

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

12 juin 2023

Billancourt se désespère

Les difficultés d'approvisionnement en semi-conducteurs ont conduit Renault à suspendre pour 3 semaines l'assemblage des voitures Zoé, la citadine électrique de la marque. Comme un mauvais souvenir de la pandémie ? Cet épisode nous rappelle pourtant que la carence en ces intrants est bien multifactorielle et que la crise du Covid 19 n'était que l'un des éléments d'explication, à la fois à travers la demande en produits électroniques née du confinement et les congestions des lieux d'embarquement pour raison de procédures sanitaires renforcées. Par la suite, si les tensions en termes de prix et de délais de livraison des composants électroniques se sont détendues dans leur ensemble depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine, l'industrie automobile souffre en revanche, encore, de la persistance de blocages sur les puces de technologies plus matures... mais moins rentables pour les fabricants de semi-conducteurs. Or le virage vers l'électrique des véhicules automobiles fait bel et bien dépendre les constructeurs de ces nouveaux « équipementiers ».

Dans ce mouvement structurant pour la filière, la Chine est devenue le premier exportateur automobile au monde, devant le Japon, grâce à son offre « électrique ». C'est tout autant du fait de constructeurs étrangers, américains, européens ou japonais, qui ont délocalisé leurs usines en Chine pour en faire des bases d'exportations vers le monde entier, que du dynamisme de champions chinois, soutenus par leur clientèle nationale encouragée par Pékin à acquérir ces « véhicules à énergie nouvelle ». Or la conception de ces électromobiles ne nécessitent plus d'alliances techniques entre constructeurs de moteurs thermiques occidentaux et chinois. En outre, ces derniers sont souvent aussi des fabricants de batteries électriques dont le lithium est raffiné dans le pays et qui bénéficient de réseaux de bornes de recharge financés par les entités publiques. Un retour du politique que partagent d'ailleurs de nombreuses économies notamment par les subventions colossales aux industries de semi-conducteurs et le financement public de la recherche pour les batteries de seconde génération.

Mais force est de constater que les quêtes de souveraineté et les prises de conscience des dangers des chaînes de valeur éclatées se heurtent aujourd'hui à la double réalité du sous-investissement chronique de longue date dans ces secteurs stratégiques et à celle de la carte d'un monde en conflit ouvert.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

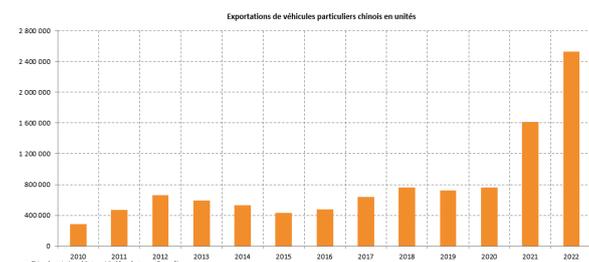
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...un retour du politique... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	09/06/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,075	1,067	1,062	0,7	1,2
€ / £	0,855	0,876	0,850	-2,4	0,6
€ / Yen	149,70	140,67	142,64	6,4	4,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	76	73	123	4,1	-38,3
Indice CRB*	548	543	633	1,0	-13,4
Prix de l'once d'Or	1 962	1 974	1 849	-0,6	6,1
Prix de la tonne de cuivre	8 348	8 580	9 615	-2,7	-13,2
Indice Baltic Dry**	1 040	1 535	2 342	-32,2	-55,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	980	910	4233	7,7	-76,9

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 :

Les taux souverains ont connu une légère hausse, à court et long termes, sur la semaine aux Etats-Unis comme en Europe. Cette appréciation a été favorisée par les décisions des banques centrales d'Australie et du Canada qui ont surpris les marchés cette semaine, en relevant leurs taux directeurs, alors qu'un statu quo était attendu (RBA +25pb à 4.10%, BOC +25pb à 4.75%). Dans les deux cas, les risques induits par la forte hausse des coûts salariaux ont été évoqués. Dans le sillage de ces annonces, nous avons assisté à une réévaluation des risques de hausse de taux directeurs en Europe et aux US ce qui s'est traduit par des hausses plus prononcées sur la partie courte entraînant un mouvement d'aplatissement des courbes. Ainsi, le taux 2 ans français a progressé de 11pb, à 3.11%, alors que le taux 10 ans n'était en hausse que de 6pb à 2.92%. A noter, qu'en fin de semaine, les marchés ont été sensibles à des données macroéconomiques moins bien orientées (statistiques hebdomadaires et mensuelles sur l'emploi aux Etats-Unis et au Canada). Le taux 10 ans français qui avait dépassé les 3% en milieu de semaine, a clôturé à 2.92% vendredi.

Sur le marché du crédit, les primes de risque sont en léger resserrement sur la semaine et à peu près stables depuis le début de l'année. Les volumes de nouvelles émissions ont été importants, à la fois sur les entreprises non financières et les banques, avec plus de 10Md€ sur chaque segment. Parmi les émetteurs non financiers, citons Schneider, Linde ou encore Thales.

