

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

26 juin 2023

Crise, dilemmes et tiraillements

Nos Perspectives Économiques et Financières de mars 2023 posaient la question : vivons-nous le passage de la fin du multilatéralisme à la fin du libéralisme ? Car depuis les 2 chocs d'importance qu'ont été la crise du Covid et la guerre en Ukraine, les États ont confirmé leur volonté de reprise en main de l'économie, avec des approches impliquant toutes un certain repli sur leur territoire national. C'est un point essentiel, dans la lignée de notre réflexion déjà ancienne sur ce que nous avons appelé le « retour du politique » dès 2016. Ces derniers mois, ce « retour » a pris des orientations différentes entre les 3 zones continentales ; les États-Unis relocalisent les facteurs de production des secteurs qu'ils considèrent comme vitaux pour eux quitte à faire fi des règles communément admises en matière de liberté commerciale. L'Union européenne semble vouloir rechercher un leadership en matière de transition énergétique mais est étouffée par des intérêts nationaux qui ne sont pas alignés quand ils ne sont pas concurrents. La Chine affiche sa volonté de devenir au plus vite la première puissance mondiale en choisissant une stratégie d'indépendance vis-à-vis à la fois de l'approvisionnement extérieur et des débouchés étrangers.

Ce sont 3 stratégies d'État différentes mais qui se mettent toutes en place au moment où l'atteinte de la limite du multilatéralisme qui se traduit dans le raidissement des relations internationales est aussi la manifestation d'un vrai changement idéologique quant à la perception des bienfaits du commerce. Ce dernier a longtemps été censé être à la fois favorable à tous et vecteur de paix, et meilleur outil de diffusion des idées démocratiques occidentales; un changement idéologique aussi quant à la perception du rôle du marché comme meilleur optimiseur des ressources à travers la formation des prix.

Alors, ce PEF Financier de mi-année a pour titre « Crise, dilemmes et tiraillements ». Son agenda apparaît cette année particulièrement opportun. Nous nous étions quittés en mars sur les prémices d'une crise bancaire qui s'est amplifiée et diffusée depuis. La mauvaise appréciation du caractère durable de l'inflation par les Banques Centrales, jumelée à la prolongation d'un régime monétaire d'exception, a conduit à un renversement brutal de politique monétaire. Par son ampleur et sa rapidité, les hausses des taux directeurs décidées par la Réserve Fédérale américaine et la BCE ont concouru à la déstabilisation des agents économiques déjà très endettés. En premier lieu, dans un contexte de paysage bancaire mondial profondément modifié sur les 15 dernières années, le système bancaire américain s'est trouvé fragilisé, comme le prouve la succession de faillites sur la côte Pacifique. La diffusion de ces difficultés à l'Europe (Crédit Suisse) et à des acteurs financiers non régulés, nous amènent aujourd'hui à analyser la crise bancaire et ses multiples ramifications.

Or cette crise financière renforce le dilemme des Banques Centrales entre ses différents mandats, explicites ou implicites, officiels ou officieux, déjà évoqués en mars dernier. Une situation aggravée par la poursuite de la croissance des dettes des États et à leurs besoins de financement, sur fond de défis liés aux transitions énergétiques et numériques, aux nouveaux conflits et aux enjeux de souveraineté. Les choix que font et feront les Banques Centrales sont majeurs. Les conséquences des orientations budgétaires des États le seront tout autant pour des marchés tirillés par cette crise bancaire et les dilemmes qu'elle provoque.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Analyse de l'évolution des marchés

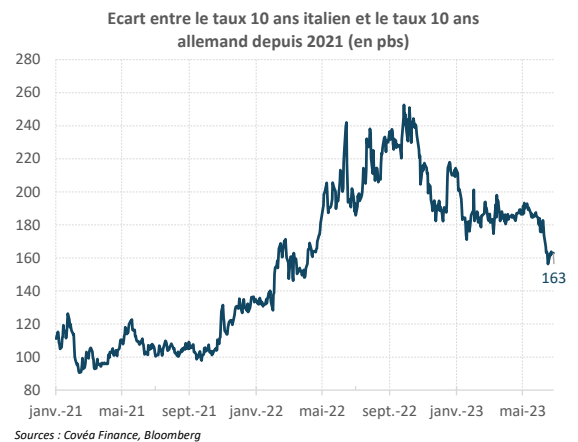
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La tendance est nettement baissière sur les rendements souverains cette semaine en dépit de nouvelles hausses de taux directeurs des banques centrales britannique, suisse et norvégienne et de nouvelles déclarations plutôt offensives de banquiers centraux. L'inflation reste en effet la préoccupation principale, en témoigne le chiffre d'inflation sous-jacente britannique sorti au-dessus des attentes, en hausse par rapport au mois précédent. Face à ces développements défavorables aux marchés obligataires, ce sont les publications des indicateurs d'activité PMI, en fin de semaine, laissant présager d'un ralentissement marqué dans les secteurs manufacturiers et des services en Europe qui expliquent le mouvement de baisse des rendements sur la semaine. Ce contexte a favorisé un nouveau mouvement d'aplatissement des courbes, à l'image du segment 2-10 ans qui retrouve un niveau d'inversion supérieur à 100pb aux Etats-Unis et à 75pb en Allemagne. Sur le crédit, la combinaison de chiffres d'inflation élevés et d'indicateurs d'activité plus faibles qu'attendus s'est traduit par un écartement des primes de risque, en particulier sur le segment du haut rendement d'une dizaine de points de base. De plus, l'activité sur le marché primaire a tendance à se tarir à l'approche de l'été. On a recensé, en effet, 1.5Md€ d'émissions non financières et à peine plus d'émissions bancaires.

