

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

15 mai 2023

Nomades

La banque californienne PacWest semble, après avoir perdu 80% de sa capitalisation boursière en quelques jours, pouvoir être la 5ème banque à « faillir » après First Republic, SVB, Signature et Silvergate. On note la concentration de ces dernières difficultés bancaires sur la cote ouest des Etats-Unis, berceau des révolutions digitales et...des faiblesses intrinsèques de leurs modèles industriels (endettement et levier). La Californie, 5ème « Etat » le plus riche au monde, apparaît bien comme un maillon faible à l'heure du post-covid19 et de l'effondrement de l'écosystème des cryptomonnaies. Et si San Francisco ne ressemble pas encore au Détroit des années 1980-1990, la BNP doit pourtant se féliciter d'avoir cédé sa filiale BankWest en début d'année...

Au-delà des éléments d'explications ex-post, micro-économiques et sociologiques, de cette cascade d'effondrements bancaires, il faut simplement souligner que toute inversion majeure de politique monétaire est historiquement source de crises financière et économique. Et les Etats-Unis n'y échappent pas aujourd'hui alors que l'ampleur et la vitesse de cette inversion ont été particulièrement importantes. Cette intensité avec laquelle les banques centrales ont utilisé l'arme des taux d'intérêt pour contrer une inflation dont la profondeur avait été mal diagnostiquée explique une grande partie des difficultés actuelles des banques américaines, piégées dans des adossements mal ajustés entre des actifs obligataires en moins values latentes et des ressources versatiles. Des dépôts à vue d'autant plus enclins à migrer rapidement que leurs détenteurs sont, certes habiles pour utiliser les outils « distanciels », mais surtout acteurs eux-mêmes du secteur des technologies dont la situation économique et sociale se dégrade de façon continue depuis plusieurs années maintenant.

Sans la confiance des déposants et de leurs comptes « à vue » qui constituent les 2/3 des ressources des établissements financiers américains, les banques régionales comme les banques nationales ne pourront survivre et l'utilisation des « fenêtres » de liquidité de la Fed ne sera pas de nature à agir pleinement sur la fidélité des clients et la fuite des épargnants. De la même façon, le recours à une banque systémique pour reprendre le bilan d'une concurrente en grande difficulté à sa limite; celle d'effrayer à son tour les partenaires et déposants de la dite banque systémique. Une question de confiance qui se pose étonnamment au même moment sur la dette souveraine américaine des Etats-Unis alors que ses élus peinent à établir un nouveau plafond à celle-ci. Autant de questions sur lesquelles nos équipes travaillent dans le cadre des préparations de notre prochain PEF (Perspectives Economiques et Financières) qui vous sera présenté en juin prochain.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

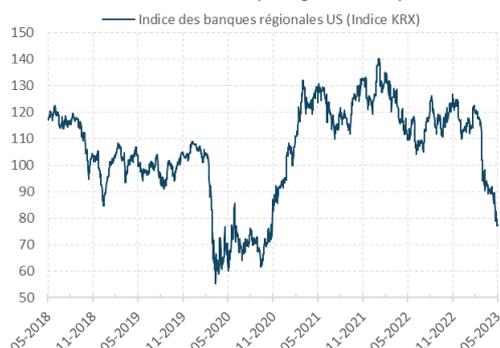
Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...toute inversion majeure de politique monétaire est historiquement source de crises.. »

Evolution de l'indice des banques régionales US depuis 5 ans



Sources : Covéa Finance, bloomberg.

| Nos clefs de lecture | Niveaux | | | Variations (en %) | |
|--|----------|----------|-----------|-------------------|-------------|
| | 12/05/23 | 17/03/23 | T-12 mois | 17/03/23 | sur 12 mois |
| Marché des changes | | | | | |
| € / \$ | 1,085 | 1,067 | 1,038 | 1,7 | 4,5 |
| € / £ | 0,872 | 0,876 | 0,851 | -0,5 | 2,4 |
| € / Yen | 147,24 | 140,67 | 133,22 | 4,7 | 10,5 |
| Matières premières et Transport et marchandises | | | | | |
| Pétrole (Brent, \$ par baril) | 75 | 73 | 107 | 2,8 | -30,2 |
| Indice CRB* | 545 | 543 | 629 | 0,4 | -13,4 |
| Prix de l'once d'Or | 2 020 | 1 974 | 1 825 | 2,3 | 10,7 |
| Prix de la tonne de cuivre | 8 164 | 8 580 | 9 090 | -4,9 | -10,2 |
| Indice Baltic Dry** | 1 608 | 1 535 | 3 117 | 4,8 | -48,4 |
| Indice Coût Fret Conteneur SCFI*** | 983 | 910 | 4164 | 8,1 | -76,4 |

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

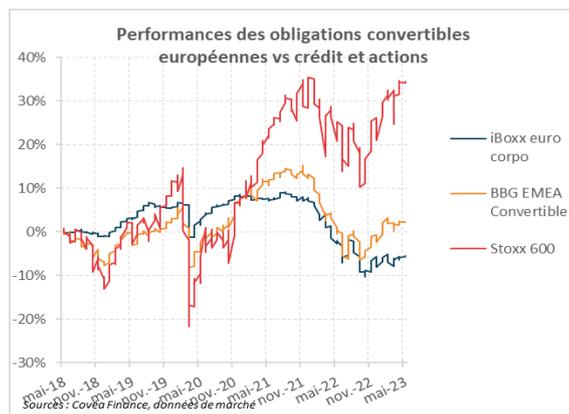
En Zone euro, les taux souverains affichent une légère détente sur la semaine. Les chiffres d'inflation en Allemagne (+7,2%) et en France (+5,9%) sont sortis conformes aux attentes. Les rendements à 10 ans de l'OAT et du Bund baissent de 2 pbs à respectivement 2,86% et 2,28%. Le mouvement est comparable sur les dettes périphériques, et l'écart de taux entre le 10 ans italien et le 10 ans allemand est inchangé à 190 pbs (points de base). La tendance sur les courbes était à l'aplatissement sur les parties 2-10 ans.