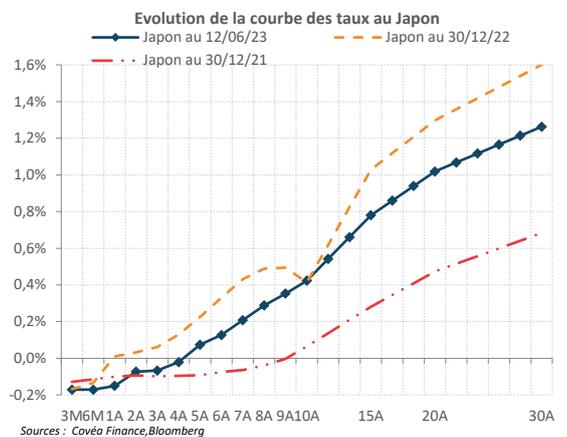
Le Focus de la semaine : La BOJ et les investisseurs japonais

La semaine à venir, avec 3 réunions de banques centrales majeures, s'annonce particulièrement intéressante. Les attentes des marchés sont en faveur d'une hausse des taux de la BCE et plutôt d'un statu quo de la Fed et de la BOJ. Cependant, avec les hausses inattendues des banques centrales du Canada et d'Australie la semaine dernière, les surprises ne sont peut-être pas exclues!

Du côté du Japon, il n'est évidemment pas question d'un mouvement sur les taux directeurs qui sont fixés à -0.10 depuis janvier 2016. Les interrogations portent plutôt sur une évolution de la politique de contrôle de la courbe des taux qui fixe les bornes de fluctuation à +/-0.50% autour du taux 10 ans à 0%. La question est légitime dès lors que l'inflation, à 3.5% en glissement annuel en avril, se situe très au-delà de l'objectif de la BOJ. Le maintien de cette politique monétaire ultra accommodante a des conséquences visibles sur l'évolution du yen. La devise nippone est en recul de près de 7% à la fois contre l'euro et le dollar depuis le début de l'année - mais également sur le niveau des taux d'intérêt.

Les investisseurs japonais sont en effet des acheteurs importants et traditionnels d'obligations étrangères. Or, 2022 a marqué un tournant dans l'orientation des flux de ces investisseurs. Les chiffres de balance des paiements publiés par le ministère des finances japonais font état en 2022 de ventes record de 178 Md\$, avec principalement des ventes d'obligations américaines. Les investisseurs japonais ont, en effet, été incités à revenir sur leur marché obligataire domestique compte tenu de l'évolution de la courbe des taux (taux 10 ans en hausse de 0.06% à 0.42% et pentification de la courbe). Depuis le début de l'année, en dehors du point 10 ans, stable, les rendements japonais sont sur une tendance baissière et cela coïncide avec une reprise des achats d'obligations étrangères de la part des investisseurs. Les achats nets, à fin avril, s'élevèrent à 67Md\$ en 2023 et sont concentrés sur les obligations américaines.

Si l'on en croit les dernières déclarations de son nouveau gouverneur, Kazuo Ueda, le scénario actuel de la BoJ n'implique pas de pressions inflationnistes suffisantes pour justifier une normalisation de la politique monétaire. Toutefois, il n'est pas inutile de rappeler que la BOJ avait surpris les marchés lors de sa dernière décision d'augmenter ses marges de fluctuation fin décembre. Compte tenu de ses impacts potentiels sur les marchés des changes et des taux, la prochaine réunion sera particulièrement suivie.



Eric Le Coz



Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux

Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	09/06/23	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	⇒	0,75	↑	4,25	↑
BCE - Taux Repo	3,75	3,75	3,50	2,50	0,00	0,00	⇒	0,25	↑	1,25	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,25	3,25	3,00	2,00	-0,50	0,00	⇒	0,25	↑	1,25	↑
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,00	3,50	1,00	0,00	⇒	0,50	↑	1,00	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,74	3,69	3,43	3,87	3,04	5	↑	31	↑	-14	↓
Allemagne	2,38	2,31	2,11	2,57	1,43	6	↑	27	↑	-19	↓
France	2,92	2,86	2,68	3,12	1,98	6	↑	24	↑	-20	↓
Italie	4,11	4,07	4,05	4,72	3,60	4	↑	6	↑	-60	↓
Royaume-Uni	4,24	4,16	3,28	3,67	2,25	8	↑	96	↑	57	↑
Japon	0,43	0,41	0,29	0,42	0,25	1	↑	14	↑	1	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	76,9	77,1	100,5	90,6	90,5	-0,2	↓	-23,6	↓	-13,7	↓
Indice Itraxx Crossover	408,4	410,0	493,0	474,1	454,8	-1,6	↓	-84,6	↓	-65,7	↓

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, le marché actions de la zone Euro (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) s'est affiché en légère baisse (-0.6%) suite à des indicateurs macroéconomiques ternes, notamment la faiblesse du PIB en zone euro. Les investisseurs sont de surcroît restés attentistes avant la réunion des grandes banques centrales cette semaine.