Le Focus de la semaine : Les ménages à la rescousse de la dette italienne

Le Ministère des Finances italien a lancé, début juin, une nouvelle famille d'obligations d'Etat à destination des particuliers : les « BTP Valore ». Le succès a été au rendez-vous. Les Italiens ont souscrit massivement à cette émission et la collecte a atteint plus de 18 Mds € en cinq jours. Publicité à la télévision, fiscalité allégée sur les coupons, prime pour les détenteurs de l'obligation jusqu'à échéance et taux de rendement supérieur au taux de marché, tout a été fait pour attirer les épargnants. Ce nouveau BTP 2027 se distingue par son coupon croissant dans le temps (3.25% pendant les deux premières années et 4% les deux suivantes), par l'absence de commissions prises par les banques et l'absence des institutionnels italiens. Ce type d'émission devrait se multiplier à l'avenir. En effet, le gouvernement souhaite augmenter la part des particuliers italiens dans la détention de sa dette pour être moins dépendant des aléas des marchés et des retraits intempestifs des détenteurs étrangers. Avec des taux qui ont fortement progressé depuis un an, passant de 1.2% en janvier 2022 à 4% pour le taux 10 ans, le gouvernement assume préférer verser des rendements plus élevés, en priorité, aux Italiens. Il doit, surtout, faire face à des émissions en hausse et à un retrait progressif de la BCE. Pour ce faire, il peut compter sur une épargne des ménages abondante. En 2022, plus de 1 200 Mds€ étaient disponibles sur les comptes courants des Italiens. Alors que le versement d'une nouvelle tranche des aides européennes liées au plan de relance a été suspendu par la Commission Européenne, cette volonté de « nationaliser » davantage la dette publique illustre également une forme de défiance face à Bruxelles. Depuis la prise de fonction du nouveau gouvernement, les relations avec l'Union Européenne n'ont pas été conflictuelles comme certains pouvaient l'attendre et les taux italiens ne se sont pas écartés des taux allemands. Toutefois, les divergences de vues persistent et dans cette union plusieurs visions de l'Europe existent. Eternelle troisième dans l'UE, l'Italie avance pour le moment seule comme sur le développement de son « plan Mattei » engagé par Mario Draghi. Ce plan vise à faire de l'Italie la nouvelle plaque tournante du gaz en Europe en coopérant davantage avec les pays africains tels que l'Algérie, la Lybie, l'Egypte ou le Nigeria. Au niveau européen, le pays compte capitaliser sur les élections dans les différents pays pour faire davantage porter sa voix face au couple franco-allemand.



Lucas Couvert

Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)		
	23/06/23	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	1,75	0,00	0,50	0,75	3,50			
BCE - Taux Repo	4,00	4,00	3,50	2,50	0,00	0,00	0,50	1,50	4,00			
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,50	3,50	3,00	2,00	-0,50	0,00	0,50	1,50	4,00			
Banque d'Angleterre	5,00	4,50	4,00	3,50	1,25	0,50	1,00	1,50	3,75			
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	3,73	3,76	3,43	3,87	3,09	-3	31	-14	65	-101	8	
Allemagne	2,35	2,47	2,11	2,57	1,43	-12	25	-22	93	-75	5	
France	2,88	2,98	2,68	3,12	1,97	-10	20	-24	91	-39	31	
Italie	3,98	4,04	4,05	4,72	3,39	-6	-8	-74	59	24	39	
Royaume-Uni	4,32	4,41	3,28	3,67	2,50	-9	104	65	182	-84	13	
Japon	0,37	0,41	0,29	0,42	0,24	-4	8	-5	13	44	85	
Crédit												
Indice Itraxx Main	78,5	75,3	100,5	90,6	111,5	3,2	-22,0	-12,1	-33,0			
Indice Itraxx Crossover	417,5	393,9	493,0	474,1	552,3	23,7	-75,5	-56,6	-134,8			

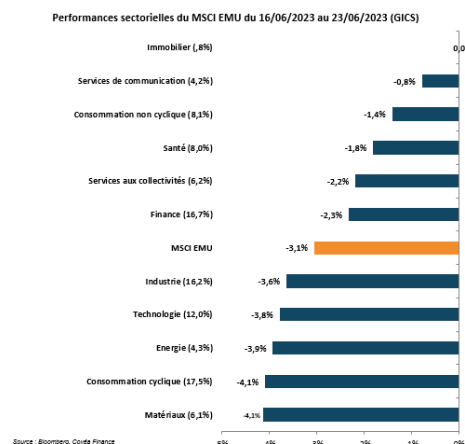
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, l'ensemble des marchés européens clôture en baisse. l'indice MSCI EMU, (Union Economique et Monétaire européenne) affichent un recul de -3,1%, soit la plus forte baisse hebdomadaire depuis mi-mars 2023, pénalisé par les craintes de ralentissement dans un contexte de hausses de taux d'intérêt des banques centrales et de signes d'une détérioration de la conjoncture économique. Sur la plan sectoriel, les secteurs des matériaux (-4,1%), de la consommation cyclique (-4,1%) et de l'énergie (-3,9%) sont les plus vendus par les investisseurs. L'immobilier (+0.0%) et les services de communications (-0.8%) se distinguent après une période de contre-performance depuis le début de l'année. Sur le plan des titres, le chimiste allemand Covestro progresse de 17.3% après une marque d'intérêt de la Compagnie Nationale Pétrolière d'Abu Dhabi (ADNOC). A l'inverse, en bas de classement, les sociétés Siemens Energy (-36.3%) et Sartorius Stedim (-16.3%) décalent après avoir averti sur leurs perspectives bénéficiaires. En termes géographiques, la correction est plus marquée pour l'indice norvégien (-6.7%) en raison de sa forte exposition au secteur de l'énergie. Enfin depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap reste en retrait (+4.7%) derrière le MSCI Europe (+6.9%) ou le MSCI EMU (+10,0%).



