Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

02 mai 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Rêve chinois*

Tout est bon à utiliser dans la guerre d'influence entre les 2 blocs. La démographie n'y échappe pas même si les écarts — du simple au double ! — pour ce qui est des prévisions de population mondiale en 2100 en limite la portée prospective. Si, selon les modèles, nous serons de 5.5Mds à plus de 11Mds à cette date contre 8Mds actuellement, l'inertie démographique conduira à la poursuite de la croissance de la population mondiale dans la prochaine décennie. Au-delà, la baisse du taux de fécondité qui accompagne « l'autonomisation » des femmes pourrait aboutir à une décrue du nombre de terriens.

En attendant, nous apprenons que la population chinoise baisse, de 850 000 personnes, pour la première fois en soixante ans. Au-delà de la réserve à conserver quant aux statistiques officielles chinoises, on peut s'interroger sur le caractère dramatique de cette information quant au développement économique du pays. Rien n'est moins sûr. En revanche, cela viendra à long terme diminuer tout à la fois le foyer de main d'œuvre abondante et bon marché et la masse de consommateurs potentiels pour les entreprises occidentales, à l'heure où le voisin indien n'apparait pas comme une zone de substitution intégrale.

Ces données démographiques peuvent toutefois avoir des effets sur l'immobilier résidentiel et commercial si elles se prolongent et s'accélèrent. Or, ce secteur n'en finit pas de purger ses excès. Les grands promoteurs s'effondrent en bourse et multiplient les plans de restructuration à l'image d'Evergrande, County garden ou de Sunac. Une faiblesse qui fait peser un risque systémique sur le secteur bancaire chinois et sur les finances publiques à travers leurs participations directes au capital des grands établissements bancaires, les prêts accordés aux acteurs du secteur, mais aussi les structures de défaisance mises en place par Pékin pour reprendre et « porter » les prêts douteux, nés de la bulle immobilière, elle-même fille d'un exode rural et d'une urbanisation à outrance.

Depuis la promotion du « rêve chinois » par Xi Jinping en 2012, l'accession à la propriété a encouragé la croissance de la natalité. L'inversion de cette dernière pourrait avoir des effets durables sur l'activité immobilière et arrêter le ruissellement de cette filière sur l'emploi et la croissance du pays.

* Le rêve chinois : slogan de la campagne de 2012 du candidat Xi Jinping (après « la société harmonieuse » de Hu Jintao). Il fait référence à l'ambition de vivre « la renaissance de la Chine dans les temps modernes»… dans le respect et la pratique des « valeurs socialistes fondamentales ».

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

Nos clefs de lecture	Niveaux 28/04/23	Niveaux 17/03/23	Niveaux T-12 mois	Variations (en %) 17/03/23	Variations (en %) sur 12 mois
Marché des changes					
€ / $	1,102	1,067	1,050	3,3 ↑	5,0 ↑
€ / £	0,877	0,876	0,843	0,1 ↑	4,0 ↑
€ / Yen	150,07	140,67	137,39	6,7 ↑	9,2 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, $ par baril)	78	73	108	7,4 ↑	-27,2 ↓
Indice CRB*	548	543	641	1,0 ↑	-14,5 ↓
Prix de l'once d'Or	1 999	1 974	1 891	1,3 ↑	5,7 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 587	8 580	9 697	0,1 ↑	-11,5 ↓
Indice Baltic Dry**	1 581	1 535	2 403	3,0 ↑	-34,2 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1000	910	4177	9,9 ↑	-76,1 ↓

*Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai*

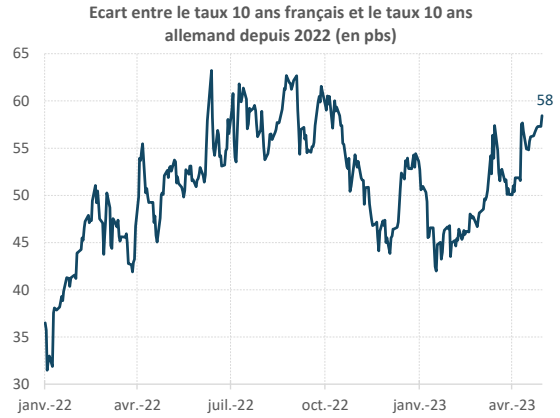
Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Au cours de la semaine, les taux souverains ont reflué sur fond de statistiques économiques. Ainsi, l'obligation française de maturité 10 ans termine la semaine à 2,89%, et le 10 ans américain à 3,42%. Ceci s'explique également par la persistance des risques qui pèsent sur le système bancaire. En zone euro, ceci a davantage pesé sur la partie courte de la courbe des taux, permettant de légèrement réduire l'inversion de la pente du 10-2 ans allemand. Sur le marché du crédit en zone euro, le marché primaire s'est concentré sur quelques émissions (Sika, Volkswagen, Procter, Carrefour…) qui ont représenté 9,5Mds€. La demande a été plus faible que d'habitude puisque le taux de couverture aura été de x2,5 contre x4,3 la semaine précédente. On peut constater que la tendance de début d'année persiste, à savoir que les émetteurs de la catégorie investissement émettent moins que les années précédentes.

Le marché obligataire reste toujours volatil dans l'attente des réunions des banques centrales américaines et de la zone euro qui auront lieu cette semaine. La tendance reste toujours à un resserrement monétaire de part et d'autre. Du côté des Etats-Unis, il est d'ailleurs probable que le système bancaire américain soit au cœur des discussions du FOMC.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Le Focus de la semaine : Dégradation de la note de la France à AA– par l'agence de notation Fitch

Le spectre du défaut plane sur la dette américaine (édito de la semaine dernière) et vendredi dernier Fitch a dégradé la note de la France à AA- avec perspective stable. Début juin ce sera au tour de S&P de mettre à jour la notation de la dette française, les risques ne sont pas nuls pour qu'il décide également d'abaisser la note française.