Sur le marché du crédit en zone euro, les primes de risque sont restées stables, tandis que l'activité primaire a été dynamique avec notamment les émissions de BP (7 et 12 ans, 1,5Md€ au total), Tele2 (6,5 ans, 500M€), L'Oréal (2 et 5 ans, 2Mds€ au total), Deutsche Bahn (10 ans, 600M€) et Eramet (5 ans, 500M€).

Aux Etats-Unis, la publication de l'inflation légèrement en-deçà des attentes à 4,9% a alimenté la théorie d'une fin de cycle de resserrement monétaire mais les inquiétudes autour des banques régionales et du plafond de la dette persistent. D'autant qu'en fin de semaine, des propos un cran plus agressifs de la part de la membre de la Fed, Michelle Bowman, rappelant que la dissipation de l'inflation n'était toujours pas acquise, ont apporté de la volatilité : le taux à 10 ans américain a ainsi progressé de 2 pbs à 3,46% sur la semaine mais de 6pbs sur la journée de vendredi. L'inversion de la courbe s'accroît avec un taux à 2 ans en hausse de 7 pbs à 3,99%. La gouverneure a également insisté sur le fait que les taux d'intérêt ne devraient pas baisser rapidement si la Fed voulait atteindre durablement la cible de 2%. Les incertitudes quant à l'évolution des taux américains restent donc d'actualité.

Le Focus de la semaine : Le marché des obligations convertibles depuis le début de l'année.

Les obligations convertibles européennes ont repris des couleurs depuis le début de l'année, après un millésime 2022 peu favorable à la classe d'actif. L'année dernière, les convertibles avaient en effet été affectées par la hausse brutale des taux, l'écartement des primes de risque du crédit et la contre-performance des actions. Elles avaient ainsi connu leur pire année depuis 2008, affichant une performance de -13,68% (indice Bloomberg EMEA Convertible Europe) inférieure à celle des indices actions (-10,64% pour l'indice Stoxx 600). A contrario, les principaux moteurs de performance semblent mieux orientés en 2023 : détente des taux souverains (-12 pbs pour le rendement de l'OAT à 5 ans), compression des primes de crédit (-20 pbs pour l'indice synthétique iTraxx Crossover) et hausse des actions (+10,70% pour le Stoxx 600). L'indice EMEA Convertible Europe progresse ainsi de 4,63% depuis le début de l'année (donnée au 11/05). L'activité primaire, élément clé de la classe d'actif, en raison du gisement limité, et de son besoin d'être au moins renouvelé à défaut d'être étendu, se présente également sous de meilleurs auspices qu'en 2022 où le marché avait compté seulement 21 émissions pour un total de 7,2Mds€. A ce jour, il y a eu 15 émissions totalisant 5,8Mds€ (2,0Mds€ à la même époque l'année dernière). Si le rythme se maintient, les volumes cumulés n'atteindront pas la moyenne de 19 Mds€ observée entre 2017 et 2021 mais devraient compenser le volume de titres arrivant à échéance cette année. L'espoir d'une accélération du rythme est néanmoins permis en raison des niveaux de taux qui encouragent certains émetteurs à recourir aux obligations convertibles plutôt qu'à des obligations classiques pour se financer, la différence de coupon étant à nouveau significative.



Charles Lepic
Gérant OPC Taux



| Marchés Obligataires | Niveaux | | | | | Variations (en pbs) | | | | Pente* (en pbs) | |
|------------------------------|----------|-------|----------|----------|-----------|---------------------|----------|----------|-------------|-----------------|-----------|
| | 12/05/23 | 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 | | | | | | | | | | | |
| Réserve Fédérale Américaine | 5,25 | 5,25 | 4,75 | 4,50 | 1,00 | 0,00 | 0,50 | 0,75 | 4,25 | | |
| BCE - Taux Repo | 3,75 | 3,75 | 3,50 | 2,50 | 0,00 | 0,00 | 0,25 | 1,25 | 3,75 | | |
| BCE - Taux Facilité de dépôt | 3,25 | 3,25 | 3,00 | 2,00 | -0,50 | 0,00 | 0,25 | 1,25 | 3,75 | | |
| Banque d'Angleterre | 4,50 | 4,25 | 4,00 | 3,50 | 1,00 | 0,25 | 0,50 | 1,00 | 3,50 | | |
| Banque du Japon | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | | |
| Taux 10 ans | | | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 3,46 | 3,44 | 3,43 | 3,87 | 2,85 | 3 | 3 | -41 | 61 | -53 | 33 |
| Allemagne | 2,28 | 2,29 | 2,11 | 2,57 | 0,84 | -2 | 17 | -30 | 144 | -31 | 18 |
| France | 2,86 | 2,88 | 2,68 | 3,12 | 1,36 | -2 | 18 | -26 | 150 | 9 | 44 |
| Italie | 4,18 | 4,19 | 4,05 | 4,72 | 2,71 | -1 | 13 | -53 | 147 | 86 | 36 |
| Royaume-Uni | 3,78 | 3,78 | 3,28 | 3,67 | 1,66 | 0 | 49 | 11 | 212 | -1 | 44 |
| Japon | 0,39 | 0,42 | 0,29 | 0,42 | 0,25 | -3 | 10 | -3 | 14 | 44 | 86 |
| Crédit | | | | | | | | | | | |
| Indice Itraxx Main | 86,2 | 86,4 | 100,5 | 90,6 | 95,3 | -0,3 | -14,3 | -4,4 | -9,1 | | |
| Indice Itraxx Crossover | 449,6 | 450,0 | 493,0 | 474,1 | 459,8 | -0,4 | -43,4 | -24,5 | -10,2 | | |

