de novembre 2021). Sur un an, elles sont ainsi en baisse de 3,0%. Eurostat signale des baisses particulièrement importantes sur un mois des ventes de carburant automobile (-1,6%) et de produits non-alimentaires (-1,0%), alors que les ventes de produits alimentaires ont reculé de 0,6%. Sur un an, les ventes de produits alimentaires sont annoncées en chute de 4,9% et celles de produits non-alimentaires en baisse de 1,8%, alors que les ventes de carburants ont progressé de 1,1%.

En zone euro, les données définitives d'inflation du mois de mars publiées en Allemagne, en France, en Espagne ou encore au Pays-Bas confirment la poursuite du net ralentissement des prix à la consommation, mais aussi de l'augmentation de l'inflation sous-jacente.

Les banquiers centraux européens évoquent ouvertement la tendance de l'inflation sous-jacente pour indiquer qu'il devrait être nécessaire pour eux de remonter une nouvelle fois les taux directeurs de la BCE lors de la réunion du Conseil des gouverneurs de début mai. Le gouverneur de la Banque d'Espagne a répété que la baisse de l'inflation totale devrait se poursuivre, mais il a ajouté que la tendance de l'inflation sous-jacente était plus significative pour l'orientation de la politique monétaire et que celle-ci n'était pas bonne. De son côté, François Villeroy de Galhau se montre aussi préoccupé de ce mouvement, mais -collant au dernier communiqué de politique monétaire- il refuse de se prononcer à l'avance. A l'inverse, Robert Holzmann, président de la Banque Centrale d'Autriche, appelle à une nouvelle hausse de 50 points de base des taux directeurs le 4 mai.

Outre-Manche, le PIB mensuel du Royaume-Uni a stagné en février par rapport à janvier, après avoir progressé de 0,4% le mois précédent (+0,3% précédemment estimé). Sur les trois derniers mois connus, l'activité a ainsi progressé de 0,1% par rapport aux trois mois précédents. En février, la croissance est venue du secteur de la construction (+2,4% m/m après +1,7%), alors que le recul de l'activité s'est poursuivi dans l'industrie (-0,2% après -0,5% en janvier -contre -0,3% en première estimation) et qu'une baisse est intervenue dans les services (-0,1%) après la forte hausse (+0,7%) du mois précédent. L'activité dans les services a souffert des grèves en février, notamment dans le secteur de l'éducation et dans les administrations publiques. En revanche, les services aux consommateurs ont crû de 0,4%, mais l'ONS (« *Office for National Statistics* ») signale que l'activité de ce dernier sous-secteur reste inférieure à son niveau prépandémie. Dans l'industrie, l'activité a chuté dans l'énergie (-2,2%) et dans les services à la collectivité (-1,3%), mais elle a bondi de 3,0% dans le secteur minier. L'activité manufacturière est restée étale.

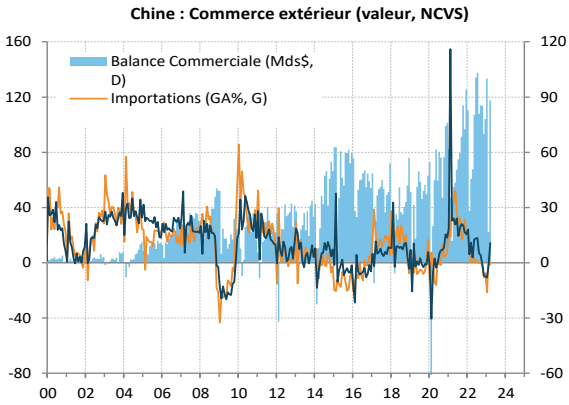
Jean-Louis Mourier
Economiste

Suivi Macroéconomique

Asie

« Les exportations chinoises repartent à la hausse en mars »