L'agence de notation Fitch a justifié sa décision en déclarant que les mesures fiscales françaises sont moins significatives que celles de ses homologues de même notation. De surcroît, l'agence s'attend à ce que le ratio dette publique/PIB poursuive sa hausse, reflétant des déficits budgétaires relativement importants avec des progrès modestes en matière d'assainissement des comptes publics. L'agence a également déclaré que "l'impasse politique et les mouvements sociaux (parfois violents) présentent un risque pour le programme de réformes de M. Macron et pourraient créer des pressions en faveur d'une politique budgétaire plus expansionniste ou d'un renversement des réformes précédentes".

Il existe une évidence ; les hausses de taux directeurs de la BCE et la remontée des rendements sur la totalité de la courbe française pèsent sur la charge de la dette puisqu'environ 15% de la dette française est renouvelée chaque année. Par ailleurs, la hausse de l'inflation influence aussi négativement la charge de la dette : les obligations indexées sur l'inflation représentent en effet 11,5% des obligations émises par le Trésor en circulation soient 267Mds€.

On peut d'ailleurs noter que depuis le début de cette année la prime de risque entre la France et l'Allemagne s'écarte pour atteindre aujourd'hui 58pbs (points de base) sur la maturité 10 ans. Sur les 20 dernières années, la prime de risque moyenne est de 35pbs. Les incertitudes qui pèsent sur la dette française pourraient maintenir voire faire augmenter cette prime de risque dans les prochains mois. En conséquence, le poids des non-résidents dans la détention de cette dette (aujourd'hui à 50%) pourrait évoluer encore à la baisse au fur et à mesure de la détérioration des comptes publics.

Dans cette configuration, la dette française risque de rester sous pression. Nous resterons vigilant quant à l'évolution de cette prime de risque et de ses rendements associés.

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux

Marchés Obligataires	Niveaux 28/04/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	Variations (en pbs) J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	Pente* (en pbs) 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	3,42	3,53	3,43	3,87	2,82	-11	-1	-45	60	-59	25
Allemagne	2,31	2,45	2,11	2,57	0,90	-13	21	-26	141	-36	10
France	2,89	3,00	2,68	3,12	1,40	-12	21	-23	149	4	37
Italie	4,18	4,32	4,05	4,72	2,71	-14	12	-54	147	86	26
Royaume-Uni	3,72	3,77	3,28	3,67	1,88	-5	44	5	184	-5	37
Japon	0,39	0,47	0,29	0,42	0,23	-8	11	-3	16	43	84
	Crédit					Variations (en pbs)					
Indice Itraxx Main	83,0	83,5	100,5	90,6	89,2	-0,5	-17,5	-7,6	-6,2		
Indice Itraxx Crossover	435,1	442,2	493,0	474,1	417,9	-7,1	-57,9	-39,0	17,2		

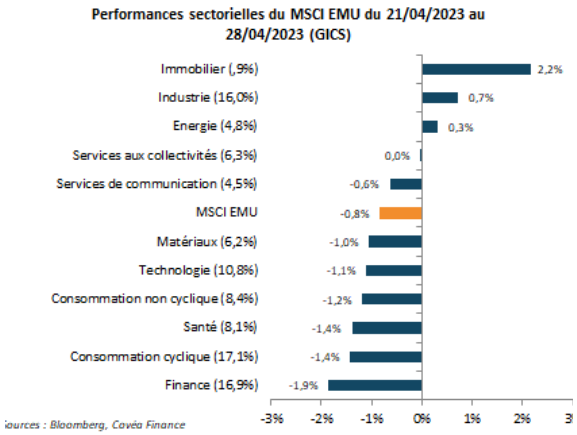
*Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)*

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine passée le MSCI EMU dividendes non réinvestis affiche un recul de 0,8%, une baisse qui n'est en réalité que de 0,3% si on prend en compte les nombreux dividendes versés sur la période. Ce sont surtout les banques (-3,9%) qui contribuent le plus à la baisse dans le sillage, encore une fois, de la dégradation de la situation aux Etats-Unis notamment pour First Republic Bank. Pour le reste, ce sont surtout les publications de résultats du premier trimestre des entreprises européennes qui ont donné lieu aux plus fortes variations. Ainsi, on notera la tenue des carnets de commandes dans la sphère industrielle (+0,7%) visibles notamment chez les sociétés nordiques du segment des biens d'équipement mais également dans toute l'activité liée aux transports. Des équipementiers (Safran, MTU Aero Engines) aux infrastructures aéroportuaires (Vinci, Aena ou encore Heathrow dans le groupe Ferrovial), le constat des effets positifs de la poursuite de la reprise du trafic aérien est unanime.

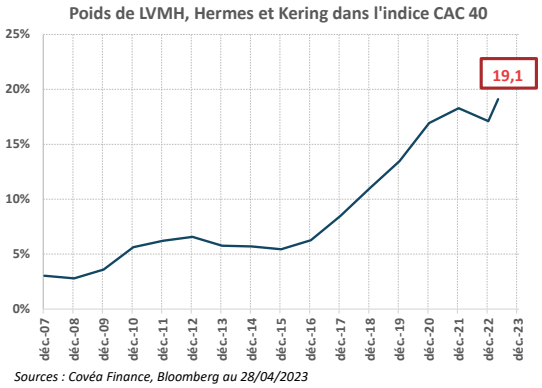


En revanche, Remy Cointreau a dû, quant à lui, revoir ses objectifs de l'année à la baisse du fait d'une demande de cognac faible aux Etats-Unis, un message qui avait d'ailleurs été relayé par LVMH quelques jours plus tôt. De la même manière, Téléperformance est pénalisé par le ralentissement de la croissance de son chiffre d'affaires mais surtout par l'annonce de l'acquisition de son concurrent direct Majorel dont une partie du financement pourrait se faire en titres donc via une augmentation de capital.