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

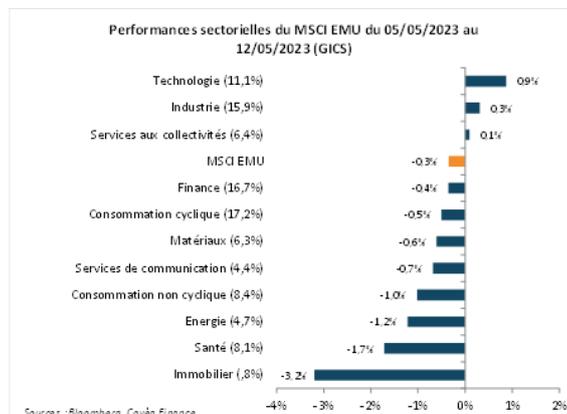
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens sont en baisse de 0.6% sur la semaine dans un contexte de publications de résultats sur fond de climat macro-économique peu favorable avec toujours une incertitude sur le relèvement du plafond de dette aux Etats Unis. Depuis le début de l'année, le MSCI EMU s'apprécie de 11.8% (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne).

Le secteur de la technologie est en hausse de 0.5% sur la semaine et le secteur de la consommation cyclique tiré par le luxe est stable. Les secteurs de l'Energie, de la Santé et de l'Immobilier ferment la marche avec des baisses respectives de 2.5%, 1.7% et 1.3%. Sur le plan des valeurs, la plus forte hausse hebdomadaire est Grifols +16.9% dans le secteur de la Santé. Le groupe relève ses prévisions et vise désormais une marge de plus de 21% à l'issue de son premier semestre et comprise entre 22% et 24% sur l'ensemble de l'année. Toujours dans le secteur de la Santé, Fresenius a publié des résultats au 1er trimestre légèrement au-dessus des attentes et affiche une hausse de 8.8% sur la semaine. Crédit-Agricole a affiché une hausse sensible de son ratio CET1 à l'occasion de sa publication. Dans l'industrie, la note financière d'Alstom a été dégradée d'un cran et les objectifs financiers moyen terme décalés d'un an. Le titre est néanmoins en hausse de 5.6%. Enfin, Knorr Bremse a publié un solide carnet de commandes à l'occasion de ses résultats du 1er trimestre et est en hausse de 5.0%. Dans le secteur des services informatiques Betchle est en recul de 9.4%. Le groupe a fait état d'une bonne dynamique d'activité mais a déçu sur ses perspectives de rentabilité pour l'exercice 2023. Nestlé est en baisse de 8.5% en raison d'une baisse des incitations en Suède destinées aux biocarburants. Enfin, Bayer est en baisse de 8.5%. Le groupe a averti que les prévisions 2023 se situent bas de fourchette des estimations en raison de la baisse des prix des désherbants.



Le Focus de la semaine : Les jumeaux numériques au cœur de la transition numérique

Les jumeaux numériques sont des répliques virtuelles d'objets, de systèmes ou de processus du monde réel. Ils sont créés en utilisant des technologies de modélisation, de simulation et d'analyse de données pour capturer les caractéristiques physiques et fonctionnelles d'un objet ou d'un système dans un environnement numérique. Ils sont au cœur de la transformation numérique qui s'est opérée en premier dans l'industrie manufacturière mais se développent désormais dans les secteurs de la santé ou du bâtiment.

Selon Cap Gemini qui a mené une enquête auprès de 1000 clients, les entreprises utilisant les jumeaux numériques ont vu une amélioration de 15% de leurs indicateurs commerciaux et opérationnels et une amélioration de plus de 25% des performances de leurs systèmes. Face à ces gains significatifs, les entreprises prévoient d'augmenter le déploiement des jumeaux numériques de 36% en moyenne au cours des cinq prochaines années. Avant le développement du concept de jumeau numérique, un industriel créait physiquement un objet pour lui faire subir un ensemble de tests et y apporter des modifications. Avec le jumeau numérique, les données recueillies sur l'évolution de l'objet permettent d'en anticiper et d'en optimiser la conception et les performances. Utilisé d'abord pour modéliser un avion ou une automobile, le jumeau numérique est aujourd'hui employé pour représenter un système entier : un avion sur l'intégralité de son cycle de vie, une chaîne logistique, un site de production, une ville... La santé est un secteur d'activité directement impacté par l'émergence des jumeaux numériques. Il s'agit principalement de tester des traitements sur un patient virtuel, l'efficacité d'une molécule sur l'organisme. A terme, le jumeau numérique du corps humain pourrait permettre d'individualiser et de rendre plus efficient le traitement médical administré au patient.

