

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

3 juillet 2023

Reprises en main

Les matières premières sont avec le pétrole et le dollar des clés de compréhension dans nos réflexions sur les perspectives économiques et financières du monde. Depuis le krach du cours du nickel en mars 2022 (la tonne était passée de 30 000 à 100 000\$ en quelques heures et des milliers de transactions avaient été exceptionnellement annulées ex-post), la bourse des métaux de Londres (LME), consciente de l'intérêt de structurer l'échange et la couverture de ce métal stratégique de la transition énergétique, s'est engagée à enrichir le produit « livrable » de nouvelles formes de nickel, augmenter les réserves de ses entrepôts, exiger davantage de dépôt initial en trésorerie des acteurs du marché, et enfin ouvrir sur la bourse du commerce de Qianhai 2 nouveaux compartiments de matte et sulfate de nickel, particulièrement adaptés aux besoins des industriels. Ces réformes de la Bourse apparaissent urgentes tant la demande mondiale pour les métaux nécessaires à la décarbonation devrait croître fortement alors même que les restrictions à l'exportation se multiplient dans les zones géologiques détentrices de ces matières sur fond de reprise en main de leur souveraineté. Une tendance qui se double de la volonté de ces pays de maximiser leur filière sur le long terme en remontant dans la chaîne de valeur des métaux « électriques » ou des terres rares.

L'exemple de l'Indonésie en témoigne. Après des embargos sur l'exportation des minerais bruts de nickel, elle a réussi à attirer des industriels étrangers pour investir sur place à la fois dans la transformation du métal et les infrastructures de logistique, et faire émerger des champions nationaux. Inversement, en Amérique latine, la méthode est différente sur ce chemin de la reconquête d'autonomie stratégique. Le Mexique poursuit la nationalisation progressive du secteur de l'électricité autour de la régie nationale (CFE) et des réserves de lithium, au risque de se faire poursuivre dans les chambres internationales d'arbitrage par les investisseurs étrangers ou les Etats partenaires du traité de libre échange d'Amérique du nord. Dans la même veine, le Chili a décidé la création d'une entreprise nationale en charge de prendre systématiquement une participation majoritaire dans tout projet d'exploitation du lithium quitte à ralentir le rythme des futurs investissements dans les saumures des lacs de sel chiliens.

Les stratégies des entreprises internationales tiennent compte des risques géopolitiques, elles doivent aussi tenir compte des risques politiques... Pour ce faire, elles sont aidées par leurs états respectifs qui cherchent, tous, à sécuriser leurs approvisionnements. Les exemples sont nombreux. Le Japon prévoit de lancer un fonds pour subventionner ses entreprises qui investissent dans l'extraction et le raffinage de ces métaux critiques, l'Allemagne envisage la création d'un fonds souverain « matières premières » et le « Critical Raw Material Act », la proposition de loi de la Commission européenne de mars 2023, a pour ambition de développer sur son sol la production d'au moins 10% de ses besoins et de 40% du raffinage d'ici 2030 dans le cadre de son « Plan pour l'industrie verte en Europe ».

Nos modes de production et de consommation sont contraints par la rareté de facteurs essentiels. Et leur dissémination sur telle ou telle zone géographique ne correspond pas toujours aux logiques de coopérations politiques et commerciales des pays au sein de notre monde bipolaire et peu coopératif.

La reprise en main du développement de ces richesses par les pouvoirs publics des pays producteurs fait miroir avec le volontarisme croissant des autorités des pays consommateurs pour contrer cette contingence.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

« Nos modes de production et de consommation sont contraints par la rareté de facteurs essentiels »

Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	30/06/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois	
Marché des changes						
€ / \$	1,091	1,087	1,048	0,4	↑	4,1
€ / £	0,859	0,861	0,861	-0,2	↓	-0,2
€ / Yen	157,44	157,28	142,26	0,1	↑	10,7
Matières premières et Transport et marchandises						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	75	74	115	0,8	↑	-34,8
Indice CRB*	548	545	597	0,4	↑	-8,2
Prix de l'once d'Or	1 929	1 918	1 807	0,6	↑	6,8
Prix de la tonne de cuivre	8 316	8 178	8 258	1,7	↑	0,7
Indice Baltic Dry**	1 091	1 112	2 240	-1,9	↓	-51,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	954	954	4222	0,0	↔	-77,4

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

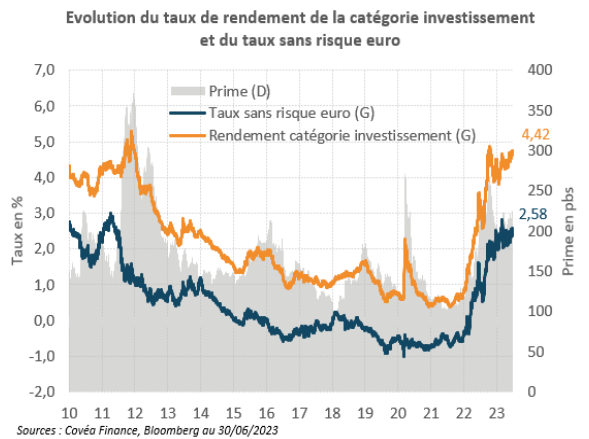
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine est marquée par une remontée des taux souverains de 5 à 10 pbs sur la maturité 10 ans pour l'ensemble des zones géographiques. Ce mouvement est alimenté par les discours de banquiers centraux à Sintra, qui réitèrent la nécessité de poursuivre la hausse des taux directeurs, et la publication de données macroéconomiques. Le phénomène d'inversion des courbes de taux sur la référence 2-10 ans s'accélère, à -81 pbs pour l'Allemagne, -106 pbs aux Etats-Unis et -90 pbs au Royaume Uni. Sur le marché du crédit, les primes de risque sont en hausse de 3 pbs à 176 pbs pour la catégorie Investissement (IG) et de 4 pbs sur le Haut rendement (HR), à 460 pbs, soit un taux moyen respectif de 4.42% et 7.40%. Sur le marché primaire, le volume d'émission s'élève à 9 Mds€ sur l'IG et 1.3 Mds€ sur le HR.