Enfin, soulignons en cette fin du mois d'avril que, depuis le début de l'année, le MSCI EMU continue de surperformer le MSCI Europe (+13% contre +10,1%) ceci s'expliquant notamment par le poids plus élevé de la consommation discrétionnaire, et du luxe en particulier comme nous le verrons dans l'éclairage ci-après.

Le Focus de la semaine : Les moteurs de performance du marché actions français

Avec l'atteinte de nouveaux points hauts sur l'indice CAC 40 à près de 7 600 points en cette fin du mois d'avril, nous vous proposons cette semaine un éclairage sur les explications de la performance de cet indice en particulier. Quelques chiffres tout d'abord ; à la clôture du 28/04/23 l'indice progresse depuis le début de l'année de 15,7% (dividendes non réinvestis) et affiche même un impressionnant +30% depuis son point bas de la fin du mois de septembre 2022. Une différence remarquable avec l'indice de la zone Euro que nous suivons chaque semaine, le MSCI EMU, qui affiche respectivement +13% et +27% sur les mêmes périodes.



Comment expliquer ce chemin parcouru ? La réponse se situe comme souvent dans la composition de l'indice en lui-même et à l'augmentation depuis plus de 10 ans du poids des acteurs du segment du luxe comme nous l'analysions dans le cadre d'une de nos précédentes Perspectives Economiques et Financières. A elles seules LVMH (+42,7%), Hermès (+61,6%) et Kering (+26,4%) expliquent près d'un quart de la progression en points de l'indice depuis la fin du mois de septembre, une particularité de la cote française. Alors que les sociétés de ce secteur ne représentaient qu'un peu plus de 6% de l'indice en 2010, ils en représentent aujourd'hui plus du triple comme vous pouvez le voir sur le graphique ci-contre. Cela fait d'ailleurs écho à l'atteinte pour la première fois de son histoire du niveau de 500 milliards EUR de capitalisation boursière pour la société LVMH le 24/04/23.

Ces performances sont à mettre au crédit de la performance opérationnelle des sociétés, surtout de leur capacité à augmenter leur prix et ainsi à faire progresser leur rentabilité même dans un environnement complexe comme celui que nous décrivons actuellement. Les espoirs concernant la réouverture de l'économie chinoise ont également été un facteur de soutien important pour la performance du secteur. Malgré des publications du premier trimestre de 2023 solides et un positionnement qui est censé être plus favorable que d'autres acteurs de la consommation, la question se pose quant à la capacité des sociétés à faire face à une éventuelle récession à l'échelle mondiale qui semble se profiler. Par conséquent c'est donc un élément de risque sur la performance de l'indice CAC 40 pour le reste de l'année qu'il faudra bien garder à l'esprit.

Julien Chevalier

Responsable d'équipe Gestion Mandats Actions Europe

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	28/04/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7		17/03/23		30/12/22		sur 12 mois	
MSCI EMU	149	150	140	132	136	-0,8	↓	6,5	↑	13,0	↑	9,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	965	968	921	907	977	-0,3	↓	4,8	↑	6,5	↑	-1,2	↓
MSCI EMU Small Cap	414	412	386	370	415	0,5	↑	7,5	↑	11,9	↑	-0,1	↓
MSCI Europe	157	158	147	143	149	-0,5	↓	7,0	↑	10,1	↑	5,0	↑
France CAC40	7 492	7 577	6 925	6 474	6 508	-1,1	↓	8,2	↑	15,7	↑	15,1	↑
Allemagne DAX30	6 451	6 460	6 019	5 693	5 865	-0,1	↓	7,2	↑	13,3	↑	10,0	↑
Italie MIB	27 077	27 746	25 495	23 856	24 056	-2,4	↓	6,2	↑	13,5	↑	12,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 871	7 914	7 335	7 452	7 509	-0,6	↓	7,3	↑	5,6	↑	4,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 977	8 956	8 375	8 417	8 910	0,2	↑	7,2	↑	6,7	↑	0,8	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

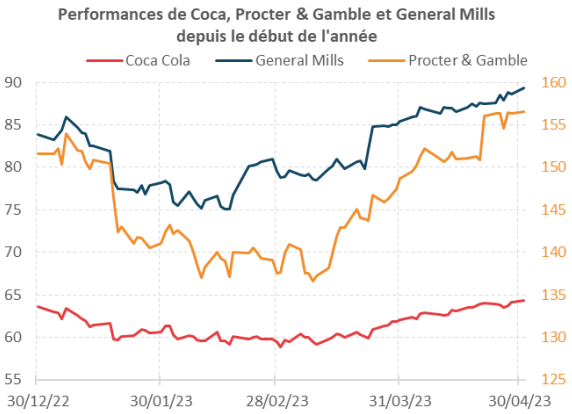
En Asie, les marchés clôturent la semaine en baisse pénalisés par la reprise des tensions sino-américaines sur le front de la technologie et notamment sa sous-composante mémoire ainsi que par les craintes de récession. Dans ce contexte, l'Inde affichait la meilleure performance soutenue par sa relative neutralité géopolitique, son économie plus domestique et une série de bonnes publications dans les secteurs les plus défensifs. Le Japon était aussi en hausse après la décision de la banque centrale japonaise de maintenir sa politique de taux inchangée, continuant ainsi à s'inscrire en contraste avec la dynamique de resserrement monétaire en Europe et aux Etats-Unis. A l'inverse, la Thaïlande affichait la plus forte baisse pénalisée par le risque politique à quelques jours des élections législatives. La Corée du Sud était aussi en baisse compte tenu de la sensibilité du pays au cycle économique et l'impact des tensions géopolitiques sur ses géants technologiques (SK Hynix, Samsung). Côté sociétés, on notera la demande de l'administration Biden aux sociétés coréennes de mémoire de ne pas augmenter leurs exportations vers la Chine en cas de restrictions commerciales chinoises contre leur concurrent américain Micron.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en hausse de près de 1%, porté par les résultats des géants du numérique, alors que la saison des résultats des entreprises reste mitigée dans un contexte marqué par les craintes de récession et la reprise du stress bancaire.