Le Focus de la semaine : Vers un ralentissement ?

L'analyse des résultats du premier trimestre des principales sociétés présentes en Zone Euro montre que la dynamique d'activité ralentit avec une croissance-0,9% de leurs chiffres d'affaires (CA) sur un an glissant après +14,7% au dernier trimestre 2022. Le CA affiche une progression de +0,9% en excluant le secteur de l'énergie et de -1,8% hors services financiers. Au niveau des profits, la croissance des bénéfices par action (BPA) chute de -5,5% traduisant l'impact de la hausse des coûts des intrants sur les résultats des entreprises mais également désormais un ralentissement des volumes. Notons que la croissance des BPA est de -4,3% en excluant l'énergie et -18,0% sans les valeurs financières. Par ailleurs, on enregistre depuis quelques semaines une multiplication des avertissements de résultats d'entreprises en Europe, touchant principalement les secteurs manufacturiers. A titre d'exemple, on peut citer dans le secteur Papier et Emballage l'autrichien Mayr Meinhof Karton qui a prévenu que ses bénéfices d'exploitation seraient près de deux-tiers plus bas qu'espéré dû à la faiblesse des volumes. Dans la chimie, l'allemand Lanxess avertit que le niveau élevé des stocks chez ses clients ne lui permet pas d'anticiper une reprise de son activité avant la fin de l'année et prévoit que ses bénéfices sur l'année soient un tiers inférieur aux prévisions. Le fournisseur d'équipements biotechnologiques Sartorius Stedim a indiqué que ses revenus seraient impactés par la faiblesse de la demande chez ses clients qui avaient constitué des stocks de précaution durant la crise pandémique. Si l'année 2022 a été synonyme de perturbations d'approvisionnement et de pénuries générant des hausses de prix substantielles, en ce premier semestre 2023, il semblerait que le niveau de stock présent chez les clients ne justifie pas le besoin de commandes supplémentaires. La capacité des entreprises à maintenir des niveaux de prix aussi élevés dans cet environnement est un vrai risque que nous soulignons dans nos Perspectives Economiques et Financières et que nous suivrons avec attention lors des publications de résultats semestriels.

Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	23/06/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	145	149	140	132	122	-3,1	3,7	10,0	18,3	
MSCI EMU Mid Cap	922	960	921	907	870	-3,9	0,1	1,7	6,1	
MSCI EMU Small Cap	394	411	386	370	365	-4,1	2,2	6,4	8,1	
MSCI Europe	152	157	147	143	135	-2,8	3,9	6,9	13,0	
France CAC 40	7 163	7 389	6 925	6 474	5 883	-3,0	3,4	10,7	21,8	
Allemagne DAX 30	6 267	6 480	6 019	5 693	5 283	-3,3	4,1	10,1	18,6	
Italie MIB	27 210	27 862	25 495	23 856	21 615	-2,3	6,7	14,1	25,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 462	7 643	7 335	7 452	7 020	-2,4	1,7	0,1	6,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 709	8 957	8 375	8 417	8 181	-2,8	4,0	3,5	6,5	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices terminent la semaine en baisse. Les marchés chinois affichent les moins bonnes performances, les investisseurs ayant été « déçus » des mesures de soutien apportées à l'économie (abaissement du taux de référence pour les prêts à moyen terme notamment). La rencontre entre le secrétaire d'Etat américain Antony Blinken et le Président chinois Xi Jinping, ce dernier ayant indiqué qu'il « voyait du progrès » dans les relations entre la Chine et les Etats-Unis, n'a pas eu l'effet positif escompté sur les marchés. A l'inverse, Taiwan affiche une des meilleures performances sur la semaine, biaisée néanmoins par des jours fériés en fin de période, tandis que l'Inde surperforme dans un contexte d'aversion au risque dans la région asiatique. Côté sociétés, on notera la série d'annonces d'investissements sur le territoire indien, conséquence de la visite du premier ministre indien Modi aux Etats-Unis. Elon Musk a ainsi déclaré que Tesla allait faire un investissement d'ampleur en Inde. Micron a annoncé qu'il investirait 825 millions de dollars pour la construction de sa première usine de fabrication et de test de semi-conducteurs dans le pays. Le projet global coûterait 2,75 milliards de dollars, le gouvernement finançant la moitié du coût et l'Etat de Gujarat 20%. Enfin, General Electric a annoncé la signature d'un accord pour produire des moteurs d'avions de combat pour l'armée de l'air indienne.