Le commerce extérieur chinois affiche un rebond solide en mars mais qui pourrait s'avérer temporaire dans un contexte de faible demande internationale. Après cinq mois de baisse, dont notamment un déclin de 6,8% en janvier/février, les exportations chinoises ont connu un fort rebond en mars, avec une croissance nominale de 14,8% en glissement annuel. Cette augmentation surprend dans un contexte de ralentissement de la demande internationale de biens en lien avec l'inflation, les hausses de taux et la rotation de la demande en faveur des services. Ainsi, il est probable que cette dynamique soit due à des effets de rattrapage, liés à la normalisation des chaînes d'approvisionnement après les perturbations associées à l'épidémie de Covid-19 et au Nouvel An chinois, et que ce redressement soit donc temporaire. Concernant les débouchés de ces exportations, l'amélioration a été relativement généralisée. La dynamique a été particulièrement prononcée vers les pays de l'ASEAN, avec une augmentation de 35,4% des exportations en glissement annuel (contre 9% en janvier/février), et de façon encore plus marquée vers la Russie (+139,2% après +19,8% en janvier/février) ce qui reflète le renforcement des liens économiques entre les deux pays et un effet de base conséquent alors que le début du conflit russo-ukrainien avait affecté le commerce l'an passé. En revanche, les exportations vers les États-Unis restent en contraction de 7,7% sur un an (contre -21,8% en janvier/février), tandis que celles à destination de l'UE retournent en zone d'expansion, avec une hausse de 3,4% en glissement annuel (contre -12,2% en janvier/février). Sur le plan sectoriel, cette dynamique des exportations a été principalement tirée par les véhicules et composantes de véhicules, les vêtements et textiles ou encore les appareils médicaux alors que les exportations de produits électroniques, ordinateurs portables et téléphones portables restent mal orientées.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
CH	Inflation	*IPC, NCVS, GA%*	mars-23	**0,7**	1,0	0,9	2,0
	Inflation sous-jacente	*IPC, NCVS, GA%*	mars-23	**0,7**	0,6	0,8	0,9
	Exportations	*Val, NCVS, GA%*	mars-23	**14,3**	-1,6	30,0	7,1
	Importations	*Val, NCVS, GA%*	mars-23	**-1,4**	4,2	30,1	1,0

**Du 10/04/2023 au 16/04/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

La dynamique des importations chinoises est également bien orientée sur le mois mais elles restent en baisse de 1,4% en glissement annuel, après -10,2% en janvier/février. Cette amélioration reflète essentiellement le redressement des importations de produits énergétiques qui accompagne le rebond de l'activité économique. En particulier, les importations en volume de pétrole brut sont passées d'un déclin de 1,3% sur un an en janvier/février à une croissance de 22,5% en mars. Quant au charbon, la hausse est encore plus marquée, à 150,7% en mars en volume après déjà 70% en janvier et février, ce qui reflète essentiellement l'assouplissement des restrictions commerciales avec l'Australie. Enfin, les importations de minerai de fer ont également affiché une hausse solide de 14,8% en volume sur un an, probablement en lien avec la dynamique des investissements en infrastructures et la normalisation du secteur de l'immobilier qui bénéficient d'un large soutien des politiques économiques du gouvernement. Le redressement des importations est toutefois bien inférieur à celui des exportations. Ainsi, l'excédent commercial chinois retrouve un niveau très élevé à 88,2 Mds$.

Les données sur le financement de l'économie chinoise font également état d'une dynamique particulièrement prononcée début 2023. Les financements agrégés à l'économie affichent une croissance nominale de 10% en glissement annuel en mars avec des flux sur les trois premiers mois de l'année 2023 qui excèdent de loin ceux des années précédentes. En particulier, les crédits bancaires ont progressé de 11,8% en glissement annuel. Une vigueur des flux de financement qui reflète le rebond prononcé de l'activité économique, le redressement de la confiance des agents économiques et les soutiens budgétaires et monétaires des autorités. Le redressement des financements aux ménages constitue également un signe positif dans la perspective d'une normalisation du secteur immobilier.

En Corée du Sud, la Banque centrale a maintenu le statu quo lors de sa réunion d'avril. Après avoir interrompu la série de hausses de taux en février dernier, les membres du Comité de politique monétaire ont à nouveau voté, à l'unanimité, en faveur du maintien du taux directeur à 3,5%. Le gouverneur de la BOK, M. Rhee, a indiqué que cinq membres du comité de politique monétaire seraient encore ouverts à une hausse de 25 points de base supplémentaires si l'inflation repartait à la hausse dans les mois à venir. Il s'est en revanche fermement opposé à la perspective de baisses de taux, qui sont déjà visibles dans les anticipations des marchés.