Par secteurs, les services de communication affichaient la plus forte hausse après les résultats d'Alphabet et de Meta qui bénéficient à la fois du transfert des budgets des annonceurs vers des sociétés établies face à un contexte économique dégradé mais aussi d'une amélioration de leurs marges, conséquence des plans de maîtrise des coûts mis en place ces derniers mois. La technologie était aussi en forte hausse portée par Microsoft après une publication rassurante sur la dynamique de croissance du Cloud. A l'inverse, les services aux collectivités, les industrielles et la santé affichaient les plus fortes baisses après une série de publications décevantes. Côté sociétés, malgré le plan de sauvetage entamé mi-mars par 11 banques américaines, les inquiétudes autour de First Republic se sont poursuivies après la publication d'une baisse de 100 milliards de dollars de ses dépôts au premier trimestre. L'agence américaine en charge de garantir les dépôts bancaires a donc décidé de saisir l'établissement et de sélectionner JPMorgan comme repreneur de l'ensemble des dépôts et de la quasi-totalité des actifs au terme d'une vente aux enchères. Cette nouvelle faillite bancaire représente la quatrième depuis le début de l'année.

Le Focus de la semaine : Consommer à tout prix… mais jusque quand ?

Alors que les licenciements massifs dans le secteur technologique et les restrictions d'accès au crédit sont venus ternir les perspectives de dépenses de consommation pour 2023, les résultats du premier trimestre des sociétés de grande consommation continuent de refléter une insolente santé. En effet, les leaders de la grande distribution continuent d'afficher des croissances organiques très élevées, à l'instar de Coca-Cola (+12%), Procter & Gamble (+7%) ou General Mills (+16%). Notons toutefois que cette croissance est principalement tirée par des hausses de prix à deux chiffres, tandis que les volumes s'affichent en légère baisse. Les consommateurs américains semblent finalement accepter de payer davantage pour continuer de consommer leurs produits préférés. Cette dynamique de croissance des prix permet encore d'afficher de solides niveaux de croissance des résultats, tirés par une amélioration des marges dans un contexte de ralentissement des prix des intrants et de gains de productivité. Plusieurs éléments peuvent expliquer cette vigueur de la demande : une résilience de la demande des consommateurs à plus bas revenus qui bénéficient de la baisse du prix de l'essence et de la hausse des prestations sociales initiées en janvier 2023 (+8,7% pour environ 70 millions d'Américains) et une faible élasticité de la demande (sur ces catégories de produits) venant limiter la pénétration des marques distributeurs. Les équilibres prix – volumes sont au cœur de la capacité des entreprises à afficher des croissances de résultats, un équilibre instable et surtout limité à un faible nombre de sociétés, capable de justifier d'une marque très forte. Alors que la confiance des consommateurs américains a atteint son plus bas niveau en neuf mois au cours du mois d'avril, nous sommes très attentifs à l'attractivité des marques et la fidélité des consommateurs à celles-ci pour justifier d'une capacité à maintenir des résultats en croissance.



Sources : Covéa Finance, bloomberg.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales

Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	28/04/23	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	4 169	4 134	3 919	3 840	4 132	0,9	6,4	8,6	0,9	0,6	3,6	5,5	-3,4
Etats-Unis - Dow Jones	34 098	33 809	32 155	33 147	32 977	0,9	6,0	2,9	3,4	0,6	3,3	-0,1	-1,0
Etats-Unis - Nasdaq	12 227	12 072	11 428	10 466	12 335	1,3	7,0	16,8	-0,9	1,0	4,2	13,5	-5,1
Japon Nikkei 300	432	427	408	401	403	1,3	6,0	7,9	7,3	-0,5	1,8	0,9	-2,1
Corée du Sud KOSPI	2 502	2 544	2 349	2 280	2 695	-1,7	6,5	9,7	-7,2	-2,9	1,1	-0,1	-16,4
Chine - Shanghaï	3 323	3 301	3 245	3 089	3 047	0,7	2,4	7,6	9,1	-0,1	-0,8	3,9	-0,4
Hong Kong Hang Seng	19 895	20 076	19 248	19 781	21 089	-0,9	3,4	0,6	-5,7	-1,2	0,7	-2,9	-9,7
Marchés Emergents - MSCI	977	981	945	956	1 076	-0,4	3,4	2,2	-9,2	-0,7	0,7	-0,7	-13,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

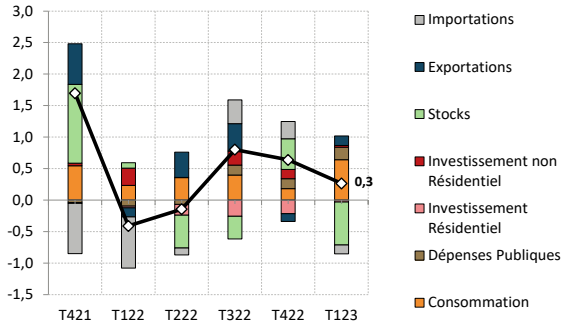
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Malgré la vigueur de la consommation, la croissance du PIB fléchit au premier trimestre »