Appliqué au secteur du bâtiment, le concept du jumeau numérique va permettre d'optimiser les phases de conception et de construction, de traiter des informations comme l'ensemble des données opérationnelles, l'entretien, les données environnementales recueillies par des capteurs. Le jumeau numérique viendra également contribuer à tendre vers l'objectif d'un bâtiment zéro carbone en s'adaptant de façon continue aux éléments qui influent sur les consommations énergétiques : la météo, les flux des occupants, le coût de l'électricité, la nature des moyens de production... Les jumeaux numériques contribuent ainsi aux changements structurels que nous avons identifiés dans nos thématiques PEF vers un monde plus digitalisé. Permettant aux entreprises d'améliorer dans un premier temps leurs performances, le jumeau numérique sera ainsi un outil capital pour relever les grands défis de demain dans les domaines de la science, de la médecine et de l'environnement.

Sébastien Duros

Gérant OPC Actions Europe



| Actions Europe | Niveaux | | | | | Variation (en %) | | | | | |
|----------------------------|----------|--------|----------|----------|-----------|------------------|----------|----------|-------------|------|---|
| | 12/05/23 | J-7 | 17/03/23 | 30/12/22 | T-12 mois | J-7 | 17/03/23 | 30/12/22 | sur 12 mois | | |
| MSCI EMU | 148 | 148 | 140 | 132 | 130 | -0,3 | ↓ | 5,7 | ↑ | 13,9 | ↑ |
| MSCI EMU Mid Cap | 956 | 959 | 921 | 907 | 932 | -0,3 | ↓ | 3,8 | ↑ | 2,5 | ↑ |
| MSCI EMU Small Cap | 405 | 411 | 386 | 370 | 388 | -1,5 | ↓ | 5,1 | ↑ | 4,5 | ↑ |
| MSCI Europe | 157 | 156 | 147 | 143 | 142 | 0,0 | ↔ | 6,8 | ↑ | 10,2 | ↑ |
| France CAC40 | 7 415 | 7 433 | 6 925 | 6 474 | 6 206 | -0,2 | ↓ | 7,1 | ↑ | 19,5 | ↑ |
| Allemagne DAX30 | 6 324 | 6 391 | 6 019 | 5 693 | 5 662 | -1,0 | ↓ | 5,1 | ↑ | 11,7 | ↑ |
| Italie MIB | 27 347 | 27 349 | 25 495 | 23 856 | 23 566 | 0,0 | ↔ | 7,3 | ↑ | 16,0 | ↑ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (£) | 7 755 | 7 778 | 7 335 | 7 452 | 7 233 | -0,3 | ↓ | 5,7 | ↑ | 7,2 | ↑ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 8 897 | 8 915 | 8 375 | 8 417 | 8 502 | -0,2 | ↓ | 6,2 | ↑ | 4,7 | ↑ |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés finissent la semaine en baisse, la Chine affichant la moins bonne performance suite à des prises de bénéfices dans le secteur financier. A l'inverse, l'Inde montre la meilleure performance, aidée par la baisse des prix du pétrole et un profil plus défensif et domestique de sa cote particulièrement recherchée dans un contexte d'aversion au risque. En amont d'élections législatives décisives, la Thaïlande qui sous performait notablement ces dernières semaines a bénéficié d'un rebond de plus de 1%. En termes géopolitiques, on notera surtout les discussions plus constructives entre le conseiller américain à la sécurité nationale, Jake Sullivan, et le directeur de la commission des Affaires étrangères du PCC, Wang Yi, une première depuis l'affaire des ballons espions. Parallèlement, les ministres du commerce de Chine et d'Australie ont tenu leur premier entretien physique depuis 2019 et entretiennent l'espoir d'une possible fin des sanctions sur les exportations agroalimentaires australiennes.

Aux Etats-Unis, les indices continuent leur mouvement de consolidation dans une fourchette étroite, soutenus par des statistiques d'inflation entretenant l'espoir d'une pause dans la politique de resserrement monétaire. Malgré tout, les investisseurs sont inquiets de l'affaiblissement de la conjoncture et des tensions autour du relèvement du plafond de la dette. Les baisses des prix du pétrole et du cuivre ont globalement pénalisé le secteur de l'énergie et des matières premières. A l'inverse, la technologie et la consommation ont encore largement profité de la performance des GAFAM. Au plan géopolitique, on notera le projet de loi du sénat chilien visant à augmenter les taxes sur les sociétés productrices de cuivre, avec l'objectif de porter le taux d'imposition à 45% (contre 40% à 44% dans les autres grands pays producteurs). Cette réforme qui a pour objectif de financer une hausse des dépenses sociales devrait finalement apporter un cadre fiscal stabilisé, indispensable pour la mise en œuvre de nouveaux projets miniers.

Le Focus de la semaine : les mesures de renflouement du fonds de garantie du FDIC