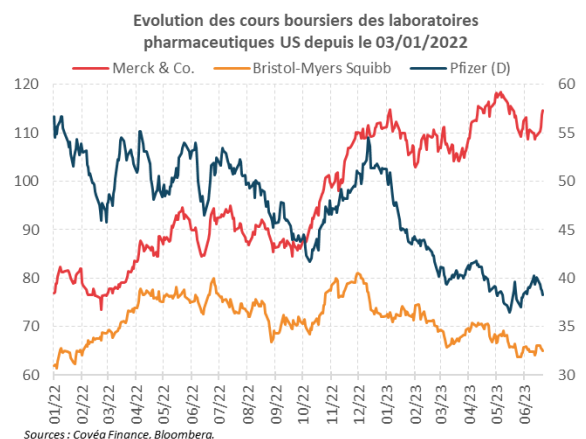
Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 1.4% pénalisé par les déclarations de Jerome Powell évoquant la possibilité de deux hausses de taux supplémentaires d'ici la fin de l'année, ainsi que par les remarques de la Secrétaire au Trésor, Janet Yellen, soulignant les risques de ralentissement de la consommation liés à la lutte contre l'inflation. Dans ce contexte, les secteurs défensifs (consommation de base, santé) affichaient les meilleures performances. La consommation cyclique terminait la semaine à l'équilibre soutenue principalement par Amazon après une série d'annonces sur l'intelligence artificielle. Les financières, l'immobilier et les services publics étaient pénalisés par les incertitudes sur le resserrement monétaire. L'énergie était en forte baisse face aux inquiétudes sur la croissance chinoise et sur la hausse de la production de pétrole iranien. Côté sociétés, on notera l'accord d'Intel avec l'Allemagne pour la construction de deux usines de semi-conducteurs pour un montant de 30 milliards de dollars. Le gouvernement allemand devrait financer jusqu'à un tiers du coût du projet sous forme de subventions et de plafond sur le prix de l'énergie. Cette construction d'usine s'inscrit dans l'ambition du Chips Act européen, dont l'objectif est d'assurer 20% de la production mondiale de puces en Europe d'ici 2030 mais aussi dans la stratégie d'Intel de s'imposer comme un acteur critique dans la production de puces avancées.

Le Focus de la semaine : Les grands laboratoires pharmaceutiques contre l'« Inflation Reduction Act » : quels sont les enjeux ?

Merck et Bristol Myers Squibb ont intenté une action en justice contre le ministère américain de la santé afin d'annuler les articles de l'IRA qui permettent à Medicare de négocier directement (ie, à la baisse) les prix des médicaments auprès des sociétés pharmaceutiques. Les deux laboratoires s'appuient notamment sur le cinquième amendement de la Constitution qui interdit au gouvernement de s'approprier une propriété privée sans juste compensation.

Le 1er septembre 2023 en effet, une première liste de 10 médicaments sera publiée et donnera lieu à des négociations jusqu'en août 2024 pour des baisses de prix qui entreront en vigueur en janvier 2026. Une seconde liste de 15 médicaments est attendue en février 2025 (pour des réductions de prix en 2027) et les entreprises qui refuseraient de participer aux négociations s'exposent à de lourdes pénalités financières. On estime que les laboratoires les plus exposés sont Pfizer (avec Eliquis et Xtandi), Bristol-Myers (Eliquis), Eli Lilly (Jardiance), Johnson & Johnson (Invega), Amgen (Enbrel) et Merck (Januvia).

Quoi qu'il en soit, ces deux actions en justice contre le gouvernement fédéral ne constituent qu'une première salve dans une bataille juridique de longue haleine que l'industrie pharmaceutique est bien décidée à porter jusqu'à l'arbitrage de la Cour Suprême. Au-delà de sa dimension sectorielle, rappelons aussi que ces articles ont été conçus pour permettre l'équilibre budgétaire de l'IRA (\$160 Mds d'économies prévus entre 2026 et 2032) et qu'une abrogation aurait sans doute un impact significatif sur le déficit américain et l'appétence des investisseurs pour les bons du Trésor.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	23/06/23	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	4 348	4 410	3 919	3 840	3 912	-1,4 ↓	10,9 ↑	13,3 ↑	11,2 ↑	-1,0 ↓	9,3 ↑	11,3 ↑	7,7 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	33 727	34 299	32 155	33 147	31 501	-1,7 ↓	4,9 ↑	1,8 ↑	7,1 ↑	-1,3 ↓	3,3 ↑	0,0 ↓	3,7 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 493	13 690	11 428	10 466	11 608	-1,4 ↓	18,1 ↑	28,9 ↑	16,2 ↑	-1,1 ↓	16,3 ↑	26,7 ↑	12,6 ↑
Japon Nikkei 300	479	487	408	401	395	-1,8 ↓	17,4 ↑	19,4 ↑	21,2 ↑	-2,7 ↓	8,0 ↑	7,0 ↑	10,5 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 570	2 626	2 349	2 280	2 367	-2,1 ↓	9,4 ↑	12,7 ↑	8,6 ↑	-4,3 ↓	7,4 ↑	6,1 ↑	4,2 ↑
Chine - Shanghai	3 198	3 273	3 245	3 089	3 350	-2,3 ↓	-1,5 ↓	3,5 ↑	-4,5 ↓	-2,6 ↓	-7,0 ↓	-2,5 ↓	-13,8 ↓
Hong Kong Hang Seng	19 218	20 040	19 248	19 781	21 719	-4,1 ↓	-0,2 ↓	-2,8 ↓	-11,5 ↓	-3,8 ↓	-1,4 ↓	-4,8 ↓	-14,0 ↓
Marchés Emergents - MSCI	992	1 030	945	956	1 011	-3,7 ↓	5,0 ↑	3,7 ↑	-1,9 ↓	-3,3 ↓	3,4 ↑	1,9 ↑	-5,0 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