Le ralentissement de la croissance américaine s'est amplifié au premier trimestre. Le Produit Intérieur Brut a progressé de 0,3% en glissement trimestriel, après 0,6% au quatrième trimestre (T4) 2022. La consommation demeure le principal moteur de la croissance avec une progression trimestrielle de 0,9%, contre 0,3% le trimestre précédent. Cette accélération repose à la fois sur la poursuite du dynamisme des dépenses en services (+0,6%) et sur le rebond des achats de biens durables (+1,7%, au plus haut depuis juin 2021), reflet d'achats de voitures particulièrement dynamiques. Il faut toutefois noter que le dynamisme de la consommation a été concentré sur le mois de janvier, tandis que les mois de février et mars ont été très mitigés (voir infra), ce qui n'augure pas d'un élan favorable pour le deuxième trimestre. **Si la consommation a tenu bon, l'investissement montre en revanche des signes de faiblesse**. La croissance des dépenses des entreprises a ralenti à 0,2% en glissement trimestriel, contre 1% au trimestre précédent, sous l'effet d'un nouveau recul des dépenses en biens d'équipements (-1,9%) et d'un ralentissement de la dynamique des dépenses liées à la propriété intellectuelle (logiciels, recherche et développement...) qui affichent leur plus faible performance depuis le printemps 2020 (+0,9%). Les dépenses dans les infrastructures enregistrent en revanche un second trimestre consécutif de rebond (2,7%), après trois ans de repli. A la suite d'une longue phase d'accumulation de stocks, ceux-ci ont stagné au T1 (-1,6 Mds$, après +136Mds$ au T4 2022), ce qui implique une forte contribution négative à la croissance trimestrielle (-0,7 point de croissance). Du côté du résidentiel, l'investissement a poursuivi sa baisse, bien qu'à un rythme moins prononcé (-1,1%, après -7% au T4 2022). En rythme annuel, l'investissement résidentiel s'inscrit désormais en contraction de -19%. La balance commerciale des biens et services a peu évolué au cours du trimestre, sous l'effet d'une progression équivalente des importations et des exportations. Enfin, les dépenses publiques sont restées orientées à la hausse, tirées notamment par la défense.

Etats-Unis : Contribution à la croissance trimestrielle (Volume, AVS)



Sources : BEA, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Ventes logements neufs	*Milliers d'unités*	mars-23	**683**	623	769	641
Conf. des consommateurs - Conference Board	*Indice*	avr.-23	**101,3**	104,0	112,7	104,5
Conf. des consommateurs - Michigan	*Indice*	avr.-23	**63,5**	62,0	77,6	59,0
Ventes au détail	*Val, CVS, GA%*	mars-23	**2,3**	5,2	18,2	9,7
Revenu disponible	*Vol, CVS, GA%*	mars-23	**4,0**	3,2	1,9	-6,1
Dépenses de consommation	*Vol, CVS, GA%*	mars-23	**1,9**	2,2	8,3	2,7
PIB	*Vol, CVS, GA%*	T1 23	**1,6**	0,9	5,9	2,1

**Du 24/04/2023 au 30/04/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

Le revenu des ménages a progressé de 0,3% en glissement mensuel en mars, comme en février. Pour autant, les dépenses de consommation ont stagné par rapport au mois précédent, en volume comme en valeur, sous l'effet de baisses des achats de biens durables (-0,9% sur le mois) et non-durables (-0,4%), tout juste compensées par la progression de 0,4% des dépenses de services. Le taux d'épargne est remonté à 5,1% (+0,3 point en un mois), au plus haut depuis décembre 2021. Les prix des dépenses de consommation (indicateur d'inflation privilégié par la Réserve fédérale) ont progressé de 0,1%, leur plus faible hausse sur un mois depuis juillet dernier. Hors alimentation et énergie, la progression sur le mois est la même. Sur un an, cet indice de prix s'est affiché en hausse de 4,2%, sa plus faible progression depuis mai 2021. En revanche, **hors alimentation et énergie, l'inflation reste élevée, à 4,6% contre 4,7% en février.** Du côté des données d'enquête, la confiance du consommateur s'est dégradée en avril selon l'indice du Conference Board, qui passe de 104 points à 101,3. Cette baisse est entièrement liée aux attentes futures. L'indicateur *Labor Differential,* qui évalue l'appréciation des difficultés à obtenir un emploi, a progressé à 37,3 points, signalant que le marché du travail est toujours perçu comme étant très tendu. Concernant les tensions salariales, l'indice ECI de coût de l'emploi a progressé de 1,1% au T1 2023, après 1,2% au trimestre précédent. En rythme annuel, la croissance de l'indice ralentit à 4,9%, après 5,1%, confirmant une très lente décrue des pressions.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables s'inscrivent en hausse de 3,2% en glissement mensuel en mars, sous l'effet d'un bond de l'aviation civile, composante très volatile. Pour les biens intensifs en capital hors défense et aviation civile, qui approchent le mieux l'investissement productif des entreprises, la dynamique est en revanche négative avec une contraction de 0,4% et le chiffre de février a été révisé en baisse avec un recul de 0,7%. Cette publication confirme un ralentissement de la croissance de l'investissement au cours du premier trimestre, visible dans la publication du PIB, et laisse présager une poursuite de la faiblesse au deuxième trimestre. Par ailleurs, l'indicateur d'enquête ISM manufacturier a légèrement progressé en avril, passant de 46,3 à 47,1 points, un niveau renvoyant toujours à une contraction de l'activité. Les principales sous-composantes de l'enquête sont en légère hausse (emploi, nouvelles commandes) mais demeurent sur des niveaux dégradés.

Dans l'immobilier, l'indice des prix S&P Case-Schiller a progressé en février pour la première fois depuis 8 mois (+0,2% en glissement mensuel). Parmi les vingt plus grandes villes, neuf s'inscrivent en hausse. En rythme annuel, la croissance des prix ralentit à 2,1%, contre 3,8% en janvier. Les ventes de logements neufs ont par ailleurs rebondi en mars, confirmant une meilleure orientation depuis le début d'année.