Concernant les performances sectorielles, le secteur des services aux collectivités a terminé en hausse de +0.6%, suite aux propos encourageants de l'opérateur d'éoliennes danois Orsted. A contrario, le secteur des matériaux a baissé de -1.4% affecté par les perspectives des entreprises productrices ingrédients. En effet, la société anglaise Croda a en effet fait état d'un déstockage de la part des clients et a déçu sur ses objectifs 2023.

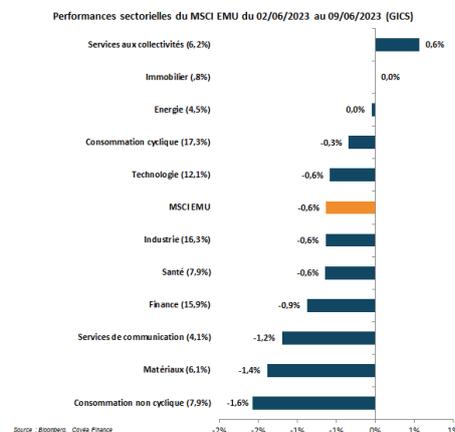
Le secteur de la consommation de base a, pour sa part, continué de subir des prises de profits avec un recul de -1.6% sur la semaine.

Au niveau des valeurs, l'équipementier automobile Valeo s'est apprécié de 9% grâce à des nouvelles encourageantes sur son activité en Asie. Dans le secteur de l'acier, l'Autrichien Voestalpine a bénéficié d'une bonne publication trimestrielle.

En revanche, dans le sillage de l'avertissement de Croda, le producteur de fragrances, Symrise, recule de -9% sur la semaine.

En termes géographiques, les actions norvégiennes ont été soutenues par quelques gros poids de la cote locale tels Equinor et DNB Bank. Les indices suisses et irlandais ont affiché la moins bonne performance, pénalisée par le secteur des ingrédients.

Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap est stable sur la semaine. En 2023, les petites valeurs affichent une hausse de 7%, de moindre ampleur que celle des grandes valeurs. Dans un contexte de marché incertain, les investisseurs se montrent plus prudents sur les titres moins liquides.



Le Focus de la semaine : L'eau - une ressource sous tension

Certes, les épisodes de sécheresses et d'inondations se succèdent. Mais, les gâchis d'eau potable liés aux fuites d'eau sont considérables. Pour exemple, 1 litre sur 5 est perdu en France sur le réseau d'eau potable à cause des fuites. En Italie, l'Etat a chiffré à 40% le volume de fuites par rapport au volume transporté à cause de la vétusté des canalisations. Enfin, la pollution de l'eau est associée à plus d'un million de décès chaque année dans le monde. Face à ces défis, la gestion « durable » de l'eau répond à des objectifs précis ; d'une part, la sobriété en matière de prélèvements et consommation d'eau, d'autre part, la préservation de la qualité et la disponibilité de la ressource.

Face à la prise de conscience de la rareté de l'eau, plusieurs gouvernements ont adopté un volet sur la ressource dans le cadre de leur plan de transition énergétique. Le gouvernement italien a lancé un plan de près de 4 milliards d'euros afin de moderniser les canalisations. Aussi, l'Etat français a lancé un plan d'action sur la gestion de l'eau. Ce plan comprend notamment une cible de baisse de 10% des prélèvements d'eau d'ici 2030. La baisse des prélèvements d'eau va concerner toutes les filières économiques, notamment l'agriculture, secteur le plus gourmand en consommation d'eau. De même, les industries et le bâtiment doivent adopter une gestion plus efficiente de la ressource. En outre, le plan du gouvernement contient des aides financières pour les investissements visant à réduire les fuites et à développer des projets de réutilisation d'eaux sur le territoire, comme la valorisation des eaux de pluie.