Au cours des dernières semaines, le fonds de garantie des dépôts américains (FDIC) a organisé le processus de faillite de 3 établissements bancaires. Le montant des actifs repris s'est élevé à 548.5 milliards de dollars, et les pertes, d'abord envisagées à 35.5 milliards viennent d'être légèrement révisées à la baisse. En effet, les pertes réalisées sur Signature Bank et SVB Financial sont désormais anticipées à 18.5 milliards en cumulées (contre 22.5 milliards précédemment, suite à des cessions d'actifs réalisées dans de meilleures conditions). Les pertes sur First Republic n'ont pour le moment pas été révisées (13 milliards). Au total, les réserves du fonds de garantie vont donc baisser de 31.5 milliards de dollars. Pour couvrir ces pertes, la FDIC a annoncé mettre en place un prélèvement spécial qui sera supporté disproportionnellement par les banques ayant plus de 50 milliards d'actifs au bilan. Dans le détail, ce prélèvement sera de 0.125% par an, et les paiements seront réalisés en 8 prélèvements trimestriels (à compter du premier trimestre 2024). Comme le souhaitent les élus locaux, 95% du prélèvement seront supportés par les « grandes banques », tandis que les banques ayant entre 5 milliards et 50 milliards d'actifs n'en supporteront que 5%, et les banques ayant moins de 5 milliards d'actifs ne le paieront pas. Au total, ce sont 113 banques qui devront supporter le coût de ce prélèvement (alors que le système bancaire américain en compte plus de 4700). Pour ces banques, le montant du prélèvement spécial s'élèvera donc à « seulement » \$16 milliards, soit 3% des résultats annuels pendant deux ans (ce coût représente environ \$3 milliards pour JP Morgan). Nous notons donc que ce prélèvement ne couvre pas la totalité des pertes cumulées enregistrées pour les faillites récentes. Nous supposons qu'une partie de ces pertes sera recouverte par les prélèvements trimestriels réguliers. Toutefois, statutairement le fonds de réserve doit être provisionné à hauteur de 1.35% des dépôts garantis d'ici septembre 2028, ce qui représenterait un besoin de plus de 140 milliards de réserves. Partant des 128 milliards à fin décembre 2022 (graphique ci-contre), et en intégrant les pertes et les prélèvements spéciaux, le fonds se retrouverait aujourd'hui techniquement loin de son objectif (environ 113 milliards, soit moins de 1.1% des dépôts garantis). Pour les prochaines années, il y a fort à craindre que les prélèvements réguliers ne suffisent pas à combler les besoins du FDIC.

Bilan trimestriel du fonds d'assurance des dépôts de la FDIC (en millions d'USD)



Sources : Covéa Finance, bloomberg.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



| Actions Internationales | Niveaux | | | | | Variations (en %) | | | | | | | |
|--------------------------|----------|--------|------------|----------|-----------|-------------------|------------|----------|-------------|--------|------------|----------|-------------|
| | 12/05/23 | J-7 | 14/03/2023 | 30/12/22 | T-12 mois | en devise locale | | | en € | | en € | | |
| | | | | | | 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 | 4 124 | 4 136 | 3 919 | 3 840 | 4 024 | -0,3 ↓ | 5,2 ↑ | 7,4 ↑ | 2,5 ↑ | 1,3 ↑ | 4,1 ↑ | 6,0 ↑ | -1,6 ↓ |
| Etats-Unis - Dow Jones | 33 301 | 33 674 | 32 155 | 33 147 | 32 197 | -1,1 ↓ | 3,6 ↑ | 0,5 ↑ | 3,4 ↑ | 0,4 ↑ | 2,5 ↑ | -0,9 ↓ | -0,7 ↓ |
| Etats-Unis - Nasdaq | 12 285 | 12 235 | 11 428 | 10 466 | 11 805 | 0,4 ↑ | 7,5 ↑ | 17,4 ↑ | 4,1 ↑ | 2,0 ↑ | 6,3 ↑ | 15,8 ↑ | -0,1 ↓ |
| Japon Nikkei 300 | 441 | 436 | 408 | 401 | 394 | 1,1 ↑ | 8,1 ↑ | 9,9 ↑ | 11,9 ↑ | 1,8 ↑ | 5,8 ↑ | 4,8 ↑ | 2,3 ↑ |
| Corée du Sud KOSPI | 2 475 | 2 501 | 2 349 | 2 280 | 2 604 | -1,0 ↓ | 5,4 ↑ | 8,5 ↑ | -4,9 ↓ | -1,1 ↓ | 1,2 ↑ | 0,0 ↑ | -13,0 ↓ |
| Chine - Shanghai | 3 272 | 3 335 | 3 245 | 3 089 | 3 084 | -1,9 ↓ | 0,8 ↑ | 5,9 ↑ | 6,1 ↑ | -1,0 ↓ | -1,4 ↓ | 3,3 ↑ | -0,7 ↓ |
| Hong Kong Hang Seng | 19 627 | 20 049 | 19 248 | 19 781 | 19 899 | -2,1 ↓ | 2,0 ↑ | -0,8 ↓ | -1,4 ↓ | -0,5 ↓ | 1,0 ↑ | -2,6 ↓ | -5,3 ↓ |
| Marchés Emergents - MSCI | 973 | 982 | 945 | 956 | 1 005 | -0,9 ↓ | 2,9 ↑ | 1,7 ↑ | -3,1 ↓ | 0,7 ↑ | 1,8 ↑ | 0,4 ↑ | -7,0 ↓ |

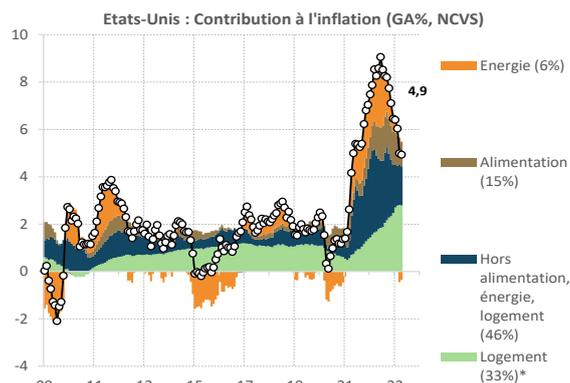
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Malgré des signaux encourageants, le reflux de l'inflation reste lent »