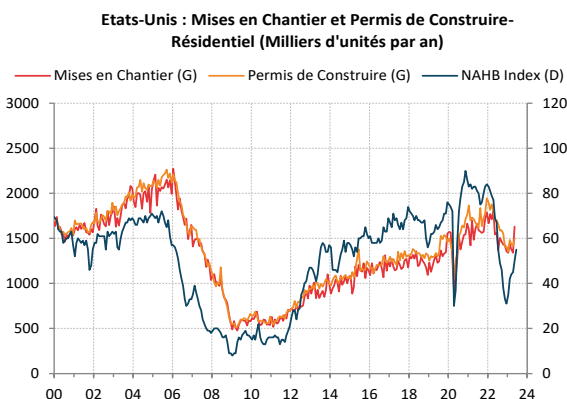
« Jerome Powell confirme des hausses de taux supplémentaires à venir »

Les données publiées cette semaine concernant le secteur immobilier résidentiel décrivent une stabilisation, voire une remontée de l'activité. Les ventes de logements anciens ont progressé de 0,2% en glissement mensuel en mai, et se stabilisent à 4,3 millions, après avoir touché un point bas à 4 millions en janvier 2023. Le stock de maison à vendre s'inscrit en légère hausse mais demeure sur des niveaux très faibles, ce qui n'empêche pas la poursuite de la contraction du prix médian (-3,1% en rythme annuel, après -2,4% en avril). Par ailleurs, les mises en chantier ont enregistré un bond de 21,7% sur le mois de mai, tandis que les permis de construire progressaient de 5,2%. Le rebond concerne autant les maisons individuelles que les immeubles d'habitation. Ce dynamisme s'inscrit dans la lignée de l'indicateur de confiance des promoteurs immobiliers NAHB, qui enregistre une progression de 5 points en juin, à 55 points, au plus

haut depuis juillet dernier. Il semblerait que la crise du secteur bancaire qui s'est déclenchée en mars ait un impact limité à ce stade sur la production de crédit hypothécaire, ce qui participe à soutenir le marché immobilier. Du point de vue de la Réserve fédérale, le fait qu'un secteur directement exposé à la hausse des taux se reprenne d'ores et déjà ne serait clairement pas une bonne nouvelle, à un moment où l'inflation peine à refluer. **S'il devait se confirmer, le regain de dynamisme de l'immobilier résidentiel pourrait conforter la Réserve fédérale dans sa volonté de resserrer davantage sa politique monétaire,** au regard des effets multiplicateurs du secteur sur la demande, qui pourraient prolonger les tensions inflationnistes.

Le maintien d'un biais restrictif de la politique monétaire a été confirmé par Jerome Powell lors son audition au Congrès cette semaine, dans la droite ligne de la dernière réunion du comité de politique monétaire le 13 juin. Le Président de la Réserve fédérale a estimé que davantage de resserrement monétaire sera nécessaire, l'inflation restant très loin de son objectif. Il a noté que presque tous les participants jugent qu'il sera approprié de monter encore les taux directeurs, tout en répétant le message de dépendance aux données pour juger de l'ampleur de la hausse supplémentaire qui serait adaptée.

Concernant le marché du travail, des signaux de modération des tensions émergent. Les nouvelles demandes d'allocations au chômage impriment une tendance haussière au cours des dernières semaines et s'établissent à 264 000 la semaine du 17 juin. Si ce niveau reste faible historiquement, il s'agit d'un point



Sources : Census Bureau, Covéa Finance, Thomson Reuters

Dernier point : mai-23 juin-23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	mai-23	-12,7	-21,1	17,6	-4,2
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	mai-23	5,7	-25,7	15,0	-3,4
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	mai-23	4300	4290	6128	5081

*Du 19/06/2023 au 25/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

haut depuis novembre 2021 et une inflexion haussière est perceptible au second trimestre (219 000 en moyenne au T1). Les demandes totales d'allocation chômage sont en revanche en léger repli à 1,759 millions d'inscrits la semaine du 12 juin.

Les indicateurs d'enquête PMI de juin font part d'un accroissement de la dichotomie entre le secteur manufacturier et les services. L'indice PMI manufacturier s'enfonce en zone de contraction à 46,3 (48,4 en mai) et touche un point bas depuis décembre dernier, tandis que l'indice des services résiste à 54,1 (54,9 en mai), renvoyant à une croissance solide de l'activité.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



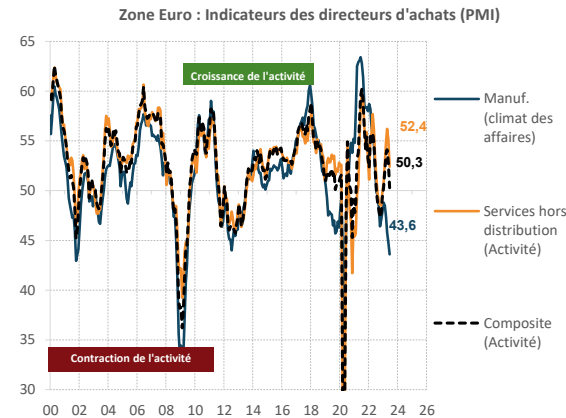
Suivi Macroéconomique

Europe

« La croissance de l'activité économique en zone euro ralentit »