Le Focus de la semaine : Le bilan à mi-année du marché européen du crédit catégorie investissement (IG)

Au cours du premier semestre de l'année, trois grandes tendances ont animé les marchés obligataires. Tout d'abord, les investisseurs ont montré, lors des 6 premières semaines, un intérêt fort pour cette classe d'actifs compte tenu de taux de rendement à l'achat attractifs, liés notamment à la remontée du taux sans risque en fin d'année 2022, et à un afflux de liquidités disponibles. Cette tendance se traduit par une baisse des taux souverains et des primes de risque. Le second effet majeur correspond aux événements observés dans le secteur bancaire aux Etats-Unis et en Suisse, dont les maux diffèrent, qui entraînent un écartement rapide des primes de risque. Cette tendance est interrompue par les différentes mesures prises par les autorités américaines et suisses. Dernier facteur, les publications de résultats des entreprises et l'alternance dans les données macroéconomiques, à savoir une bonne résistance du marché du travail, une activité économique résiliente et une inflation résistante, participent au resserrement des primes de risque sur le marché du crédit et à une stabilisation des taux souverains. Dans ce contexte, le marché des obligations d'entreprises affiche une performance de 2.13%. Au 30 juin, ce marché, représenté par l'Iboxx Euro Corporates, offre en moyenne un taux de rendement de 4.42% pour une maturité moyenne de 4.7 ans. Depuis le début de l'année, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a diminué de 1 pbs à 2.58%, après avoir connu un plus haut à 2.92% le 6 mars. Les primes de risque se resserrent depuis le début de l'année de 4 pbs, à 176 pbs. Cette faible évolution masque des disparités selon les notations et les secteurs. Les investisseurs accordent une préférence pour les émetteurs les moins bien notés du segment IG. Représentant plus de 56% du gisement, leurs primes de risque se resserrent de 12 pbs, à 204 pbs. Ils bénéficient, d'une manière générale, d'un bon positionnement (autour du 4 ans) sur une courbe de taux sans risque inversée et de primes de risque relativement généreuses, en lien avec leur profil crédit. Le segment « A », représentant 38% du gisement, enregistre une stabilité de ses primes de risque sur la période, à 154 pbs. Enfin, les émetteurs les mieux notés, regroupés dans les segments « AA » et « AAA » et représentant respectivement 4.3% et 0.2% du gisement, enregistrent un écartement de leurs primes respectif de 8 pbs (à 115 pbs) et 21 pbs (à 95 pbs). D'un point de vue sectoriel, les trois principaux contributeurs au resserrement des primes de risques sont la Construction et les matériaux (-22 pbs à 154 pbs), l'Automobile (-16 pbs à 167 pbs) et les Services aux collectivités (-14 pbs à 162 pbs). A l'opposé, les trois principaux contributeurs à l'écartement des primes de risque sont la Technologie (+7 pbs à 150 pbs), la Chimie (+4 pbs à 142 pbs) et le Pétrole et Gaz (+3 pbs à 180 pbs). Malgré les événements bancaires du semestre, la prime de risque du secteur ne s'écarte que d'1 pb à 194 pbs. Dans ce contexte, le volume d'émission s'élève à 344 Mds€. Le marché primaire aura été particulièrement dynamique en janvier et en mai, avec des volumes mensuels respectivement de 96 Mds€ et 79 Mds€. Les échéances supérieures à 7 ans représentent 49% des émissions. Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	30/06/23	J-7	26/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	26/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,25	5,25	5,25	4,50	1,75	0,00	0,00	0,75	3,50		
BCE - Taux Repo	4,00	4,00	4,00	2,50	0,00	0,00	0,00	1,50	4,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,50	3,50	3,50	2,00	-0,50	0,00	0,00	1,50	4,00		
Banque d'Angleterre	5,00	5,00	5,00	3,50	1,25	0,00	0,00	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	3,84	3,73	3,72	3,87	3,01	10	12	-4	82	-106	2
Allemagne	2,39	2,35	2,31	2,57	1,34	4	8	-18	106	-80	-1
France	2,93	2,88	2,84	3,12	1,92	5	9	-19	101	-43	27
Italie	4,07	3,98	3,95	4,72	3,26	9	12	-64	81	17	36
Royaume-Uni	4,39	4,32	4,30	3,67	2,39	7	9	72	200	-87	3
Japon	0,40	0,37	0,36	0,42	0,23	3	4	-2	17	47	84
Crédit											
Indice Itraxx Main	73,7	78,5	79,4	90,6	117,5	-4,8	-5,7	-16,9	-43,8		
Indice Itraxx Crossover	400,2	417,5	423,9	474,1	581,6	-17,3	-23,7	-73,9	-181,4		