Les prix à la consommation ont progressé de 0,4% en glissement mensuel en avril, tirés par les carburants (+2,8%) et les véhicules d'occasion (+4,4%). Les prix de l'énergie affichent une augmentation modérée (+0,6%), tandis que les prix de l'alimentation présentent des signes encourageants avec un deuxième mois consécutif de stagnation. L'inflation en rythme annuel poursuit sa lente décélération et s'établit à 4,9%, après 5% en mars. Hors alimentation et énergie, les prix enregistrent également une progression de 0,4% sur le mois, et la décru en rythme annuel est tout aussi lente, avec une croissance de 5,5% (5,6% en mars). Après un premier signe d'accalmie le mois dernier, la composante logement a poursuivi sa modération en avril avec une hausse mensuelle de 0,4% (respectivement 0,8% et 0,6% en février et mars), ce qui semble confirmer la matérialisation de la transmission de la baisse des prix de l'immobilier dans l'indice des prix. La composante



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 : avr-23

| Indicateurs de la semaine* | | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2021 | Moy. 2022 |
|------------------------------------|----------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| Conf. des consommateurs - Michigan | Indice | mai-23 | 57,7 | 63,5 | 77,6 | 59,0 |
| Inflation | IPC, GA%, NCVS | avr.-23 | 4,9 | 5,0 | 4,7 | 8,0 |
| Inflation sous-jacente | IPC, GA%, NCVS | avr.-23 | 5,5 | 5,6 | 3,6 | 6,2 |

* Du 08/05/2023 au 14/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

logement, qui représente plus de 30% du panier d'inflation, devrait ainsi contribuer dans les prochains mois au processus de désinflation. Les prix des services hors énergie, alimentation et loyers (réels ou imputés), mesure scrutée par la Réserve fédérale, ont progressé de seulement 0,1% sur le mois, la plus faible hausse mensuelle depuis juillet dernier, ce qui devrait être accueilli favorablement par le comité de politique monétaire.

Les déclarations de Michelle Bowman indiquent toutefois que certains membres du Conseil des Gouverneurs jugent les progrès encore trop lents. La Gouverneure de la Réserve fédérale (membre votante permanente) estime que le comité devait être prêt à continuer à augmenter les taux d'intérêt au regard du niveau encore trop élevé de l'inflation et des tensions persistantes sur le marché du travail. Ces déclarations contrastent avec le communiqué de la réunion de politique monétaire du 3 mai qui laissait entendre qu'une pause pourrait désormais intervenir. Mme Bowman pourrait ainsi faire partie de la minorité de participants qui avait affiché une position favorable à la poursuite du resserrement.

Une des raisons qui conduit les banquiers centraux à envisager d'interrompre le cycle de hausse de taux réside dans le resserrement du crédit consécutif à la crise du secteur bancaire. L'enquête trimestrielle sur les conditions de crédit publiée cette semaine par la Réserve fédérale confirme effectivement un durcissement des conditions d'octroi au premier trimestre. Les 84 établissements bancaires interrogés début avril, soit après la faillite de Silicon Valley Bank mais avant le rachat de First Republic, font part d'un

resserrement des conditions d'octroi, mais également d'une baisse de la demande dans l'ensemble des catégories de prêts, tant pour les ménages (consommation et résidentiel) que les entreprises (commerciaux- industriels et immobilier commercial). On peut toutefois relever que le resserrement était déjà à l'œuvre au cours des derniers trimestres et que le mouvement s'est poursuivi, sans pour autant s'intensifier drastiquement à la suite des difficultés du secteur bancaire depuis début mars. Ainsi, 46,7% des banques indiquent resserrer leurs conditions pour les prêts industriels et commerciaux aux petites entreprises, une proportion en légère augmentation par rapport au T1 (43,8%), mais largement en-deçà des niveaux atteints en 2008 (74,5%). L'enquête signale toutefois que le resserrement des conditions pour les prêts commerciaux aux entreprises est plus généralisé chez les banques de taille intermédiaire (entre 50 et 250 Mds\$ d'actifs). La baisse de la demande de crédit est particulièrement prononcée du côté des entreprises, avec 73% des banques faisant état d'une baisse de la demande de prêts pour l'immobilier commercial et près de 54% pour les prêts industriels et commerciaux. En ce qui concerne les raisons du durcissement des conditions pour toutes les catégories de prêts, les banques de taille petite et intermédiaire font état d'inquiétudes liées à leur niveau de liquidité, à la fuite des dépôts et à leur coût de financement souvent plus élevé que celui des grandes banques (supérieur à 250 Mds\$ d'actifs). Dans les questions plus prospectives, les banques interrogées envisagent une poursuite du durcissement des conditions d'octroi en 2023. Avec d'une part un resserrement de l'offre et d'autre part une demande en forte baisse, le crédit dans les prochains trimestres devrait clairement être mal orienté et contribuera à l'affaiblissement des perspectives de croissance.

Concernant le plafond de la dette, la rencontre à la Maison Blanche le 9 mai entre responsables Républicains et Démocrates n'a pas été concluante. Les discussions se sont toutefois poursuivies dans les jours suivants et une nouvelle rencontre doit se tenir en début de semaine afin de trouver un terrain d'entente permettant de relever le plafond de la dette d'ici le mois de juin et ainsi éviter un défaut des États-Unis.