La transition vers un monde décarboné est un des *changements structurels* que nous déclinons au sein de nos *Perspectives Economiques et Financières*. A ce titre, la gestion plus « durable » de la ressource en eau devient incontournable. Les sociétés permettant un usage d'eau plus efficient comme Veolia et Severn Trent, ou encore celles permettant de baisser la pollution des eaux telles Alfa Laval, sont donc positionnées sur des thèmes particulièrement porteurs.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	09/06/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	146	147	140	132	133	-0,6	↓	4,8	↑	11,1	↑	9,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	945	948	921	907	956	-0,4	↓	2,5	↑	4,2	↑	-1,2	↓
MSCI EMU Small Cap	399	398	386	370	412	0,4	↑	3,5	↑	7,9	↑	-3,1	↓
MSCI Europe	154	155	147	143	145	-0,5	↓	5,4	↑	8,4	↑	6,2	↑
France CAC 40	7 213	7 271	6 925	6 474	6 358	-0,8	↓	4,2	↑	11,4	↑	13,4	↑
Allemagne DAX 30	6 319	6 360	6 019	5 693	5 812	-0,6	↓	5,0	↑	11,0	↑	8,7	↑
Italie MIB	27 162	27 068	25 495	23 856	23 777	0,3	↑	6,5	↑	13,9	↑	14,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 562	7 607	7 335	7 452	7 476	-0,6	↓	3,1	↑	1,5	↑	1,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 849	8 846	8 375	8 417	8 798	0,0	↑	5,7	↑	5,1	↑	0,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques évoluent en hausse sur la semaine. Hong Kong affiche la meilleure performance tandis que les marchés de Chine continentale sont stables. Notons qu'en Chine, les grandes banques du pays ont baissé les taux de dépôt, dans une volonté de relancer la consommation, alors que les données macroéconomiques ont été médiocres. Les valeurs chinoises immobilières ont progressé dans l'attente d'un éventuel plan de soutien au secteur. Le Japon continue d'afficher les meilleures performances de la région malgré quelques prises de bénéfices en début de semaine. Enfin, l'Australie sous-performe après la hausse de taux surprise prononcée par la RBA. Par ailleurs, alors que Huawei est déjà banni dans certains pays européens, la société pourrait faire l'objet d'une mesure encore plus radicale d'interdiction à l'échelle européenne, en raison d'inquiétudes liées à la sécurité.

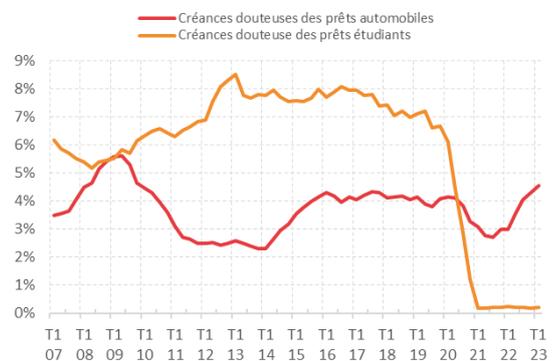
Aux Etats-Unis, le S&P 500 termine la semaine en légère hausse en amont de la réunion de la FED et de la publication des chiffres de l'inflation. Par secteur, la consommation discrétionnaire affichait la plus forte hausse, soutenue par Tesla après le rebond de ses ventes de véhicules en Chine et les annonces de partenariat avec General Motors pour l'utilisation de son réseau de recharge qui pourrait ainsi devenir la norme sur le territoire américain. Le secteur de l'énergie était soutenu par les annonces de coupe de production de l'OPEP et la baisse des stocks de brut. La technologie subissait des prises de profits après le bon parcours boursier des géants du numérique. La consommation courante était pénalisée par une série de mauvais résultats d'entreprises (Campbell Soup, Dollar General). Côté sociétés, on notera l'action en justice du laboratoire Merck contre le gouvernement américain afin d'obtenir une annulation des baisses des prix des médicaments envisagées dans le cadre de l'Inflation Reduction Act. Selon l'entreprise, la réforme des prix des médicaments entrainera une diminution de ses bénéfices et l'obligera à renoncer aux développements de nouveaux traitements. Enfin, le secrétaire américain à la Défense s'est rendu en Inde afin d'échanger sur la coopération militaro-industrielle entre les deux pays dans un contexte de tensions entre l'Inde et la Chine et de la dépendance du pays à l'armement russe. La rencontre entre Messieurs Modi et Biden prévu le 22 juin devrait ainsi aboutir à la signature de nouveaux contrats d'armement. Enfin, la SEC a engagé des poursuites à l'encontre des deux plus grandes plateformes de cryptomonnaies Coinbase et Binance. Le régulateur leur reproche d'avoir enfreint les lois américaines sur les valeurs mobilières en proposant des services de courtage et de compensation sans s'être enregistrés auprès des autorités boursières.

Le Focus de la semaine : Les risques liés à la fin du moratoire sur les prêts étudiants

L'accord sur le plafond de la dette américaine vient mettre fin aux trois années de moratoire sur les remboursements des prêts étudiants. Alors que la dette étudiante s'élève à près de 2,000 milliards de dollars et concerne environ 45 millions d'Américains (dont près de la moitié ont moins de 35 ans), la fin de ce moratoire intervient dans un contexte macroéconomique incertain et où la pression sur le consommateur semble s'accroître (fin des mesures de relance, inflation, augmentation de la charge d'intérêt liée à la hausse des taux...). L'exigence de plus de discipline budgétaire de la part des Républicains a eu raison des engagements du président Biden sur la prolongation de ce moratoire. Parallèlement, le projet de loi visant à effacer une partie de la dette étudiante des emprunteurs les plus modestes (pour un montant total estimé à 400 milliards de dollars) est aussi en danger d'annulation (pour inconstitutionnalité), avec un verdict de la Cour Suprême prévu avant la fin du mois de juin.