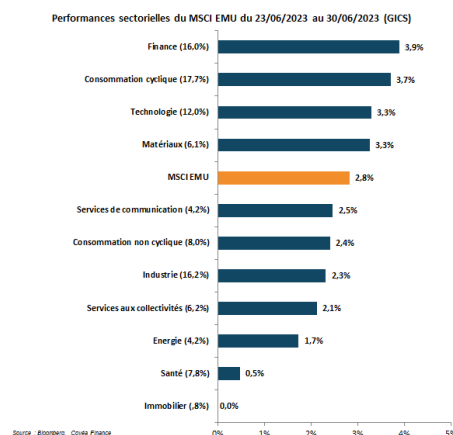
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) progresse de +2.8%. Le secteur de la finance réalise la meilleure performance avec une hausse de 3.9%, porté par les résultats positifs des stress tests de la Fed (concernant les 23 plus grosses banques américaines). Le secteur de la consommation cyclique progresse de +3.7%, profitant des déclarations de Prosus, l'actionnaire majoritaire de Delivery Hero (+16.4%), indiquant avoir augmenté sa participation au capital de la société, entraînant dans son sillage les autres entreprises du secteur (Just Eat Takeaway : +12.9% et HelloFresh : +10.1%). Le secteur de la technologie monte de +3.3%, tiré par la sphère des semi-conducteurs. D'une manière générale, les secteurs moins sensibles à l'activité économique comme les services de communication (+2.5%), la consommation non cyclique (+2.4%) et la santé (+0.5%) sous-performent, dans le sillage de la hausse des taux longs et le retour de l'appétit pour le risque. En termes de performances géographiques, les indices d'Europe du Sud (Italie : +3.9% et Espagne : +3.7%) réalisent les meilleures performances en raison du poids important des financières.

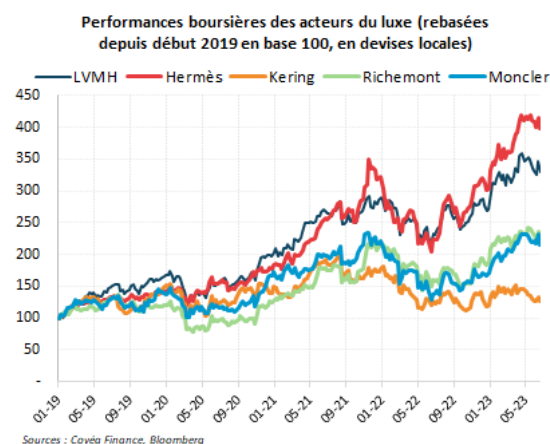


Le Focus de la semaine : La soutenabilité de la performance des entreprises du luxe

Les publications du premier trimestre des entreprises du luxe ont démontré une bonne résistance, le secteur continuant d'afficher un taux de croissance des ventes élevé, parfois même à deux chiffres, tiré par la réouverture en Chine mais surtout la bonne tenue de la croissance en Europe (grâce notamment aux touristes américains).

Cependant, la plupart des entreprises du luxe commencent à constater une baisse des dépenses dans les catégories les plus abordables, et surtout aux États-Unis où la population la plus jeune ressent plus durement la contraction du pouvoir d'achat en raison de la hausse de l'inflation : ce qui explique la mauvaise performance de catégories telles que les *sneakers* (avertissement sur résultats du distributeur américain Footlocker) et le cognac (le leader du marché, Hennessy, accuse une baisse des ventes de -5% au premier trimestre). Ainsi, bien que de nombreux groupes de luxe choisissent de concentrer leurs efforts sur la clientèle à revenus très élevés (5% des clients représenteraient 40% des ventes totales du secteur) davantage préservée des effets négatifs de l'inflation, il ne faut pas perdre de vue qu'une part importante des ventes est réalisée par des consommateurs à revenus plus modestes. En effet, si la démocratisation du luxe a permis de capter une clientèle plus jeune (tout particulièrement ces dernières années) et constituer un moteur de croissance important, ce segment est aussi plus fragile financièrement.

Le secteur du luxe n'est donc pas immunisé contre un ralentissement de la croissance (déjà perceptible dans certaines catégories et géographies) alors que les performances boursières sont au plus haut (voir graphique). C'est pourquoi nous demeurons vigilants au regard des valorisations élevées et de la hausse des taux, et privilégions les leaders globaux capables de préserver leurs marges, comme suggéré dans nos Perspectives Economiques et Financières.



Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	30/06/23	J-7	26/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	26/06/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	149	145	145	132	123	2,8	2,7	13,1	21,2	
MSCI EMU Mid Cap	946	922	924	907	874	2,6	2,5	4,4	8,3	
MSCI EMU Small Cap	403	394	393	370	357	2,2	2,4	8,8	12,7	
MSCI Europe	155	152	152	143	137	1,9	2,0	8,9	13,6	
France CAC 40	7 400	7 163	7 184	6 474	5 923	3,3	3,0	14,3	24,9	
Allemagne DAX 30	6 392	6 267	6 260	5 693	5 230	2,0	2,1	12,3	22,2	
Italie MIB	28 231	27 210	27 243	23 856	21 294	3,8	3,6	18,3	32,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 532	7 462	7 454	7 452	7 169	0,9	1,0	1,1	5,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 765	8 710	8 688	8 417	8 327	0,6	0,9	4,1	5,3	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

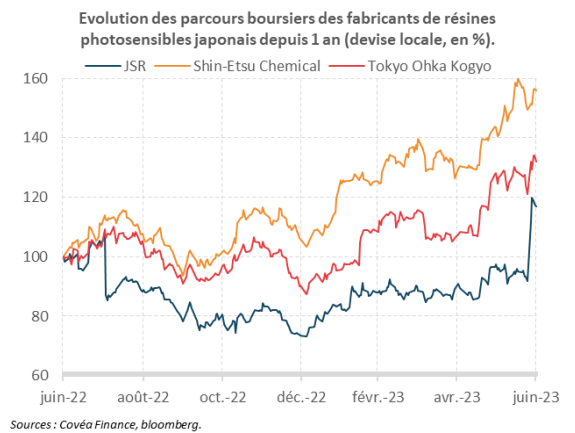
L'analyse des marchés :