Sur le plan budgétaire, les Républicains sont parvenus à faire passer leur proposition de loi pour le relèvement du plafond de la dette à la Chambre des Représentants, par une très courte majorité (217 à 215). Ce plan prévoit des coupes budgétaires massives (voir *suivi hebdo du 24 avril 2023*) auxquelles les Démocrates sont opposés. **Le texte a donc très peu de chance d'être adopté en l'état au Sénat**, où les Démocrates détiennent la majorité, mais il sera un point de départ pour les négociations entre les deux partis, qui devront aboutir dans les prochaines semaines. La Secrétaire au Trésor Janet Yellen a en effet annoncé dans un lettre adressée au Congrès le 1er mai que l'Etat fédéral pourrait être à cours de liquidité dès le 1er juin, en l'absence d'accord sur le relèvement du plafond de la dette.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

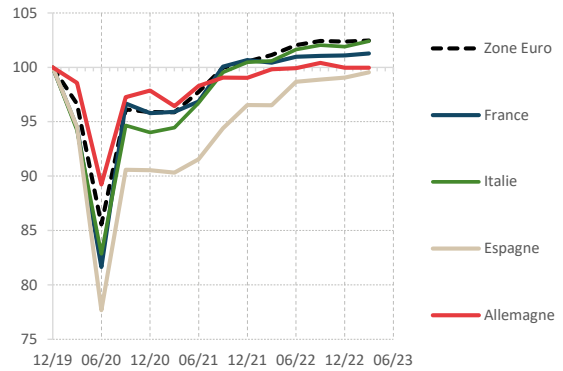
Suivi Macroéconomique

Europe

« Faible croissance dans la zone euro »

Dans la zone euro, le PIB a progressé de 0,1% au premier trimestre et de 1,3% en un an. La croissance a été de 0,2% en France, alors que, en première estimation, le PIB allemand a stagné. La demande domestique est restée mal orientée au premier trimestre en Espagne (-0,8% malgré un rebond de 1,9% de l'investissement fixe). Elle a, au contraire, soutenu l'activité en France avec un rebond simultané de la consommation des ménages (+2,7% en séquentiel, malgré une nouvelle baisse de 1,3% de la consommation des ménages en biens en mars) et de l'investissement (+2,2% sur le trimestre). En Allemagne, Destatis nous dit que la consommation s'est contractée, mais que l'investissement a progressé.

Zone Euro : PIB (Volume, 100 au T4 2019)



Sources : Eurostat, Refinitiv, Covéa Finance *Dernier point T1 23*

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	PIB	*Vol, CVS, GA%*	T1 23	**1,8**	1,8	5,3	3,5
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	*Indice*	avr.-23	**93,7**	91,1	100,1	84,3
	PIB	*Vol, CVS, GA%*	T1 23	**-0,1**	0,8	2,6	1,9
FR	Dépenses de consommation	*Vol, CVS, GA%*	mars-23	**-4,2**	-4,1	3,9	-3,0
	PIB	*Vol, CVS, GA%*	T1 23	**0,8**	0,4	6,8	2,6
IT	PIB	*Vol, CVS, GA%*	T1 23	**1,8**	1,4	7,0	3,8
ES	PIB	*Vol, CVS, GA%*	T1 23	**3,8**	2,9	5,5	5,5

**Du 24/04/2023 au 30/04/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

L'indice de sentiment économique de la Commission Européenne a progressé de 0,1 point en avril dans la zone euro, à 99,3. Il reste ainsi légèrement inférieur à sa croissance de long terme (100 par construction). La légère amélioration de la confiance des agents économiques résulte de mouvements divergents, notamment entre les services (+0,9 point à +10,5) et l'industrie (-2,1 point à -2,6). On note aussi une légère progression de la confiance des consommateurs (de -19,1 à -17,5) et dans le commerce de détail (de -1,5 à -1,0). La confiance est stable dans les entreprises de construction (à +1,0). L'indicateur des perspectives d'emploi reste au-dessus de sa moyenne de long terme, à 107,4, malgré trois mois de recul. Le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie manufacturière a progressé de 0,2 point, à 81,2%) au premier trimestre, pour se maintenir au-dessus de sa moyenne de long terme. Alors que les industriels mettent en avant la faiblesse de la demande, leurs carnets de commandes représentent encore cinq mois de production, ce qui est encore très proche du plus haut historique atteint au deuxième semestre 2022, à 5,1 mois. Dans l'industrie manufacturière, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement semblent diminuer rapidement, alors que les difficultés de recrutement reculent un peu. Mais, dans les services, les tensions restent importantes.

En estimation préliminaire, **l'inflation** a augmenté en France (hausse de 6,9% en avril sur un an de l'IPCH après +6,7%) et en Espagne (+3,8% après +3,1%). Elle a, toutefois, légèrement reculé en Allemagne (+7,6% contre +7,8%).