La croissance de l'activité économique en zone euro au mois de juin ralentit sensiblement selon l'enquête PMI. Le PMI composite s'est en effet replié à 50,3 (après 52,8 en mai), le plus faible niveau depuis janvier. La faiblesse de l'industrie manufacturière a entravé l'activité en juin, le PMI manufacturier s'étant contracté à 43,6, le plus bas niveau depuis la pandémie, en raison de l'accélération de la baisse des ventes des entreprises. En parallèle, le PMI services se maintient au-dessus du seuil de 50 mais enregistre tout de même une baisse par rapport au mois de mai, ce qui signifie que l'activité dans les services continue de croître mais à un rythme moins rapide. Concernant les prix, l'enquête révèle une baisse des prix des intrants et des prix de vente dans le secteur manufacturier. En revanche, les coûts dans les services

continuent d'augmenter, portés notamment par l'évolution des salaires, mais à un rythme moins rapide que le mois précédent. Par pays, l'activité s'est contractée en juin en France, à la fois dans l'industrie manufacturière et dans les services. En parallèle en Allemagne, la croissance a fortement ralenti en juin selon l'enquête, le renforcement de la contraction dans le secteur manufacturier s'étant accompagné d'un ralentissement de la croissance dans les services.



Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : Juin 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	PMI Services	Indice juin-23	52,4	55,1	53,6	52,1
	PMI Manuf.	Indice juin-23	43,6	44,8	60,2	52,1
AL	PMI Services	Indice juin-23	54,1	57,2	53,1	51,1
	PMI Manuf.	Indice juin-23	41,0	43,2	61,6	51,8
FR	PMI Services	Indice juin-23	48,0	52,5	53,8	53,7
	PMI Manuf.	Indice juin-23	45,5	45,7	56,7	51,8
RU	PMI Services	Indice juin-23	53,7	55,2	56,1	53,7
	PMI Manuf.	Indice juin-23	46,2	47,1	59,2	51,6
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA% mai-23	8,7	8,7	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA% mai-23	7,1	6,8	2,4	5,9

*Du 19/06/2023 au 25/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'excédent de la balance des transactions courantes de la zone euro est revenu de 31Mds€ en mars à 4Mds€ en avril, comparé à un déficit de 18Mds un an auparavant. Cumulé sur les douze derniers mois, la zone euro affiche un déficit des transactions courantes de 55Mds€, contre un excédent de 138Mds€ sur la même période un an plus tôt. La diminution de l'excédent d'un mois à l'autre résulte pour l'essentiel d'un mouvement équivalent sur les échanges de biens, dont le surplus est revenu de 41Mds€ en mars à 16Mds€ en avril.

L'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro a progressé de 1,3 point en juin, à -16,1, plus haut depuis février 2022.

Les débats s'intensifient entre membres du Conseil des gouverneurs de la BCE. Invité à s'exprimer à l'occasion d'une remise de prix à Madrid, Philip Lane a déclaré que la dépendance des prochaines décisions aux données signifie qu'il est possible qu'un statu quo soit décidé lors d'une, voire deux réunions, quitte à renouer avec la hausse par la suite si nécessaire. Il a toutefois ajouté qu'il est probable qu'une nouvelle hausse intervienne fin juillet, mais il ne veut pas se prononcer pour septembre. François Villeroy de Galhau semble d'un avis proche. Il a notamment réaffirmé la semaine dernière que la plus grande partie du chemin (de hausse des taux directeurs) a été parcourue et qu'il s'agit plus, désormais, de déterminer combien de temps les taux devront rester plus élevés pour assurer une décrue de l'inflation. En revanche, Isabel Schnabel qui participait à une conférence au Luxembourg, a mis l'accent sur la nécessité de poursuivre le durcissement de la politique monétaire pour s'assurer d'une solide désinflation.

Insistant également sur la dépendance aux données, elle préfère, comme Peter Kazimir (gouverneur de la Banque de Slovaquie), risquer d'en faire trop plutôt que pas assez. Dans ce dernier cas, il serait nécessaire de maintenir une politique restrictive pendant plus longtemps, ce qui heurterait les consommateurs au-delà de ce qui est nécessaire. Pour elle, il est plus coûteux de laisser l'inflation s'installer que de « faire la hausse de trop », cette dernière étant facilement réversible.

Du côté géopolitique, l'Union européenne a validé une 11^{ème} salve de sanctions à l'encontre de la Russie. Ces nouvelles mesures visent avant tout à éviter le contournement des sanctions imposées précédemment. Ainsi, plusieurs entreprises accusées de jouer un rôle dans l'acquisition russe de biens interdits d'exportations ont été ajoutées à la liste des entités sanctionnées par l'Union européenne. De plus, les navires qui ont enfreint l'embargo sur le pétrole russe n'auront plus accès aux ports européens. Par ailleurs, l'UE a dévoilé un nouvel outil « anti-contournement ». Ce dernier permettrait à l'UE de restreindre certaines activités commerciales vers des pays tiers (pour l'ensemble des juridictions du pays concerné, et non pas seulement certaines entreprises comme c'est le cas actuellement) qui présentent un risque de contournement élevé. Ce nouvel outil "anti-contournement" sera une mesure exceptionnelle et de dernier recours.