La semaine a été légèrement baissière **en Asie** dans un contexte d'instabilité politique en Russie, de commentaires plutôt restrictifs de la banque centrale américaine et d'articles de presse évoquant la possibilité de nouvelles restrictions de la part des Etats-Unis sur les exportations de semi-conducteurs envers la Chine, notamment pour des applications d'intelligence artificielle (le marché Taïwanais a particulièrement souffert de ces annonces cette semaine). Relativement moins concernée par ces éléments géopolitiques, et comme souvent lorsque l'aversion au risque progresse en Asie, l'Inde affiche la meilleure performance. L'Australie progresse également sur fond d'optimisme quant à la trajectoire de l'économie mondiale suite à la publications de données macroéconomiques rassurantes aux Etats Unis. Enfin, le Japon continue de profiter d'un yen faible. Dans les éléments transverses liés à nos perspectives économiques et financières, nous notons la volonté du Japon de nationaliser JSR pour un montant de plus de 6 milliards de dollars (cf edito ci-dessous). Toujours en matière de semi-conducteurs, le Japon et l'Union Européenne vont s'échanger des informations sur les subventions ainsi que les autres financements accordés aux sociétés de semi-conducteurs. Par ailleurs, Amazon a indiqué vouloir augmenter ses investissements en Inde de plus de 6 milliards de dollars d'ici 2030, portant le total des investissements prévus dans le pays à 26 milliards de dollars à la fin de la décennie.

Aux Etats-Unis, les grands indices ont clôturé la semaine sur des progressions sensibles (S&P500 +2,3% et Nasdaq +2,2%) en réaction à la publication de chiffres macro-économiques qui confortent l'idée d'un atterrissage en douceur de l'économie, ainsi qu'aux résultats des stress tests des banques américaines, confortant l'idée d'une capacité de celles-ci à faire face à une forte dégradation de l'économie. Dans ce contexte, les rendements obligataires se sont légèrement tendus (+10bp, à 3,84% pour le bon du Trésor à 10 ans) sans défavoriser les valeurs de croissance, notamment dans les secteurs de la technologie et de consommation cyclique. Parallèlement, les compartiments cycliques des industrielles, des matières premières et de l'énergie ont aussi surperformé l'indice général tandis que les valeurs défensives (consommation courante, santé et services publics) étaient peu recherchées. Parallèlement, les autorités américaines poursuivent leurs efforts destinés à contrôler les transferts de technologies vers la Chine et envisagent de limiter les ventes d'ASML (équipements de pointe pour la production de semi-conducteurs) et de Nvidia (puces avancées pour les applications de l'IA) à destination de ce pays. En outre, l'accès des entreprises chinoises aux services du « cloud » développés par Amazon, Alphabet ou Microsoft serait également dans le collimateur de Washington.

Le Focus de la semaine : Besoins de souveraineté des Etats et nationalisation - le cas JSR au Japon.

De nombreuses interventions étatiques concernant l'industrie des semi-conducteurs ont été recensées dans le suivi de nos Perspectives Economiques et Financières. Ces derniers mois, nous avons retenu notamment les limitations d'exportations vers la Chine de semi-conducteurs et d'équipements de fabrication, annoncées par les Etats-Unis et suivis par les Pays-Bas ainsi que le Japon pour freiner le progrès chinois en la matière. Il y a quelques mois, le gouvernement japonais avait annoncé la création de Rapidus, un consortium de huit entreprises (dont Nec, Sony, Toyota) afin de produire sur son territoire et dans un avenir proche, les puces les plus avancées (2 nanomètres). Aussi, une usine d'ampleur est actuellement en cours de construction au Japon par le géant taiwanais TSMC, tandis qu'une seconde usine semble d'ores et déjà envisagée, au moyen de subventions significatives. La semaine dernière, une nouvelle intervention étatique a concerné la société nipponne JSR, champion mondial des résines photosensibles indispensables à la fabrication des semi-conducteurs. L'Etat Japonais, via son fonds d'investissement JIC, a annoncé racheter JSR pour plus de 6 milliards de dollars. Cette mesure de nationalisation d'un acteur stratégique de la chaîne de valeur semi-conducteurs montre une fois de plus la volonté du gouvernement japonais de soutenir, contrôler et sécuriser un savoir-faire critique. Tandis que les Etats-Unis mettent tout en œuvre pour renforcer leur souveraineté en matière de semi-conducteurs, à l'image du Chips Act, l'Europe semble prendre la même voie avec un certain retard. Dans ce contexte de course effrénée à la souveraineté technologique, nul doute que le Japon dispose, via ses champions mondiaux incontournables (Sony, Tokyo Electron, JSR, Shin Etsu, Lasertec, Advantest entre autres), d'un atout stratégique important, solidifiant sa position géopolitique.



Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	30/06/23	J-7	26/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €												
						J-7	26/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	26/06/2023	30/12/22	sur 12 mois								
Etats-Unis - S&P500	4 450	4 348	4 329	3 840	3 825	2,3	↑	2,8	↑	15,9	↑	16,3	↑	2,2	↑	2,8	↑	13,7	↑	11,1	↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 408	33 727	33 715	33 147	31 097	2,0	↑	2,1	↑	3,8	↑	10,6	↑	1,9	↑	2,0	↑	1,9	↑	5,6	↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 788	13 493	13 336	10 466	11 128	2,2	↑	3,4	↑	31,7	↑	23,9	↑	2,0	↑	3,4	↑	29,3	↑	18,3	↑
Japon Nikkei 300	484	479	478	401	390	1,2	↑	1,3	↑	20,8	↑	24,2	↑	0,7	↑	0,7	↑	7,8	↑	11,2	↑
Corée du Sud KOSPI	2 564	2 570	2 582	2 280	2 305	-0,2	↓	-0,7	↓	12,4	↑	11,2	↑	-0,7	↓	-1,5	↓	5,3	↑	5,3	↑
Chine - Shanghai	3 189	3 198	3 151	3 089	3 388	-0,3	↓	1,2	↑	3,2	↑	-5,9	↓	-1,4	↓	1,1	↑	-4,0	↓	-17,1	↓
Hong Kong Hang Seng	19 172	18 890	18 794	19 781	21 860	1,5	↑	2,0	↑	-3,1	↓	-12,3	↓	1,2	↑	1,9	↑	-5,3	↓	-16,1	↓
Marchés Emergents - MSCI	989	992	989	956	993	-0,2	↓	0,0	↑	3,5	↑	-0,3	↓	-0,4	↓	0,0	↓	1,5	↑	-4,9	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les équipements de semi-conducteurs : moteurs de croissance et enjeux de relocalisation

