

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

3 avril 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

De nouvelles cibles désignées

L'absence de réelles consultations des actionnaires des banques UBS et Crédit Suisse, dans le sauvetage de cette dernière, illustre à nouveau notre interrogation déclinée dans nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) sur une fin du libéralisme. Au-delà du dilemme des Banques centrales déjà commenté quant à leurs objectifs difficilement conciliables, de stabilité financière et de modération du niveau général des prix, s'illustre donc un retour du Politique dans le contexte des affaires dès lors que les choses deviennent sérieuses.

Nous l'avions diagnostiqué à l'occasion de ce qui apparaissait comme une perte de souveraineté dans les domaines stratégiques, révélée à l'occasion du blocage des chaînes de valeur pendant l'épisode de Covid19, puis du conflit en Ukraine. C'est aujourd'hui la faillite d'une banque régionale américaine, suivie de plusieurs autres, qui remet l'Etat au centre des prises de décisions.

Un retour du Politique et la traduction d'un tournant dans le libéralisme que l'on retrouve jusqu'aux commentaires des banques centrales américaine et européenne sur la croissance des marges des entreprises privées, comme étant de nature à entretenir une spirale de l'inflation dite sous-jacente. Les stratégies de maintien de ces marges opérationnelles à travers la répercussion de la croissance des coûts des « intrants » sur les prix de vente de leurs produits finis, ou la réduction des volumes empaquetés vendus au même prix, sont ainsi dénoncées.

Or il faut insister sur les origines principalement structurelles de l'inflation qui lui donnent son caractère durable. Car nous vivons le croisement simultané de deux lames de fond : les effets désinflationnistes de la mondialisation s'amenuisent d'une part, et les effets inflationnistes d'un monde plus conflictuel se diffusent d'autre part. Une conjonction qui met un terme à un mouvement historique de plusieurs décennies de pression à la baisse des constituants des prix. Une conjonction qui bouleverse en profondeur les modèles de croissance des entreprises où qu'elles soient. Et le maintien des marges en 2022, pour celles qui ont encore conservé une capacité de fixation de leurs prix, ne représente certainement pas l'essentiel des enjeux qui sont devant elles.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...ne représente certainement pas l'essentiel des enjeux qui sont devant elles »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	31/03/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,084	1,067	1,107	1,6	↑ -2,1 ↓
€ / £	0,879	0,876	0,842	0,4	↑ 4,3 ↑
€ / Yen	144,09	140,67	134,67	2,4	↑ 7,0 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	80	73	108	9,3	↑ -26,1 ↓
Indice CRB*	551	543	634	1,5	↑ -13,2 ↓
Prix de l'once d'Or	1 969	1 974	1 949	-0,2	↓ 1,0 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 993	8 580	10 375	4,8	↑ -13,3 ↓
Indice Baltic Dry**	1 389	1 535	2 358	-9,5	↓ -41,1 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	924	910	4349	1,5	↑ -78,8 ↓

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 :

On assiste, au cours de la semaine, à une remontée des taux souverains, d'une dizaine de points de base (pbs) en zone Euro et aux Etats-Unis, de 21 pbs au Royaume Uni et de 4 pbs au Japon. Le thème de l'inflation redevient central après les publications de la semaine, et la décision de l'Opep+ de ce weekend en faveur d'une réduction de la production de pétrole y contribue également. Les tensions autour du secteur bancaire semblent se dissiper quelque peu. Dans ce contexte, les courbes de taux s'aplatissent par la remontée des taux courts, le marché revoyant ses anticipations d'évolution des taux directeurs.

Sur le marché du crédit, les primes de risque se resserrent de 3 pbs pour l'indice crédit de catégorie Investissement (IG) à 187 pbs, soit un taux de 4.26%, et de 35 pbs sur l'indice crédit Haut rendement (HR) à 496 pbs, soit un taux de 7.37%. Le marché primaire tente une reprise de son activité, avec 8 Mds€ émis sur l'IG et 1.2 Mds€ sur le HR. La demande continue d'être forte, à 3.7x l'offre en moyenne. Enfin, Les échéances privilégiées par les émetteurs sont des maturités intermédiaires, 3 à 8 ans.

Le Focus de la semaine : Point d'étape sur le marché européen du crédit catégorie investissement (IG)

Au cours du premier trimestre de l'année, le marché des obligations d'entreprises affiche une performance de +1.40%. Ce marché, représenté par l'Iboxx Euro Corporates, offre en moyenne un taux de rendement de 4.26% pour une maturité moyenne de 4.4 ans.