La Commission européenne a présenté ses propositions de réforme du pacte de stabilité et de croissance. Les références (déficit < à 3% du PIB et dette publique < à 60% du PIB) perdurent. Chaque année, les Etats-membres devront présenter leur trajectoire d'ajustement budgétaire, sous forme « d'objectifs pluriannuels de dépenses », qui deviendraient l'indicateur opérationnel unique pour la surveillance budgétaire. Les pays qui respectent les critères recevront seulement des « informations techniques » pour ne pas risquer de les dépasser. Mais les pays qui dépassent l'un ou l'autre des niveaux de référence recevront une « trajectoire technique » qui visera à ce que le ratio de dette/PIB soit placé sur une tendance descendante ou bien qu'il soit maintenu à un niveau « plausible ». Ces trajectoires et informations techniques guideront les Etats-membres dans la définition de leurs trajectoires pluriannuelles de dépenses. Par ailleurs, le ratio de dette publique devra être plus bas à l'issue de la période couverte par le plan qu'en début de période et le déficit devra être réduit de 0,5 point de PIB par an tant qu'il restera supérieur à 3% du PIB. Les Etats bénéficiant d'une période d'ajustement prolongée ne devront pas concentrer les efforts en fin de période. Les Etats bénéficieront d'une trajectoire d'ajustement plus progressive s'ils s'engagent, dans leurs plans, à réaliser un ensemble de réformes et d'investissements répondant à des critères spécifiques transparents. Le texte prévoit la mise en place d'un régime plus strict pour le contrôle de l'application des règles : 1) les Etats membres dont la dette publique est très élevée seront soumis à une procédure de déficits excessifs s'ils s'écartent de leur trajectoire d'ajustement budgétaire ; 2) le non-respect des engagements en matière de réformes et d'investissements justifiant une prolongation de la période d'ajustement entraînera une réduction de sa durée. En l'état, ce projet ne satisfait pleinement personne, et en particulier ni le ministère allemand des finances, ni Bercy.

Avant la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE consacrée à l'examen de la politique monétaire, les banquiers centraux européens se sont globalement exprimés en faveur de la poursuite de la hausse des taux. Ils préfèrent généralement ne pas s'engager sur la taille du mouvement qui reste à accomplir pour ramener l'inflation vers le niveau désiré par la banque centrale. De son côté, Isabel Schnabel estime que l'attachement aux données ne permet pas d'exclure que les taux seront encore remontés de 50 points de base cette semaine. D'autres, en revanche, se veulent plus prudents, notamment au regard de la dégradation de la conjoncture économique et des risques financiers.

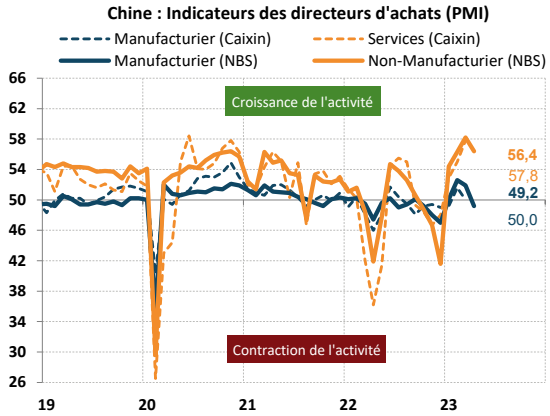
Jean-Louis Mourier
Economiste

Suivi Macroéconomique

Asie

« Pour la BoJ, les conditions ne sont toujours par réunies pour justifier une normalisation monétaire »

La Banque du Japon (BoJ) change de gouverneur mais pas encore de politique. A l'occasion de la première réunion de politique monétaire du Gouverneur Ueda, la BoJ a conservé ses mesures d'assouplissement monétaire. Le taux directeur est maintenu à -0,1% et elle vise un taux souverain à 10 ans nul, avec une fourchette de fluctuation admise de plus ou moins 50 points de base impliquant des achats illimités de titres lorsque la borne haute est atteinte. Néanmoins, la BoJ a modifié ses indications sur l'orientation future de la politique monétaire, en supprimant de son communiqué qu'elle « s'attend à ce que les taux directeurs à court et à long terme restent à leur niveau actuel ou à un niveau inférieur ». En outre, les projections d'inflation (hors produits alimentaires frais) des membres du conseil de la BoJ ont été revues à la hausse à 1,8% pour l'AF 2023 (année fiscale se terminant en mars 2024), contre 1,6% dans les projections de janvier, et à 2% pour l'AF 2024, contre 1,8% dans les projections de janvier. Enfin, les premières projections publiées pour l'AF 2025 décrivent un recul de l'inflation à 1,6% ce qui suggère que la BoJ ne s'attend toujours pas à ce que l'économie atteigne durablement son objectif de 2% d'inflation. Lors de la conférence de presse, K. Ueda a en effet évoqué « une tendance positive qui se dessine sur les prix » mais qui resterait insuffisante pour que la BoJ puisse sereinement considérer que l'objectif d'inflation de 2% soit atteint. Face aux importantes incertitudes sur l'économie mondiale, le nouveau gouverneur a insisté sur la nécessité d'évaluer les évolutions avec patience. Il a également réitéré que l'assouplissement monétaire agressif des dernières années avait eu d'importantes externalités sur l'économie et a annoncé que la BoJ procédera à un large réexamen de sa politique monétaire sur une période de 12 à 18 mois. Les différents outils de la banque centrale devront ainsi être réévalués pour « trouver le bon équilibre entre leurs avantages et inconvénients ».



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance *Dernier point avr 2023*

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Taux de chômage	*% de la pop. act.*	mars-23	**2,8**	2,6	2,8	2,6
	Ventes au détail	*Val, NCVS, GA%*	mars-23	**7,2**	7,3	2,7	2,6
	Prod. Industrielle	*Vol, CVS, GA%*	mars-23	**-0,8**	-1,4	5,6	0,1
CH	PMI Non-manufacturier	*Indice*	avr.-23	**56,4**	58,2	52,9	49,1
	PMI Manufacturier	*Indice*	avr.-23	**49,2**	51,9	50,5	49,1

**Du 24/04/2023 au 30/04/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

L'industrie japonaise reprend des couleurs. La production industrielle a augmenté de 0,8% en glissement mensuel en mars et conserve donc une dynamique solide après le redressement de février. Néanmoins, la production reste en sous régime et affiche un déclin de 1,8% en glissement trimestriel sur l'ensemble du T1 2023, après une baisse déjà importante au T4 2022. En outre, le détail des données de mars rapporte le maintien de difficultés importantes dans le secteur de l'électronique qui souffre d'une faible demande internationale. En revanche, le redressement reste principalement porté par la production automobile, en hausse de 5,2% en glissement mensuel en mars, qui semble bénéficier de l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement.