Dès la rentrée prochaine, la question de la capacité des étudiants à rembourser leur prêts va donc se poser. En effet, avant la crise sanitaire (2019), quand l'économie américaine affichait une croissance de 2,3% et un taux de chômage de 3,7%, 15% des emprunteurs étaient déjà en défaut ou en retard de paiements. La pression est d'autant plus forte pour les plus jeunes emprunteurs (18-29 ans) dont plus de 40% ont contracté un prêt étudiant qui représente environ 28% de leur dette totale. Alors que 5% d'entre eux ans affichent déjà un retard de paiement sur leur prêt automobile, cette nouvelle charge les amènera sans doute à des arbitrages de consommation. Dans ce contexte, les sociétés disposant d'un pourcentage élevé de leurs ventes en produits discrétionnaires et d'une forte exposition aux jeunes consommateurs à faibles revenus semblent particulièrement vulnérables, à l'image de sociétés comme Best Buy, Bed Bath & Beyond ou encore Wayfair.

Evolution du taux de créances douteuses des prêts automobiles et étudiants chez les 18-29 ans



*Créances douteuses : prêt considéré comme créance douteuse en l'absence de paiement pour une période supérieure à 90 jours. Sources : Covéo Finance, Bloomberg.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	09/06/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			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	4 299	4 282	3 919	3 840	3 901	0,4	9,7	12,0	10,2	0,0	9,5	11,5	7,8
Etats-Unis - Dow Jones	33 877	33 763	32 155	33 147	31 393	0,3	5,4	2,2	7,9	0,0	5,2	1,8	5,6
Etats-Unis - Nasdaq	13 259	13 241	11 428	10 466	11 340	0,1	16,0	26,7	16,9	-0,2	15,8	26,2	14,4
Japon Nikkei 300	470	460	408	401	412	2,1	15,2	17,2	14,0	2,2	10,9	9,9	7,7
Corée du Sud KOSPI	2 641	2 601	2 349	2 280	2 596	1,5	12,4	15,8	1,7	2,5	13,0	11,6	-1,6
Chine - Shanghai	3 231	3 230	3 245	3 089	3 285	0,0	-0,4	4,6	1,6	-0,9	-4,1	0,5	-9,4
Hong Kong Hang Seng	19 299	18 950	19 248	19 781	21 806	1,8	0,3	-2,4	-11,5	1,4	0,2	-3,3	-13,3
Marchés Emergents - MSCI	1 002	984	945	956	1 055	1,8	6,1	4,8	-5,0	1,4	5,9	4,4	-7,0

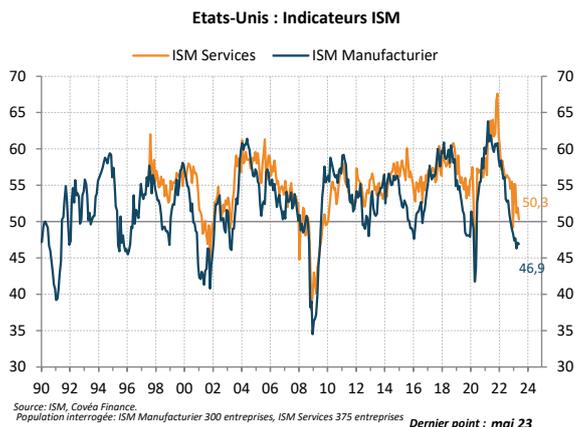
Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Après cinq mois de pause, la Banque du Canada reprend la hausse de son taux directeur »

L'indicateur d'enquête ISM services fait part d'un affaiblissement de la dynamique du secteur en mai. L'indice s'inscrit en recul à 50,3 points après 51,9 en mars, un niveau renvoyant désormais à une stagnation de l'activité. Les sous-composantes nouvelles commandes et emploi se détériorent à respectivement 52,9 et 49,2 points. La composante prix payés passe de 59,6 à 56,2, confirmant une détente dans les prix des services ce qui sera considéré favorablement par la Réserve fédérale. Cette publication suggère une dynamique en net ralentissement dans les services (plus de 70% du PIB), ce qui contraste avec la vigueur des embauches dont faisait part le rapport d'emploi de mai publié la semaine dernière. Cet indicateur est également à rebours de l'indice PMI services qui maintient une tendance haussière depuis le début d'année et s'est établi à 54,9 points en mai.