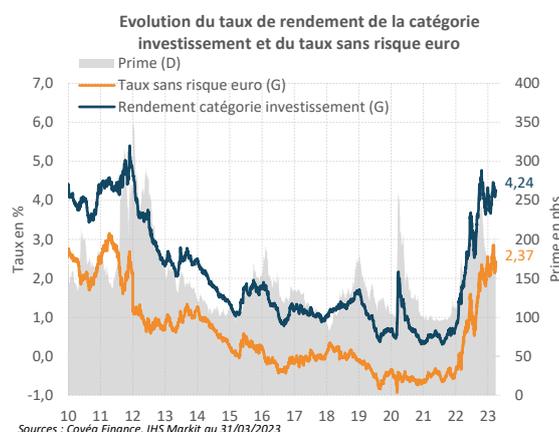
Depuis le début de l'année, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a diminué de 23 pbs, à 2.37%, après avoir connu un plus haut à 2.98% le 6 mars.

Les primes de risque ont évolué en trois phases. En début d'année, une réduction des primes de risque s'opère sous l'effet de taux de rendement à l'achat attractif et d'un afflux de liquidités disponibles. Courant février, les bonnes publications de résultats par les entreprises couplées à un ralentissement de la hausse de l'inflation se traduisent par une stabilisation des primes de risque. Dans un troisième temps, les événements dans le secteur bancaire aux Etats-Unis et en Suisse se traduisent par un écartement rapide des primes de risque. A ce stade, le mouvement semble s'interrompre à la suite des différentes mesures prises par les autorités américaines et suisses.

Au final, sur le trimestre, les primes de risque sur le segment IG s'écartent de 2 pbs, à 184 pbs, avec une disparité selon les secteurs. En effet, les trois principaux contributeurs sectoriels à l'augmentation des primes de risque sont les secteurs de l'Immobilier, les subordonnées d'Assurance et la dette subordonnée Bancaire, respectivement de 27 pbs (à 324 pbs), 25 pbs (à 337 pbs) et 21 pbs (à 302 pbs). A l'opposé, le Transport, l'Automobile et les Services aux collectivités sont les trois principaux moteurs au resserrement des primes de risques, respectivement de 32 pbs (à 185 pbs), 16 pbs (à 140 pbs) et 15 pbs (à 147 pbs).

Dans ce contexte, le volume d'émission s'élève à 183 Mds€ pour l'IG et 26 Mds€ pour le HR. Après deux mois très intenses, le marché primaire se tarie nettement à la suite des événements dans le secteur bancaire. Une reprise poussive est observée fin mars, avec une préférence pour des maturités allant de 3 à 8 ans.

Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient plus que jamais de rester attentif à la qualité de crédit des émetteurs.



Nicolas Vienne
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	31/03/23	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	5,00	5,00	4,75	4,50	0,50	0,00	0,25	0,50	4,50		
BCE - Taux Repo	3,50	3,50	3,50	2,50	0,00	0,00	0,00	1,00	3,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,00	3,00	3,00	2,00	-0,50	0,00	0,00	1,00	3,50		
Banque d'Angleterre	4,25	4,25	4,00	3,50	0,75	0,00	0,25	0,75	3,50		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,47	3,38	3,43	3,87	2,34	9	4	-41	113	-56	18
Allemagne	2,29	2,13	2,11	2,57	0,55	16	18	-28	174	-38	7
France	2,79	2,66	2,68	3,12	0,98	14	11	-32	181	1	38
Italie	4,10	4,01	4,05	4,72	2,04	9	4	-62	206	92	21
Royaume-Uni	3,49	3,28	3,28	3,67	1,61	21	21	-18	188	6	35
Japon	0,35	0,32	0,29	0,42	0,22	4	6	-7	13	41	91
Crédit											
Indice Itraxx Main	84,4	97,2	100,5	90,6	73,0	-12,8	-16,1	-6,2	11,4		
Indice Itraxx Crossover	436,4	495,7	493,0	474,1	338,4	-59,3	-56,6	-37,7	98,0		