Au Royaume-Uni, l'enquête PMI signale un ralentissement de la croissance économique au mois de juin. L'activité britannique a augmenté pour le cinquième mois consécutif en juin mais à un rythme moins rapide, l'indice PMI composite s'étant établi à 52,8 après 54 le mois précédent. Le secteur des services tire une nouvelle fois la croissance mais montre des signes d'essoufflement puisque le PMI services diminue à 53,7 en juin (-1,5). Par ailleurs, le PMI manufacturier poursuit son recul et atteint un plus bas en six mois à 46,2. Bien que le rythme de déclin de la sous-composante de la production manufacturière soit resté inchangé entre mai et juin, les nouvelles commandes ont fortement chuté, suggérant que la croissance de la production pourrait encore faiblir dans les mois à venir.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Face à l'inflation, la Banque d'Angleterre resserre davantage sa politique monétaire.

Après le rapport sur le marché du travail qui avait fait état d'une forte hausse des salaires, la publication de l'inflation du mois de mai a été un argument supplémentaire pour la Banque d'Angleterre (BoE) en faveur d'une nouvelle hausse de taux.

Une persistance de l'inflation ...

L'inflation britannique a surpris une nouvelle fois par sa persistance en s'inscrivant de nouveau à 8,7% en mai en glissement annuel, comme le mois précédent. L'inflation énergétique diminue à 8,4%, un niveau qui demeure tout de même élevé en raison du relèvement du plafond tarifaire de l'énergie par le régulateur en octobre 2022. Les prix des produits alimentaires sont en hausse de 18,3%, principalement en raison des effets de la guerre en Ukraine sur les prix des denrées alimentaires, ainsi que par la pénurie de main d'œuvre au Royaume-Uni qui a laissé certaines cultures non-récoltées.

Par ailleurs **la dynamique de l'inflation sous-jacente demeure préoccupante** puisque la croissance annuelle des prix hors énergie et alimentation accélère à 7,1% après 6,8% en avril. L'inflation sous-jacente atteint désormais un niveau record en plus de trente ans. Les services ont été le principal moteur de l'inflation sous-jacente (+7,4% en rythme annuel) notamment l'hôtellerie restauration (+10,3%), les services de communication (+9,1%) et les services de santé (+8,3%).

... qui a conduit la Banque d'Angleterre à resserrer davantage sa politique monétaire.

La BoE a relevé son taux directeur de 50 points de base lors de la réunion de juin, le portant à 5%. Alors que la hausse avait été de 25 points de base « seulement » lors des deux dernières réunions, la surprise des dernières données du marché du travail et d'inflation ont conduit la BoE à augmenter l'ampleur de son resserrement monétaire. La Banque centrale a par ailleurs réitéré son engagement à ramener l'inflation à la cible de 2%, et a reconnu le fait que les effets de second tour sur l'évolution des prix et des salaires liés aux chocs externes (pandémie, guerre en Ukraine) prendront probablement plus de temps à se résorber qu'ils n'en ont pris pour émerger. Outre la lutte contre l'inflation, cette hausse de 50 points de base était également un moyen pour la Banque d'Angleterre de renforcer sa crédibilité, alors que les taux souverains ont fortement augmenté sur les dernières semaines.

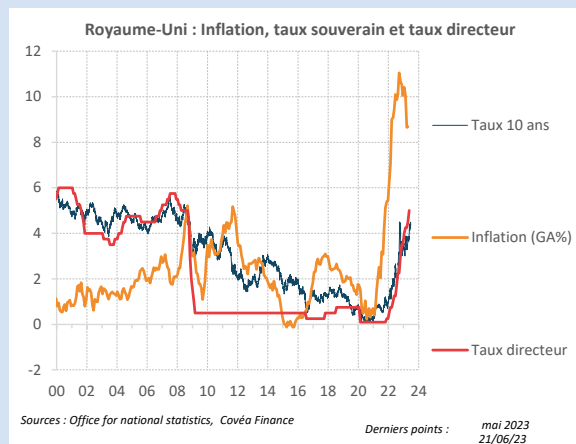
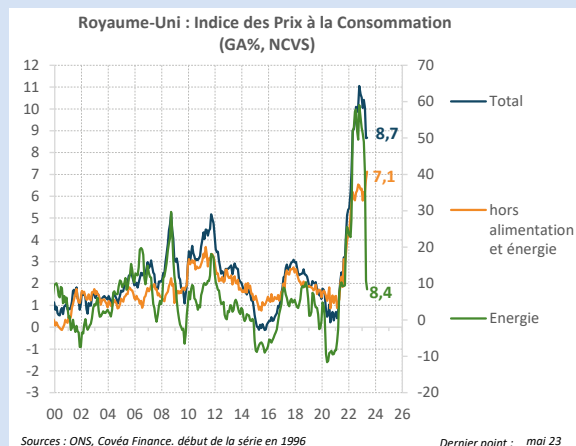
Malgré cette accélération du resserrement, la BoE n'a pas modifié le ton de son communiqué par rapport aux réunions précédentes et l'institution a de nouveau indiqué qu'une poursuite du resserrement de la politique monétaire serait nécessaire si des preuves de tensions inflationnistes persistantes se matérialisaient.

La hausse de taux pèse sur les ménages.

Cette hausse du taux directeur pourrait en revanche accentuer la pression sur les ménages détenant un prêt immobilier, puisqu'une majorité des prêts immobiliers britanniques sont à taux variable (13% des prêts immobiliers sont fixes durant moins d'un an et 84% des prêts immobiliers sont fixes durant un à cinq ans). Face aux risques d'insolvabilité des ménages, le gouvernement britannique a dévoilé des mesures pour limiter ces risques.