La pandémie de COVID-19 et les pénuries de semi-conducteurs qui en ont résulté, ayant notamment affecté le secteur automobile en Europe, ont mis en évidence les limites des capacités de production mondiales de semi-conducteurs ainsi que la dépendance de l'Occident vis-à-vis de l'Asie. L'industrie des semi-conducteurs revêt un caractère stratégique, étant essentielle à la production d'appareils électroniques tels que les téléphones portables et les ordinateurs, et constitue un catalyseur clé de l'innovation et de la croissance dans des secteurs tels que la santé, l'énergie et les transports. Les fabricants d'équipements de semi-conducteurs sont donc des acteurs stratégiques dans la déclinaison de nos perspectives économiques et financières.

Dans ce contexte, le marché mondial des équipements de semi-conducteurs a connu une croissance sans précédent en 2021 et 2022. Selon les données de *Semiconductor Equipment and Materials International (SEMI)*, une association de l'industrie de la microélectronique, les ventes mondiales d'équipements de fabrication de semi-conducteurs ont augmenté de 5 % en 2022, atteignant un niveau record absolu de 107,6 milliards de dollars. Selon la *Semiconductor Industry Association (SIA)*, près de 70 % des semi-conducteurs sont fabriqués à Taiwan (TSMC) et en Corée du Sud (Samsung Electronics). Une analyse de la structure des revenus d'Applied Materials, l'un des principaux fabricants d'équipements de semi-conducteurs au monde, révèle que Taiwan, la Corée du Sud et la Chine représentaient respectivement 24 %, 17 % et 28 % de son chiffre d'affaires pour l'exercice 2022.

Les équipements « front-end » utilisés par exemple dans le dépôt, la gravure, la lithographie, le nettoyage, la métrologie ou l'inspection représentaient 84 % de la valeur du marché des équipements de semi-conducteurs en 2022. Les principaux fabricants sont basés aux États-Unis, aux Pays-Bas, au Japon et en Chine. ASML Holding, basé en Hollande, détient une part de marché de plus de 90 % dans le domaine de la photolithographie et est le seul fabricant mondial de machines de lithographie aux ultraviolets extrêmes (EUV). Les acteurs américains fournissent des équipements utilisés à différentes étapes de la fabrication des semi-conducteurs. Par exemple, Applied Materials propose des machines utilisées dans le dépôt, le polissage, la gravure et le dopage. En 2022, les entreprises américaines détenaient une part de marché de 47 %, suivies des entreprises asiatiques hors Chine (28 %), européennes (20 %) et chinoises (5 %) comme Naura Technology Group.

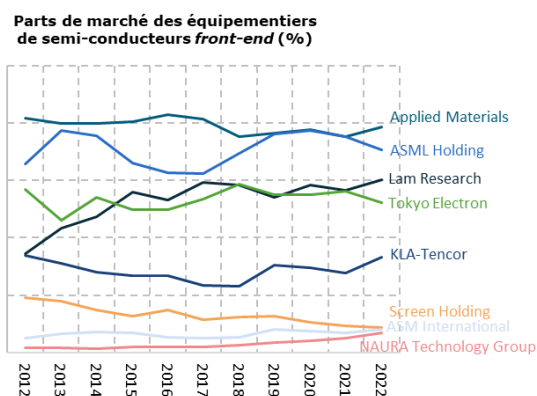
Depuis 2018, le gouvernement américain impose un strict contrôle des exportations de semi-conducteurs vers la Chine à travers la loi intitulée *Export Control Reform Act*, avec des restrictions renforcées par les amendements apportés à cette politique en octobre 2022. Les fabricants américains sont interdits d'exporter certains équipements nécessaires à la production de semi-conducteurs avancés vers les usines chinoises, à moins d'obtenir une licence du département du Commerce américain. Ces restrictions devraient avoir un impact sur le chiffre d'affaires des équipementiers en 2023.

Malgré ces restrictions, le secteur des équipements de semi-conducteurs devrait continuer à croître au cours des cinq prochaines années, en raison des transitions technologiques dans le domaine des semi-conducteurs, telles que l'adoption des technologies de processus¹ en 7 nm ou 5 nm qui nécessitent de nouvelles machines, ainsi que des mesures prises aux États-Unis et dans l'Union européenne pour relocaliser la production de semi-conducteurs sur leur territoire. Aux États-Unis, le *CHIPS Act* prévoit une enveloppe de 52,7 milliards de dollars en fonds publics dédiés aux semi-conducteurs, notamment pour la construction d'usines. De plus, un crédit d'impôt de 24 milliards de dollars est prévu pour tout investissement dans des usines sur le sol américain, à condition que la construction débute avant 2027. L'Europe, quant à elle, a l'ambition, grâce au *CHIPS Act* européen, d'augmenter la part de l'Union européenne dans la production mondiale de semi-conducteurs à 20 % en dix ans, contre moins de 10 % actuellement, avec un financement public initial d'environ 43 milliards d'euros.

En conclusion, les pénuries et les défis actuels dans l'industrie des semi-conducteurs ont souligné la nécessité de relocaliser la production et de réduire la dépendance à l'égard de certaines régions. Malgré cela, le marché des équipements de semi-conducteurs devrait connaître une croissance soutenue par les avancées technologiques et les investissements publics.

¹ : Le nœud de processus ou la technologie de processus correspond aux règles de conception et processus de fabrication spécifiques d'un semi-conducteur.