Indicateurs de la semaine*	Indice	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Services		mai-23	50,3	51,9	62,4	56,1
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	avr.-23	0,2	0,5	19,8	12,5
Importations	Val, NCVS, GA%	avr.-23	-8,2	-11,2	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA%	avr.-23	-6,4	3,0	22,9	17,5

* Du 05/06/2023 au 11/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les commandes industrielles s'inscrivent en hausse de 0,4% en glissement mensuel en avril, un rythme inférieur aux attentes après la bonne performance des commandes de biens durables publiées la semaine dernière. La faiblesse concerne ainsi les commandes de biens de consommation non durables (-0,1% en glissement mensuel après -1,8% en mars), tandis que les commandes de biens durables ont été confirmées à +1,1% en glissement mensuel. Hors transport, les commandes se contractent de 0,2%, après une baisse de 1,1% le mois précédent. **En rythme annuel, les commandes industrielles affichent une croissance en recul à 0,2%.**

Le déficit de la balance des biens et services s'est creusé en avril et passe de 60,6 Mds\$ à 74,6 Mds\$. Cette détérioration reflète celle de la balance des biens dont le déficit passe de 81,6 Mds\$ à 96 Mds\$, au plus haut depuis octobre dernier, sous l'effet conjugué d'une hausse de 1,5% des importations et d'un recul de 3,6% des exportations en glissement mensuel. Les importations de biens de consommation sont en progression pour le second mois consécutif (+2,8%) et celles d'automobiles rebondissent (+5,6%), suggérant une demande domestique robuste et un consommateur résistant. A contrario, les exportations de biens de consommation, de véhicules, de matériaux industriels et de biens d'équipements sont en repli, ce qui semble confirmer un affaiblissement de la demande mondiale.

La Banque du Canada s'est résolue cette semaine à reprendre son mouvement de resserrement monétaire, avec une hausse de 25 points de base portant son taux directeur à 4,75%, après cinq mois de pause. Les autorités

monétaires ont justifié cette action par une demande demeurant élevée, une inflation supérieure aux attentes et un début d'amélioration de la dynamique immobilière. Ce mouvement, à l'instar de celui de la Banque d'Australie (voir Asie), pourrait inciter les autres banques centrales à la prudence quant au risque d'interrompre de façon prématurée le resserrement monétaire.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

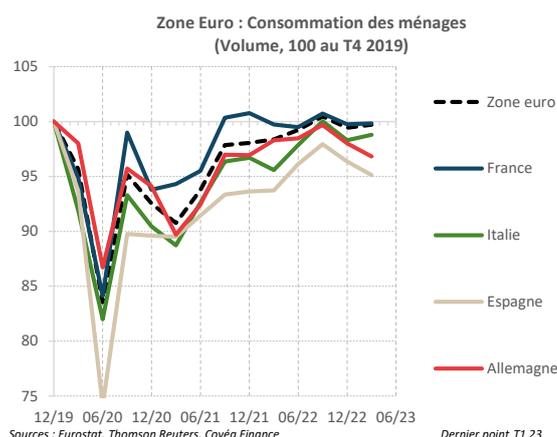


Suivi Macroéconomique

Europe

« La zone euro en récession »

Après l'office allemand des statistiques, qui avait annoncé la semaine précédente que le PIB de l'Allemagne s'était contracté au quatrième trimestre 2022 et au premier de cette année, Eurostat a fait le même constat pour l'ensemble de la zone euro à l'occasion de la révision de ses propres estimations de croissance. **Le PIB de la zone euro, en volume, a ainsi baissé de 0,1% en séquentiel au cours de chacun des deux derniers trimestres.** Dans les détails la seule surprise provient de la forte baisse des dépenses publiques de consommation au premier trimestre de cette année, notamment provoquée par l'arrêt d'une partie des mesures de soutien mises en œuvre face au choc énergétique dans certains pays. Pour le reste, la contraction de l'activité résulte essentiellement de celle de la consommation des ménages et d'une contribution négative des variations de stocks. Sur fonds de baisse des échanges de biens et services, les échanges extérieurs ont, au contraire, contribué à limiter l'ampleur de la récession, « grâce » à une baisse des importations plus forte que celle des exportations.



Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point T1 23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	Ventes au détail	Vol. CVS, GA%	avr.-23	-2,5	-3,2	5,1	0,9
	PIB	Vol. CVS, GA%	T1 23	1,5	1,8	5,3	3,5
AL	Prod. industrielle	Vol. CVS, GA%	avr.-23	1,6	3,1	4,6	-0,3
IT	Ventes au détail	Vol. CVS, GA%	avr.-23	-2,7	-3,0	7,5	-0,5
	Prod. Industrielle	Vol. CVS, GA%	avr.-23	-7,0	-3,2	11,7	0,4
ES	Prod. Industrielle	Vol. CVS, GA%	avr.-23	-0,9	4,1	7,3	2,8

*Du 05/06/2023 au 11/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans la zone euro, les ventes au détail en volume sont restées au même niveau en avril qu'en mars, après avoir baissé au cours des deux mois précédents. Les ventes de produits alimentaires, tabac et boissons ont continué à reculer (-0,5%), alors que les ventes d'autres produits (hors carburants automobile) ont progressé de 0,5% grâce au rebond de 2,7% des ventes à distance. Les ventes de carburants ont diminué de 2,3% sur le mois. Les ventes totales étaient en baisse de 2,6% sur un an en avril, avec des reculs de toutes les catégories de biens (alimentation -4,4%, carburants -1,8% et autres produits -1,1% dont -3,9% par correspondance).