Sébastien Berthelot

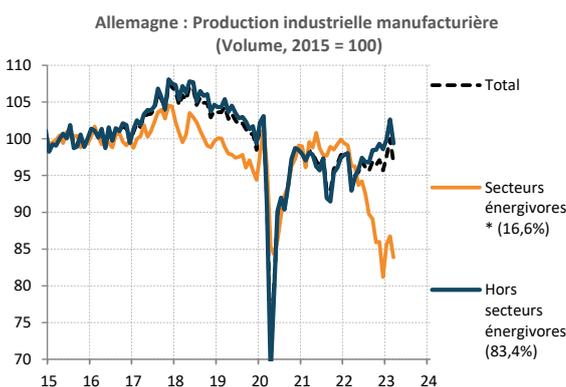
Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

A la suite de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE, qui avait débouché sur une hausse de 25 points de base de ses taux directeurs, plusieurs banquiers centraux se sont exprimés pour expliquer leur sentiment sur les perspectives d'évolution de la politique monétaire européenne ces prochains mois. L'idée générale, « consensuelle » pourrait-on estimer, est que le mouvement de relèvement des taux directeurs n'est pas terminé, mais que sa fin est proche. C'est le sens des récentes déclarations de MM. Centeno, Villeroy de Galhau, Stournaras ou de Cos. D'autres, sans nier qu'une grande partie du chemin a été parcouru, veulent rester plus prudents. Par exemple, MM. De Guindos et Nagel, ainsi que Mme Schnabel, mettent en avant la dynamique encore soutenue de l'inflation et les risques que sa décline soit plus lente qu'attendu. Au total, on en revient aux termes du communiqué, qui sert de mantra aux banquiers centraux européens : les prochaines décisions dépendront de l'évolution des tensions inflationnistes, notamment sous-jacentes, et du diagnostic qui sera fait de la transmission de la politique monétaire.



Sources : Datastream, Covéa Finance

*Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques

Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point : mars 2023

| Indicateurs de la semaine* | | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2021 | Moy. 2022 |
|----------------------------|--------------------|---------------|---------|-------|-----------|-----------|
| AL | Prod. industrielle | Vol, CVS, GA% | mars-23 | 2,7 | 0,9 | 4,6 |
| | | | | | | -0,5 |
| RU | Prod. industrielle | Vol, CVS, GA% | mars-23 | -2,0 | -2,8 | 7,3 |
| | | | | | | -2,8 |
| | PIB | Vol, CVS, GA% | T1 23 | 0,2 | 0,6 | 7,6 |
| | | | | | | 4,1 |

* Du 08/05/2023 au 14/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La production industrielle manufacturière allemande a rechuté de 3,2% en mars par rapport au mois précédent, mais elle reste en hausse de 1,8% sur un an. Générale, la baisse a notamment frappé les secteurs les plus énergivores. Malgré la poursuite de la baisse des prix de l'énergie, leur activité a reculé de 3,3% en un mois, soit -2,2% sur un an. Le recul est proche dans le reste de l'industrie (-3,2% sur le mois), avec une forte chute de la production automobile (-6,5% en un mois après un bond de 6,9% en février).

Face aux pressions inflationnistes, la Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 25 points de base (pb) lors de sa dernière réunion, le portant à 4,5%. Comme lors des deux précédentes réunions, sept membres du Comité de politique monétaire ont voté en faveur d'une hausse de 25pb du taux directeur tandis que deux autres membres ont préféré une pause dans le cycle de resserrement monétaire. La BoE a par ailleurs souligné que l'activité économique se montre plus résiliente qu'initialement attendu, et que les perspectives pour les mois à venir s'améliorent. En effet, l'économie britannique devrait bénéficier d'un contexte économique mondial plus favorable, d'une baisse des prix de l'énergie et du soutien fiscal aux ménages et aux entreprises annoncé par le gouvernement lors de son Budget de Printemps. En revanche, la banque centrale a souligné le fait que l'inflation demeurerait sur des niveaux plus élevés qu'anticipé, en raison notamment de la hausse toujours dynamique des prix alimentaires. Par ailleurs, l'incertitude demeure une nouvelle fois quant aux futures décisions de la BoE. Le ton du communiqué n'a pas été modifié par rapport à la réunion de mars, et l'institution a de nouveau indiqué qu'une poursuite du resserrement de la politique monétaire serait nécessaire si des

preuves de tensions inflationnistes persistantes se matérialisaient.

L'activité économique britannique a enregistré une modeste croissance au premier trimestre. Le PIB du Royaume-Uni est en hausse de 0,1% en glissement trimestriel, après une croissance similaire au quatrième trimestre 2022, mais demeure toujours en deçà de son niveau pré-pandémique (-0,5% comparé au PIB du quatrième trimestre 2019). Sur le trimestre, l'activité s'est dégradée au fil des mois : après une hausse de 0,5% en janvier, le PIB a stagné en février puis a enregistré une baisse de 0,3% en mars. Par secteur, la production industrielle a légèrement rebondi (+0,1% en glissement trimestriel), après six trimestres consécutifs de baisse, tirée par l'industrie manufacturière (+0,5%). Le secteur de la construction poursuit son dynamisme (+0,7%) malgré le ralentissement du secteur immobilier tandis que les services sont également en hausse (+0,1%). Ces derniers ont été tirés par les secteurs de l'information et de communication (+1,2%) et les activités de services aux entreprises (+1,3%). Cependant, ces augmentations ont été partiellement compensées par le ralentissement dans les secteurs de l'éducation, de la santé et du transport, pénalisés par les différents mouvements de grève durant le trimestre. Par dépenses, la consommation privée a légèrement augmenté malgré le contexte inflationniste (+0,1%) tandis que l'investissement a rebondi (+1,3% après 0,3% au trimestre précédent), en raison du dynamisme de l'investissement non-résidentiel (+2,4%). Le commerce extérieur a été une nouvelle fois le principal frein à la croissance, puisque les exportations ont fortement chuté (-8,1%), en partie compensées par le recul des importations (-7,2%).