² : Le nanomètre (nm) est l'unité de mesure (un milliardième de mètre) qui est utilisé en référence à la taille minimale d'une technologie de processus (par exemple, « technologie de processus 7 nm »).



Source: Bloomberg. Note: liste non exhaustive.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation sous-jacente peine toujours à refluer »

Les données concernant l'immobilier résidentiel continuent de signaler une amélioration de la dynamique du secteur. Les ventes de maisons individuelles neuves ont progressé de 12,2% en glissement mensuel en mai, ce qui va dans le même sens que le bond des mises en chantier de logements rapporté la semaine dernière. Cette progression semble reposer sur des baisses de prix accordées par les constructeurs. Le prix moyen d'un logement neuf est ainsi en recul de 1,7% sur le mois et affiche une contraction annuelle de 6,6%.

L'indice des prix S&P Case Schiller du mois d'avril, qui mesure les prix des logements dans les 20 plus grandes villes et ne se limite pas au marché du neuf, envoie toutefois un signal opposé. Les prix ont enregistré un 3^{ème} mois consécutif de progression en avril (+0,9%) et 19 villes sur 20 reportent des hausses. En rythme annuel, la contraction s'établit à -1,7% ce qui reflète essentiellement des effets de base.

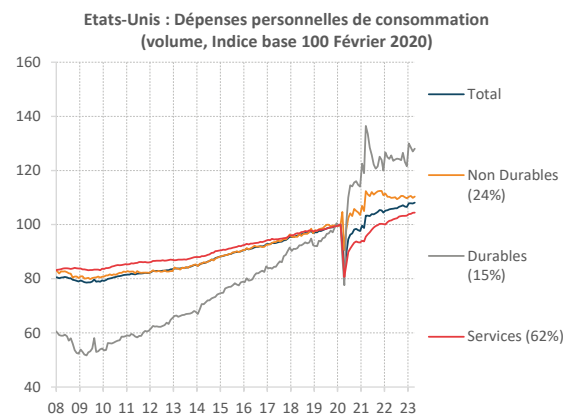
Le fait que les prix des logements ne reculent plus constitue un signal négatif pour l'inflation, même si à ce stade la baisse des derniers mois ne s'est que peu matérialisée dans l'indice des prix à la consommation.

Dans l'industrie également, les données font part d'une certaine résistance de l'activité. Les commandes de biens durables sont bien orientées en mai (+1,7% en glissement mensuel), tirées par l'aviation civile, tandis que la défense enregistre un net recul. Les commandes de biens d'investissement hors défense et aviation civile progressent de 0,7%, après 0,6% en avril, ce qui suggère une dynamique d'investissement productive positive au deuxième trimestre.

Du côté des ménages, l'optimisme semble réémerger. La confiance du consommateur du Conference Board a progressé à 109,7 points en juin, son plus haut niveau depuis janvier 2022. Les composantes présente et future s'améliorent sur le mois et l'évaluation de la facilité à trouver un emploi progresse, illustrant des tensions persistantes sur le marché du travail.

En dépit de ce regain de confiance, **la consommation des ménages reste mitigée.** Les dépenses en volume ont stagné en mai, tandis que l'estimation du mois d'avril a été révisée en baisse (0,2% au lieu de 0,5%). Ainsi, le niveau des dépenses est globalement stable depuis janvier, mois au cours duquel une forte accélération avait été enregistrée. Après une légère inflexion en avril, le revenu disponible réel a repris sa progression (+0,3% en glissement mensuel), tiré par les salaires, ce qui permet une remontée progressive du taux d'épargne qui passe de 4,3% à 4,6% du revenu disponible. En rythme annuel, le revenu disponible réel affiche une croissance en accélération à 4%.

Du côté des prix, les tensions se modèrent. L'inflation mesurée par les prix des dépenses personnelles de consommation a ralenti à 3,8% en mai, au plus bas depuis avril 2021. Cette décade reflète essentiellement les prix de l'énergie (-13,4% en rythme annuel).



Source : Covéo Finance, BEA. Poids en 2020

Dernier point : mai 23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	mai-23	-12,4	-21,1	17,6	-4,2
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	mai-23	763	680	769	637
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	juin-23	109,7	102,5	112,7	104,5
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	juin-23	64,4	59,2	77,6	59,0
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	mai-23	4,0	3,5	1,9	-6,2
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	mai-23	2,1	2,2	8,3	2,7

*Du 26/06/2023 au 02/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

énergie) peine en revanche toujours à refluer et s'établit à 4,6%, un rythme stable depuis décembre dernier et qui illustre le caractère durable de l'inflation.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

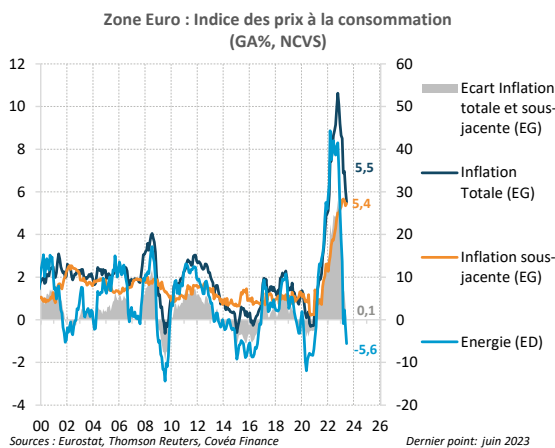


Suivi Macroéconomique

Europe

« Poursuite de la baisse de l'inflation en zone euro, mais toujours en trompe-l'œil »

Dans la zone euro, la tendance baissière de l'inflation s'est poursuivie en juin, la hausse sur un an de l'indice total des prix à la consommation revenant à 5,5%, plus faible progression annuelle depuis janvier 2022, contre 6,1% le mois précédent. L'ampleur de la baisse du taux d'inflation reflète essentiellement l'accélération du recul des prix de l'énergie (-5,6% sur un an après -1,8% en mai). Mais les prix de l'ensemble des biens, y compris des produits alimentaires et lorsque l'on retire l'impact de l'énergie, affichent des dynamiques moindres que précédemment. Du côté des services, en revanche, le ralentissement du mois de mai aura été de courte durée : ils affichent une hausse des prix de 5,4% sur douze mois, le rythme le plus élevé depuis que la série existe. Il en résulte un rebond de l'inflation sous-jacente, qui atteint également 5,4% sur un an. Mesurée aux normes harmonisées européennes, l'inflation est tombée sous les 2% en Belgique (1,6%), en Espagne (1,6% également) et au Luxembourg (1,0%).



Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point: juin 2023

L'impact de la hausse des taux d'intérêt, impulsée par la BCE, sur la distribution de crédit et les dépôts des agents économiques non-financiers se poursuit. Les dépôts à vue ont diminué de 94Mds€ en mai, soit une chute 915Mds€ en neuf mois. Une partie de cette somme s'est toutefois reportée sur les dépôts à terme de moins de deux ans (59Mds€ en mai et près de 700Mds€ sur les neuf derniers mois), mais aussi sur les OPC monétaires des banques (7Mds€ en mai et un peu moins de 100Mds€ en cumul depuis septembre). L'encours de dépôts à vue des ménages a diminué de 266Mds€ en neuf mois et la baisse atteint 354Mds€ depuis août dernier pour les entreprises non-financières. Mais, sur la même période, ces dernières ont déposé près de 290Mds€ sur des dépôts à terme de moins de deux ans (295Mds€ pour les ménages). L'évolution de la distribution de crédit aux entreprises et aux ménages est plus erratique. La tendance au ralentissement est toutefois claire, avec une progression de 2,2% sur un an de l'encours total en mai, son rythme de croissance le plus faible depuis juillet 2017. Pour la première fois depuis avril 2020, la distribution nette de prêts aux ménages a été négative, de 34,6Mds€, en raison d'un mouvement similaire des crédits au logement et d'un flux net encore légèrement négatif des « autres crédits ». Les prêts à la consommation sont, en revanche, restés positifs. Le flux net de concours aux entreprises non-financières est, toutefois, redevenu légèrement positif en mai, à la faveur d'une baisse moins marquée des crédits à court terme et d'une distribution plus importante de prêts à long terme.

L'indice de confiance économique de la zone euro, calculé par la Commission européenne, est retombé à 95,3 en juin. Au plus bas de sept mois, il est très en-dessous de sa moyenne de long terme (égale à 100 par construction). Les indicateurs sectoriels sont en baisse et inférieurs à leur moyenne de long terme, sauf dans la construction. L'indicateur de confiance des consommateurs, bien qu'encore orienté à la hausse, reste à un très bas niveau. En revanche, après sa baisse du mois précédent, l'indice des perspectives d'emploi s'est redressé en juin. Ainsi, malgré des indicateurs d'activité encore mal orientés, les tensions ne diminuent pas sur le marché du travail : le taux de chômage de la zone euro est resté stable en mai à son plus bas historique de 6,5%.

En Allemagne, l'indice Ifo de climat des affaires a encore nettement reculé au mois de juin, (-3 points en un mois, à 88,5). Le jugement sur la situation actuelle de l'économie continue à baisser (-1,1 point par rapport à mai, à 93,7) et, concernant les six prochains mois, le pessimisme s'installe (-4,7 points à 83,6). De plus, tous les secteurs sondés par l'Ifo sont concernés par cette dégradation, à l'exception de celui des biens de consommation, dans lequel un léger redressement de l'indice de climat des affaires est intervenu en juin. Au regard des résultats de cette enquête, la sortie de récession de l'économie allemande ne semble pas très proche. En revanche, les ventes au détail en volume (hors automobile) ont progressé de 0,4% en mai, après déjà plus 0,7% le mois précédent. Elles sont toutefois encore en baisse de 5,1% sur un an.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prêts aux Entreprises <small>Vol, CVS, GA%</small>	mai-23	4,0	4,6	4,3	6,3
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	mai-23	6,5	6,5	7,7	6,7
	Inflation <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	juin-23	5,5	6,1	2,6	8,4
	Inflation sous-jacente <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	juin-23	5,4	5,3	1,5	3,9
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois <small>Indice</small>	juin-23	82,5	87,7	100,1	84,3
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	mai-23	2,9	2,9	3,6	3,1
FR	Ventes au détail <small>Vol, CVS, GA%</small>	mai-23	-3,6	-4,1	0,6	-0,5
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	mai-23	7,0	7,0	7,9	7,3
IT	Dépenses de consommation <small>Vol, CVS, GA%</small>	mai-23	-3,6	-4,3	3,6	-2,7
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	mai-23	7,6	7,8	9,5	8,1
ES	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	mai-23	12,7	12,6	14,8	12,9
	Ventes au détail <small>Vol, CVS, GA%</small>	mai-23	7,6	8,2	3,1	-0,8

* Du 26/06/2023 au 02/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

A l'occasion du colloque annuel organisé par la BCE à Sintra (Portugal), **Christine Lagarde** a indiqué que l'inflation est entrée dans une nouvelle phase, dans la zone euro : après s'être nourrie directement des hausses des prix des matières premières, puis des rattrapages de marges des entreprises, elle devrait désormais être plus tirée par les salaires. Selon les services de l'Eurosystème, ils pourraient encore augmenter de 14% d'ici 2025. L'impact de ce mouvement sur l'inflation est amplifié par le net ralentissement -voire la baisse- de la productivité du travail. Dans ces conditions, le mouvement de hausse des taux directeur devrait se poursuivre et, une fois que le « point haut » sera atteint, il devra sans doute être maintenu pendant une période prolongée.