Dans un entretien accordé aux journaux belges De Tijd et L'Echo, **Isabel Schnabel**, membre du directoire de la BCE, a indiqué que le reflux de l'inflation ces derniers mois est encourageant. Mais elle souligne aussi que l'inflation sous-jacente reste trop élevée et qu'il est bien trop tôt pour considérer qu'une tendance propre à rapprocher la zone euro de la stabilité des prix est d'ores et déjà enclenchée. Elle affirme aussi que les services de la BCE indiquent que la transmission de la politique monétaire se poursuit et que le plein effet du resserrement devrait être atteint en 2024. Mais elle déclare aussi que l'incertitude sur les délais de cette transmission sont particulièrement importants. Ils pourraient être plus longs qu'estimé auparavant, notamment en raison des pénuries de main d'œuvre. Par ailleurs, **interrogée sur les conséquences des soutiens budgétaires apportés dans de nombreuses économies de la zone euro, elle indique que le maintien de politiques budgétaires expansionnistes implique que la politique monétaire doit être plus restrictive.** De son côté, **Gabriel Makhlouf, gouverneur de la Banque d'Irlande, a déclaré ne pas être sûr que le point haut des taux directeurs européens sera atteint d'ici la fin de l'été.** Surtout, alors que certains

anticipent que les taux directeurs commencent à diminuer dès la fin de cette année, il s'interroge sur les éléments qui les amènent à penser ainsi. Pour lui, une fois que sera atteint un niveau de taux jugé suffisant pour assurer le retour de l'inflation sur une tendance compatible avec l'objectif de la BCE, ils devront y rester quelques temps.

En Allemagne, la production industrielle a rebondi de 0,3% en avril en glissement mensuel (GM), après une chute de 2,1% le mois précédent (initialement estimée à 3,4%). Sa progression sur un an est revenue de 2,3% à 1,6%. Une partie des variations à court terme s'explique par le secteur de la construction, qui affiche une progression séquentielle de 2,0% en avril après une chute de 2,9% en mars. L'activité manufacturière (+0,1% sur le mois) a été soutenue par les biens de consommation (+1,5%), alors que la production de biens d'investissement (-0,3%), de biens intermédiaires (-0,2%) et d'énergie (-1,5%) a baissé par rapport au mois précédent. La production des branches les plus énergivores a encore diminué en avril (-1,1%), et s'affichait alors en recul de 12,9% par rapport à avril 2022.

La balance des transactions courantes de la France a été quasiment équilibrée (-0,1Md€) en avril, comme le mois précédent (+0,3Md€), malgré un déficit des échanges de biens en progression, à 9,7Mds€ contre 8,4Mds en mars.

Le Royaume-Uni et les Etats-Unis ont dévoilé une « déclaration atlantique » visant à renforcer les liens économiques entre les deux pays dans des secteurs stratégiques. Ce partenariat vise notamment à accroître le commerce américano-britannique et renforcer les chaînes d'approvisionnement dans des domaines tels que l'industrie de défense, le nucléaire ou encore les matériaux critiques. Ainsi, Washington et Londres affichent leur volonté de renforcer leur alliance et de réduire leur dépendance économique à la Chine, ce qui met une nouvelle fois en lumière la polarisation du monde.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

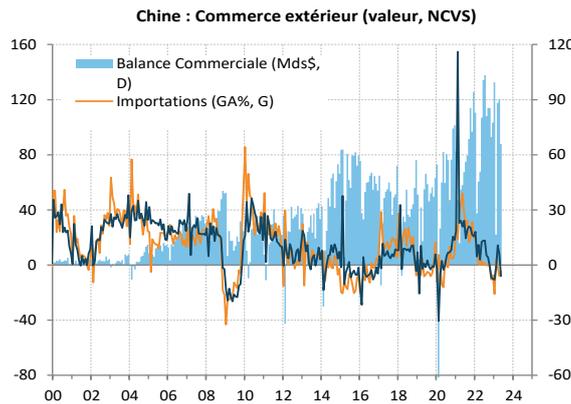
« Les préoccupations se renforcent sur la santé de l'économie chinoise »