Le ministre indien des affaires étrangères et le ministre russe du commerce et de l'industrie ont indiqué discuter d'un accord commercial bilatéral entre leurs deux pays. Alors que l'Inde a augmenté ses achats d'hydrocarbures russes depuis la mise en place des sanctions occidentales, la Russie cherche à accroître ses importations de biens d'équipement indiens pour compenser les mesures d'embargo américaines et européennes.

Louis Martin

Economiste Zone Asie

Suivi Macroéconomique

Focus : Le FMI revoit à la baisse ses prévisions économiques

Le Fonds Monétaire International a publié ses nouvelles perspectives économiques mondiales pour 2023 et 2024.

Projections de croissance annuelle du PIB réel

	2022	2023	2024
Monde	**3,4**	**2,8**	**3,0**
Zone Euro	3,5	**0,8**	1,4
Royaume-Uni	4,0	**-0,3**	1,0
Etats-Unis	2,1	**1,6**	1,1
Chine	3,0	**5,2**	4,5

Sources : FMI (avril 2023), Covéa Finance

Selon l'institution, **la croissance mondiale devrait ralentir à 2,8% cette année** (-0,1 point de pourcentage par rapport aux prévisions de janvier) **avant de se redresser légèrement à 3,0% en 2024.**

Le ralentissement devrait avant tout se concentrer dans les économies développés, particulièrement en Europe. **L'Allemagne et le Royaume-Uni pourraient être les plus pénalisés, avec une contraction de leur économie de 0,1% et de 0,3% respectivement.** En parallèle, la croissance des économies émergentes et en développement devrait se poursuivre et atteindre 3,9% en 2023 selon ses nouvelles prévisions, après 4,0% en 2022.

Par ailleurs concernant l'inflation, le FMI estime que la progression des prix devrait ralentir mais rester élevée. Ainsi, les économies avancés pourraient connaître une hausse des prix de 4,7% en 2023 (+0,1 pp par rapport aux prévisions de janvier) puis de 2,6% en 2024. Le FMI a revu nettement à la hausse l'inflation pour les économies émergentes et en développement par rapport aux dernières prévisions. Ainsi, ces pays devraient enregistrer une inflation de 8,6% cette année (+0,5 pp) puis de 6,5% en 2024 (+1,0 pp).

En revanche, l'institution estime que le risque d'une boucle « prix-salaires » reste modéré. Bien que les pénuries de main d'œuvre demeurent présentes, et pourraient tirer à la hausse les salaires réels, le FMI affirme que les entreprises ont les capacités pour absorber cette augmentation du coût de la main d'œuvre, en raison de la hausse de leurs marges ces dernières années.

Ces prévisions constituent le scénario central du FMI, qui rappelle néanmoins qu'un certain nombre de risques pourraient se matérialiser, et peser ainsi sur la croissance :

- **Un resserrement sévère des conditions financières mondiales**
- **Des effets plus marqués de la politique monétaire dans un contexte d'endettement élevé**
- **Une inflation durablement élevée**
- **Une moindre croissance en Chine**
- **Une accentuation de la fragmentation géopolitique**

Les récents évènements sur le secteur bancaire ont conduit le FMI à envisager un scenario « adverse » dans lequel les banques octroieraient moins de prêts en raison de l'augmentation des coûts du crédit et de la nécessité d'agir de manière plus prudente. Un durcissement des conditions financières pourrait avoir un effet particulièrement important dans les économies émergentes et en développement. Il pourrait entrainer des sorties massives de capitaux, une hausse des primes de risque et une appréciation du dollar. Dans ce scénario, la croissance mondiale pourrait être limitée à 1%.

Le FMI interpelle également les autorités de règlementation et de contrôle, et rappelle la nécessité de renforcer la surveillance des marchés financiers et de maitriser activement les tensions financières.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

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.