Jean-Louis Mourier

Economiste

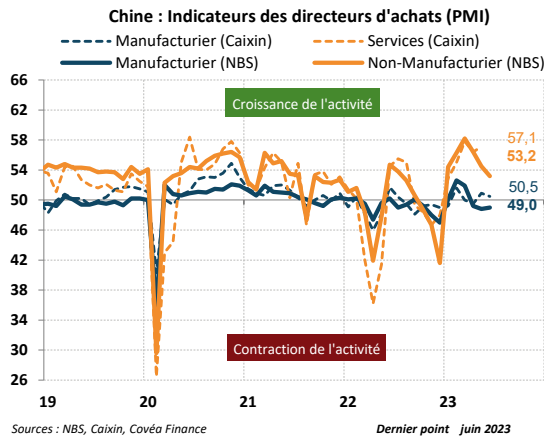


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'essoufflement de la reprise chinoise se confirme »

En Chine, l'activité économique poursuit sa perte d'élan en juin, selon les indices PMI du Bureau national des statistiques. Le caractère inégal de la reprise entre services et industrie se maintient. Le PMI non-manufacturier continue d'indiquer une expansion de l'activité à 53,2 mais à un rythme plus faible que lors des six mois précédents. Le phénomène de rattrapage de la demande lié à la fin des restrictions sanitaires semble donc s'essouffler. Dans le même temps, l'activité manufacturière enregistre un déclin pour le 3^{ème} mois consécutif, avec un PMI manufacturier à 49. Certes, la sous-composante production se redresse et est désormais en zone d'expansion mais les nouvelles commandes demeurent toutefois en zone de contraction, avec une détérioration marquée des commandes à l'exportation. L'enquête PMI menée par l'agence Caixin sur l'activité manufacturière chinoise décrit en revanche une légère expansion (indice à 50,5) bien que moins vigoureuse que lors du mois précédent.



Alors que les premières données disponibles font part d'une activité mitigée au deuxième trimestre, le Premier ministre chinois Li Qiang s'est montré optimiste quant aux perspectives de croissance de la Chine. Lors du Forum économique mondial de Tianjin, le Premier ministre chinois s'est exprimé sur les perspectives économiques de son pays. Il a déclaré que la Chine était toujours sur la bonne voie pour atteindre l'objectif de 5% de croissance fixé par le gouvernement. En outre, il a indiqué que la croissance au deuxième trimestre devrait être plus rapide qu'au premier trimestre, durant lequel la croissance avait atteint 4,5% en glissement annuel. Cette déclaration peut sembler plutôt optimiste aux vues des données d'activité récente en Chine, qui font part d'une dynamique mitigée. Néanmoins, le taux de croissance en glissement annuel pourrait afficher une accélération de façade au deuxième trimestre, en lien avec l'effet de base associé aux mauvaises performances économiques qu'avait occasionnées le rebond de l'épidémie de Covid-19 au deuxième trimestre 2022. Le ralentissement de l'activité économique a en effet déjà amené les autorités monétaires à baisser certains taux directeurs et à augmenter les quotas de refinancement de prêts aux PME et au secteur de l'agriculture, alors qu'un renforcement du soutien budgétaire n'est pas exclu au cours de prochains mois.

Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point juin 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Ventes au détail <i>Vol, NCVS, GA%</i>	mai-23	5,7	5,1	2,7	2,6
	Prod. Industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	mai-23	3,1	0,2	5,8	0,0
CH	PMI Non-manufacturier <i>Indice</i>	juin-23	53,2	54,5	52,9	49,1
	PMI Manufacturier <i>Indice</i>	juin-23	49,0	48,8	50,5	49,1

* Du 26/06/2023 au 02/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sur le plan diplomatique, Janet Yellen, Secrétaire au Trésor des Etats-Unis, se rendra à Pékin cette semaine pour échanger avec les autorités chinoises sur l'évolution des relations économiques entre les deux pays. Après la visite en Chine

du Secrétaire d'Etat, Antony Blinken, en juin, celle de Janet Yellen marque également une reprise de la communication diplomatique qui n'est toutefois pas synonyme d'un réel réchauffement des relations entre les deux plus grandes puissances mondiales.

Au Japon, la production industrielle a décliné en mai après avoir affiché une certaine vigueur lors des mois précédents. La production industrielle a en effet reculé de 1,6% en mai par rapport à avril, la première baisse en trois mois. Dans le détail, la majorité des secteurs enregistrent une contraction de leur production en mai, avec une baisse particulièrement importante dans l'automobile (-8,9%) et l'électronique (-4,0%). Malgré certains signes de reprise de la production technologique dans d'autres économies d'Asie du Nord, la production au Japon semble être à la traîne, reflétant potentiellement des différences dans sa gamme de produits technologiques. En revanche, en glissement annuel, la production industrielle progresse de 3,1% en mai, un plus haut en sept mois.

La consommation des ménages japonais retrouve toutefois une dynamique favorable en mai. Les ventes au détail ont en effet progressé fortement de 1,3% sur le mois, une évolution rassurante après la baisse de 1,1% d'avril qui avait interrompu une série de cinq mois consécutifs de hausses. Ce redressement illustre notamment la meilleure orientation des ventes de biens durables, tirées par les ventes d'appareils électroniques et électroménagers (+5% en glissement mensuel), alors que les ventes de véhicules ont continué de baisser en mai (-0,7%). Les perspectives restent favorables sur l'évolution de la consommation puisque l'indice de confiance des ménages s'est inscrit en hausse pour un septième mois consécutif en juin, reflétant notamment une évolution favorable des revenus suite aux récentes hausses des salaires. Malgré cette bonne dynamique, l'indice se maintient à un niveau relativement faible alors que la confiance des ménages reste affectée par l'inflation.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



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.