Le commerce extérieur chinois se détériore en mai. Après deux mois d'expansion, entre effet de base et rattrapage, les exportations ont chuté de 7,5% en glissement annuel (GA) nominal en mai. Ce recul s'est généralisé à la plupart des débouchés géographiques des exportations chinoises. En particulier, elles ont baissé de 18,2% en GA vers les Etats-Unis et de 7% vers l'UE. Même les exportations chinoises vers l'ASEAN, qui ont été particulièrement bien orientées depuis la crise pandémique, ont affiché un fort déclin (-15,9% en GA). Par produit, la baisse des exportations a été très prononcée au niveau des biens durables, et ce en particulier dans l'électronique (-10,9% en GA pour les ordinateurs portables et -25% pour les téléphones portables) et l'ameublement (-14,8%). Bien que plus modérément, les importations chinoises ont également baissé (-4,5% en GA nominal), principalement en lien avec le recul des prix des matières premières. En

volume, les importations de matériaux de construction clés – tels que le cuivre et le minerai de fer – ont été positives, reflétant le soutien du secteur public aux infrastructures. En outre, les importations de produits énergétiques ont également augmenté significativement en volume, ce qui peut refléter la levée progressive des restrictions sur le commerce avec l'Australie. Ainsi, ce contexte de recul des exportations plus marqué que celui des importations se traduit par un déclin de l'excédent commercial mensuel de la Chine à 66 Mds\$, un niveau qui reste toutefois relativement élevé.

En outre, l'atonie de l'inflation témoigne d'une demande domestique toujours modérée. En mai, l'indice des prix à la consommation est en quasi-stagnation avec une croissance de seulement 0,2% en glissement annuel. En rythme mensuel, l'inflation est même en déclin pour un quatrième mois consécutif. Si le recul des prix de l'alimentation et des carburants reste le principal facteur explicatif de cette faiblesse, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) se modère également en mai à seulement 0,6% en glissement annuel (et 0% en glissement mensuel). Parallèlement, l'indice des prix à la production (PPI) poursuit son déclin à -4,6% en glissement annuel, tiré à la baisse par les prix internationaux des matières premières et le maintien d'importantes faiblesses dans l'investissement immobilier.

Alors que de plus en plus de données témoignent de la fragilité de la reprise chinoise, la presse a rapporté cette semaine la baisse des taux de rémunération des dépôts des principales banques détenues par l'Etat. Cette baisse pourrait notamment chercher à inciter les ménages à consommer davantage tout en soutenant la rentabilité des banques.



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

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 23	1,8	0,4	2,3	1,0
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	mai-23	0,2	0,1	0,9	2,0
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	mai-23	0,6	0,7	0,8	0,9
CH	Exportations	Vol, NCVS, GA%	mai-23	-8,0	8,0	30,0	7,1
	Importations	Vol, NCVS, GA%	mai-23	-4,5	-7,9	30,1	1,0

*Du 05/06/2023 au 11/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, le redressement de l'activité est encore plus prononcé qu'initialement estimé. La croissance trimestrielle du PIB au T1 2023 a été revue significativement à la hausse de 0,4% à 0,7%. Ainsi, l'économie est désormais très proche de retrouver son niveau de 2019, avant la crise sanitaire. Cette révision reflète une dynamique des investissements plus vigoureuse que prévu et une reconstitution plus importante des stocks.

En revanche, la dynamique des salaires reste toujours loin derrière l'inflation. La croissance des salaires a en effet ralenti à seulement 1% en glissement annuel en avril après 1,3% en mars. Les détails de la publication sont toutefois plus encourageants dans la mesure où la croissance des salaires contractuels a enregistré une forte accélération, passant de 0,5% le mois précédent à 1,1% en avril en glissement annuel, reflétant probablement les premiers effets des négociations salariales de printemps qui se tiennent entre avril et juin. Néanmoins, la faiblesse des salaires sur le mois est surtout associée à la modération des paiements d'heures supplémentaires et de primes. Dans ce contexte, les salaires réels continuent de reculer, à -3% en glissement annuel.

En Australie, la Banque centrale annonce une deuxième hausse de taux consécutive après la pause d'avril dernier. La RBA a relevé son taux directeur de 25 points de base, le portant à 4,1%, soit un plus haut en 11 ans. Selon le communiqué de presse, le Comité de politique monétaire considère que d'autres hausses de taux pourraient être nécessaires pour que l'inflation retourne dans la fourchette cible de 2 à 3%. Les banquiers centraux mettent en effet l'accent sur d'importants risques haussiers sur l'inflation. En particulier, la forte dynamique des salaires pourrait impliquer des pressions durables sur les prix, d'autant que les autorités ont annoncé une hausse de 5,75% du salaire minimum quelques jours avant la réunion de la RBA. Le Gouverneur Philip Lowe a réitéré qu'il considérerait que l'inflation avait déjà atteint son point haut. Selon lui, elle reste toutefois trop élevée à 7% et ce resserrement supplémentaire de la politique monétaire est nécessaire pour éviter un ancrage des anticipations d'inflation à un niveau élevé. Ainsi, la banque centrale semble, pour l'heure, prioriser la lutte contre l'inflation alors que l'activité économique est en nette modération – la croissance du PIB n'a été que de 0,2% en glissement trimestriel au T1 2023.

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.