En Turquie, Recep Tayyip Erdogan est mis en ballottage lors du premier tour de l'élection présidentielle. Après dépouillement de tous les résultats, le Président sortant aurait recueilli 49,5% des suffrages contre 44,8% à son principal opposant Kemal Kılıçdaroglu. Le deuxième tour doit avoir lieu le 28 mai. Lors des élections législatives, qui se tenaient également hier, le parti au pouvoir aurait perdu 28 sièges, mais il serait en mesure de former une coalition majoritaire avec ses alliés habituels.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

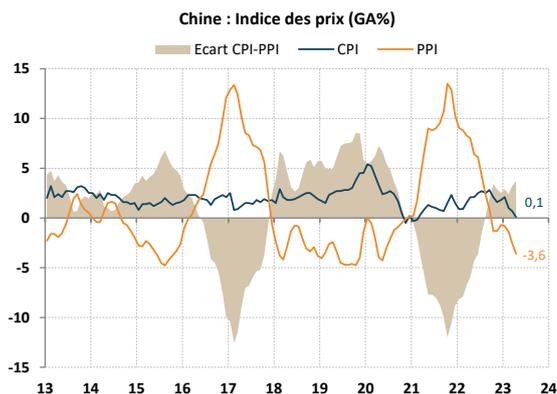


Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, l'atonie des prix interroge sur la vigueur de la reprise de la demande »

L'inflation chinoise est au point mort en avril. La croissance de l'indice des prix à la consommation ralentit à seulement 0,1% en avril en glissement annuel (GA), un plus bas en 2 ans, après 0,7% mars. Cette quasi-stagnation des prix reflète principalement le recul des prix des carburants (-10,4%) et la forte modération des prix de l'alimentation (0,4%). Malgré des signes d'accélération sur les prix de certains services, l'inflation sous-jacente reste faible à 0,7%, comme en mars, ce qui continue d'interroger sur la vigueur de la reprise de la demande domestique. Du côté des prix à la production, l'inflation PPI affiche un déclin encore plus prononcé en avril à -3,6% en GA (contre -2,5% en mars) en lien avec la baisse des prix mondiaux des matières premières et la faiblesse persistante de l'investissement immobilier. Ce chiffre devrait conforter la prudence des autorités vis-à-vis de la reprise économique et leur décision de poursuivre le soutien des politiques économiques à l'activité.



Source : Covéa Finance, NBS

| Indicateurs de la semaine* | | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2021 | Moy. 2022 |
|----------------------------|--|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| CH | Inflation <small>IPC, NCVS, GA%</small> | avr.-23 | 0,1 | 0,7 | 0,9 | 2,0 |
| | Inflation sous-jacente <small>IPC, NCVS, GA%</small> | avr.-23 | 0,7 | 0,7 | 0,8 | 0,9 |

*Du 08/05/2023 au 14/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

contractuels s'est modérée à 0,5% en GA (après 0,8% le mois précédent). Les effets des négociations salariales de printemps ne commenceront à être visibles dans les données qu'à partir du mois d'avril. Selon les premiers éléments dévoilés par la Confédération des syndicats (Rengo), ces négociations pourraient se traduire par une hausse significative des salaires contractuels.

En Thaïlande, les partis pro-démocraties remportent les élections générales. Les deux plus grands partis d'opposition, Move Forward (29,7% des sièges à la chambre basse du parlement) et Pheu Thai (27,6% des sièges) devraient ainsi prochainement entamer les négociations pour la formation d'un gouvernement de coalition. Si Pheu Thai est un parti traditionnel, plutôt orienté au centre de l'échiquier politique thaïlandais, Move Forward, qui promeut des idées plus progressistes, n'a été fondé qu'en 2018 avec pour ambition de réduire le poids de l'armée et de la monarchie dans la vie politique thaïlandaise. Cette élection marque ainsi le rejet du gouvernement actuel mené par le chef militaire Prayut Chan-o-cha depuis son coup d'Etat de mai 2014. Outre l'issue des négociations transpartisanes, l'acceptation du résultat des élections par les militaires constitue une des interrogations des prochaines semaines.

La dynamique du crédit perd son élan du premier trimestre. Après avoir affiché une vigueur historique sur les trois premiers mois de l'année (entre 5 000 Mds RMB et 6 000 Mds RMB chaque mois), les financements agrégés à l'économie ont été bien plus modérés en avril à seulement 1 220 Mds RMB. Cette modération est en grande partie liée à des effets saisonniers mais elle semble également décrire une reprise toujours fragile de la demande domestique. En effet, la croissance du crédit bancaire se maintient à 11,8% en avril en GA, après avoir accéléré sur les trois derniers mois. En particulier, le déclin mensuel des prêts des ménages interroge sur la pérennité de la reprise des ventes de logements observée au premier trimestre.

Au Japon, la dynamique des salaires reste encore très insuffisante pour amener la Banque du Japon à normaliser sa politique monétaire. La croissance des salaires est restée faible à 0,8% en GA en mars, inchangée par rapport à février, et se maintient ainsi bien en-dessous de l'inflation, comme l'illustre le déclin de 2,9% des salaires réels. En outre, la croissance des salaires nominaux a été principalement tirée par la progression des primes. Si ces dernières sont généralement versées en novembre et décembre, le mois de mars est également associé à une hausse des versements exceptionnels à l'occasion de l'arrêt des comptes de l'exercice fiscal, notamment lorsque les résultats des entreprises dépassent les attentes. En revanche, la dynamique des salaires

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.