La consommation japonaise reste solide. Les ventes au détail ont augmenté pour un 4ème mois consécutif à 0,6% en glissement mensuel en mars, principalement tirée par la hausse de 12,8% des ventes de véhicules. La vigueur de la consommation illustre en partie la bonne orientation de la confiance des ménages avec les hausses des primes et salaires de bases.

En Chine, les autorités continuent de mettre l'accent sur le soutien à la croissance économique. A l'occasion de sa réunion d'avril, le Politburo (organe décisionnel du Parti communiste chinois) a acté la victoire du pays contre l'épidémie de Covid-19 mais est resté prudent quant à la solidité de la reprise de l'activité. Les membres ont notamment mis l'accent sur des défis prioritaires à relever pour l'économie chinoise tels que le renforcement du soutien à la demande (consommation des ménages et investissements), le soutien à l'emploi (notamment des jeunes diplômés) et la modernisation de l'industrie, en particulier s'agissant des infrastructures énergétiques, des véhicules électriques et de l'intelligence artificielle. Le Politburo a également réitéré son engagement en faveur du développement du secteur privé et du renforcement de l'attractivité pour les investissements étrangers. Enfin, les dirigeants ont mis l'accent sur la nécessité de prévenir les risques liés au marché de l'immobilier, à la dette des gouvernements locaux et aux banques régionales.

La prudence du Politburo est confortée par l'enquête PMI, qui décrit un certain essoufflement de la reprise. En particulier, le PMI manufacturier est retourné en zone de contraction à 49,2 après le bon redressement des derniers mois. Cette faiblesse de l'industrie chinoise renvoie surtout aux fragilités de la demande, tant domestique qu'internationale, pour les biens. L'indice PMI non manufacturier affiche toujours une solide expansion à 56,4 mais à un rythme toutefois moins prononcé qu'en mars (58,2). L'enquête continue de décrire une dynamique robuste dans les services, qui bénéficient de la réouverture de l'économie et des périodes de congés, et dans la construction, qui est tirée par les investissements publics dans les infrastructures et la normalisation du secteur immobilier.

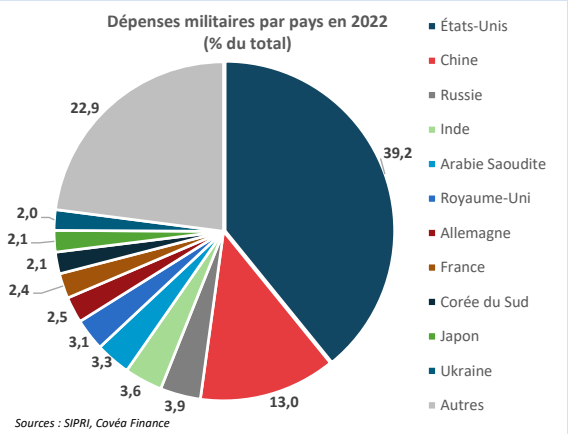
En Corée du Sud, l'économie se redresse partiellement mais d'importantes faiblesses se maintiennent. Le PIB affiche une croissance trimestrielle de 0,3% au T1 2023 après le déclin de 0,4% du T4 2022. La consommation des ménages, qui s'était fortement dégradée fin 2022, est le principal moteur de ce redressement bien que le déclin du T4 2022 n'ait pas été intégralement compensé. Ce rebond du PIB est toutefois à nuancer par la forte contribution positive (0,2 point) des variations de stocks, reflet d'une demande domestique et internationale toujours contrainte. En outre, les investissements (FBCF) ont décliné sur le trimestre (-0,2%) dans un environnement toujours incertain et face au resserrement de la politique monétaire. Enfin, la contribution de la balance commerciale à la croissance reste légèrement négative (-0,1 point) en dépit de la meilleure orientation des exportations.

Louis Martin
Economiste Zone Asie

Suivi Macroéconomique

Focus : les dépenses militaires augmentent avec la guerre russo-ukrainienne et la montée des tensions géopolitiques

Selon le rapport annuel de l'Institut international de recherche sur la paix de Stockholm (SIPRI), **les dépenses militaires dans le monde ont enregistré une hausse prononcée de 3,7% en termes réels en 2022**, pour atteindre 2 240 Mds$ (2,2% du PIB mondial), soit un plus haut historique.



Les États-Unis sont, de loin, le premier pays en termes de dépenses militaires avec 39% des dépenses mondiales, bien qu'elles représentent une moindre fraction de leur PIB que par le passé (3,5% en 2022 contre 4% en 2013). **La Chine occupe la deuxième place avec 13% des dépenses militaires mondiales** selon les estimations du SIPRI et affiche une croissance rapide de ses dépenses (en hausse de 63% en volume entre 2013 et 2022).

Les données de 2022 sont surtout marquées par le conflit russo-ukrainien. Selon les estimations du SIPRI, les dépenses militaires de la Russie ont augmenté de 9,2% en volume en 2022, pour atteindre 86,4 Mds$ (4,1% du PIB), portant le pays en troisième position avec 3,9% des dépenses mondiales. De façon plus spectaculaire, les dépenses militaires de l'Ukraine ont augmenté de 640% en 2022 à 44 Mds$, soit 34% du PIB pays, et un peu plus de la moitié des dépenses de la Russie. Il convient de noter que ce total n'inclut pas l'aide militaire internationale qui est comptabilisée dans les dépenses du pays donateur et non du pays bénéficiaire. Si l'aide internationale reçue par l'Ukraine en 2022, estimée à 30 Mds$, était incluse à ses dépenses militaires, le pays atteindrait la sixième place mondiale en termes de dépenses militaires, devant le Royaume-Uni et juste derrière l'Arabie saoudite (contre la 11ème place avec la comptabilisation retenue par le SIPRI).

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.