Ainsi, les principales banques du pays ont accepté une proposition du gouvernement, qui garantit notamment qu'un logement ne pourra pas être saisi dans les douze mois suivant le premier paiement manqué d'une échéance de crédit. Par ailleurs, les ménages auront la possibilité de demander à ne rembourser que les intérêts de leur prêt pendant six mois, ou encore de prolonger la durée de leur crédit pour réduire leurs mensualités.

En revanche, le Ministre des Finances Jeremy Hunt a exclu d'accorder un soutien fiscal direct aux ménages malgré la hausse des coûts liés aux crédits immobiliers. Il estime que de telles mesures entraîneraient une dégradation des finances publiques et alimenteraient les pressions inflationnistes.



Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

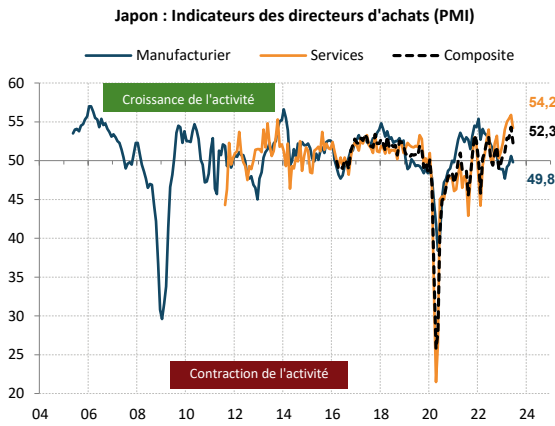
« La Banque populaire de Chine baisse de nouveau ses taux »

Au Japon, la croissance de l'activité ralentit en juin, d'après l'enquête PMI. Le PMI composite est en baisse de 2 points en juin à 52,3 après le point haut en 10 ans enregistré le mois précédent. L'activité économique nipponne a souffert à la fois d'une contraction dans l'industrie manufacturière, avec un PMI manufacturier qui s'inscrit en dessous du seuil de 50, mais également du ralentissement de la hausse de l'activité dans les services, puisque le PMI services est en baisse de 1,7 point par rapport au mois de mai. Les détails de l'enquête révèlent que le secteur des services continue de bénéficier de la hausse des dépenses liées aux atténuations des effets de la pandémie. En revanche, l'industrie manufacturière souffre d'une demande domestique et étrangère relativement faible. Le ralentissement de la croissance s'est traduit

par une baisse de l'optimisme à l'égard des perspectives, la confiance des entreprises tombant à son plus bas niveau depuis cinq mois. Certaines entreprises se sont montrées plus prudentes quant aux perspectives, en raison des fortes pressions sur les coûts et de l'incertitude économique mondiale persistante.

Dans le même temps, l'inflation japonaise reflue quelque peu en mai, mais l'inflation sous-jacente accélère. Les prix à la consommation sont en hausse de 3,2% en mai en glissement annuel, après +3,4% le mois précédent. Les prix de l'énergie poursuivent leur déclin (-8,8% en glissement annuel), en lien avec la modération des prix internationaux et le soutien aux ménages du gouvernement. Néanmoins, ce soutien commence à s'estomper, puisque les autorités ont approuvé une hausse des tarifs de l'électricité le 1er juin. Par ailleurs, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) poursuit sa hausse à 2,6% en glissement annuel, après 2,5% en avril. Selon la Banque du Japon (BoJ), l'inflation devrait se modérer au deuxième semestre 2023 pour se maintenir durablement en dessous de la cible des 2%

La Chine poursuit l'assouplissement de sa politique monétaire. Après avoir procédé à une baisse de plusieurs taux directeurs au début du mois de juin, la Banque populaire de Chine (PBoC) a procédé à une baisse de 10 points de base des « *loan prime rate* » à 1 an et 5 ans, qui sont les taux les plus préférentiels offerts par les banques à leurs clients, à 3,55% et 4,2% respectivement. Cette baisse de taux s'inscrit dans un contexte de ralentissement de l'activité économique chinoise, freinée par la faible dynamique de la production et des investissements.



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : juin 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	PMI Services	Indice	juin-23	54,2	55,9	48,2	50,4
	PMI Manuf.	Indice	juin-23	49,8	50,6	52,7	52,1
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	mai-23	3,2	3,4	-0,2	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	mai-23	2,6	2,5	-0,8	0,2

*Du 19/06/2023 au 25/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté géopolitique, le secrétaire d'Etat américain Anthony Blinken a rencontré le Président Xi Jinping lors d'un déplacement à Pékin. C'est la première fois en près de cinq ans qu'un secrétaire d'Etat se rend en Chine, signe d'une volonté d'apaiser les tensions entre les deux puissances. Après cette rencontre, Xi Jinping a salué les progrès dans les relations entre Washington et Pékin, tandis qu'A. Blinken a déclaré que les deux pays avaient fait le constat de la nécessité de stabiliser les relations bilatérales. Bien que cette rencontre soit plutôt un signal positif, les désaccords entre la Chine et les Etats-Unis demeurent nombreux, notamment concernant la situation de Taïwan, le traitement des minorités Ouïghours ou encore les sanctions américaines qui pèsent sur des géants chinois du numérique. De plus, au lendemain de la rencontre encourageante entre A. Blinken et Xi Jinping, le Président américain Joe Biden a qualifié Xi Jinping de « dictateur » lors d'une conférence. Ces propos sont susceptibles d'effacer les avancées dans les relations bilatérales induites par le déplacement d'A. Blinken en Chine.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.