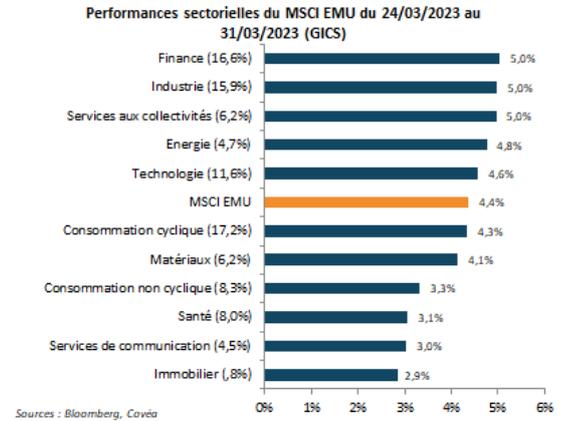
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Nous assistons la semaine dernière à un rebond des marchés actions en Europe (+4.4% pour l'indice MSCI EMU dividendes non réinvestis), portés par des chiffres macroéconomiques et sans nouveaux éléments négatifs concernant le secteur bancaire... A la clôture vendredi, l'indice retrouve quasiment son point haut d'avant crise. Tous les secteurs affichent une performance positive sur la semaine. Dans ce contexte, les secteurs les plus sensibles à l'activité économique surperforment à l'image du secteur de la finance (+5%), de l'industrie (+5%) ainsi que l'énergie (+4.8%) porté par la hausse du prix du pétrole. Même constat au sein du secteur des services aux collectivités qui affiche lui aussi une forte hausse (+5%) tiré par des sociétés comme Veolia ou l'autrichien Verbund. A l'opposé, les secteurs qui sont les moins liés à l'activité comme l'immobilier, les services de communication et la santé sous-performent tout en affichant une performance positive sur la semaine. En cohérence avec ces performances sectorielles, les sociétés appartenant au secteur de la consommation discrétionnaire comme HelloFresh, Adidas, Zalando affichent les meilleures performances de la semaine. Parmi les fortes baisses, nous notons le recul de Sartorius Stedim Biotech, pénalisé par l'acquisition de Polyplus, En effet, bien que cohérente dans la stratégie du groupe, les multiples de valorisation de la transaction restent élevés.



Le Focus de la semaine : L'hydrogène, une molécule clé dans la transition énergétique

En 2015, près de 200 pays ont signé l'Accord de Paris qui vise à contenir le réchauffement de la planète à un maximum de 2° degrés par rapport à l'ère préindustrielle. De récents rapports d'experts sur le climat indiquent que l'objectif initial sera difficile à tenir sauf à réduire drastiquement les émissions de gaz à effet de serre. Pour ce faire, l'hydrogène figure parmi les solutions privilégiées pour décarboner nos industries.

Aujourd'hui, l'hydrogène est principalement utilisé dans les procédés industriels tels que le raffinage pour la désulfuration du pétrole ou la production d'ammoniac qui sert par la suite à la fabrication d'engrais ou de produits chimiques. Mais la production de cette molécule, nécessaire à ces procédés industriels, est faite à partir d'énergies fossiles qui engendrent des émissions de CO₂. Une solution serait de produire de l'hydrogène bas carbone via une électrolyse de l'eau, en utilisant une source d'énergie d'origine renouvelable qui permettrait de décarboner sa production.

Demain, l'hydrogène bas carbone pourrait trouver de nouvelles applications comme le stockage d'énergie, le transport. Dans le cas du stockage, l'hydrogène réglerait le problème lié à l'intermittence des énergies renouvelables. Pour le transport, l'hydrogène servirait à produire un carburant plus propre comme le SAF (Sustainable Aviation Fuel, un kérosène moins émetteur) ou encore du carburant synthétique. L'hydrogène est une réalité. Les technologies pour la produire existent et des projets (encore de taille modeste) sont déjà lancés. Mais les défis restent nombreux: 1/ Accélérer les installations en énergies renouvelables ; 2/ Instaurer un cadre réglementaire stable et incitatif pour sa promotion et 3/ Industrialiser la filière à grande échelle pour continuer à faire baisser son coût de production tout en gagnant en efficacité.

L'hydrogène est donc au centre de toutes les attentions, sur tous les continents. En Europe, nous avons la chance d'avoir des entreprises leaders, intervenant le long de la chaîne de valeur de l'hydrogène bas carbone : les producteurs ou ceux qui permettent sa production comme par exemple, les producteurs d'énergies renouvelables (Enel), des producteurs d'hydrogène (Air Liquide), des équipementiers (NEL), des constructeurs d'usines complexes (Technip Energies). Et les clients qui utilisent la molécule pour décarboner leur production comme par exemple les acteurs du biogaz (Waga Energy), les fabricants de SAF (Neste). L'ensemble de ces acteurs participe aux changements structurels de nos sociétés, un thème d'investissement identifié dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	31/03/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	148	141	140	132	140	4,5	5,7	12,1	5,7	
MSCI EMU Mid Cap	957	920	921	907	993	4,0	3,8	5,5	-3,6	
MSCI EMU Small Cap	407	388	386	370	445	5,0	5,6	10,0	-8,6	
MSCI Europe	154	148	147	143	152	4,1	5,1	8,1	1,2	
France CAC40	7 335	7 015	6 925	6 474	6 660	4,6	5,9	13,3	10,1	
Allemagne DAX30	6 379	6 097	6 019	5 693	6 069	4,6	6,0	12,1	5,1	
Italie MIB	27 159	25 892	25 495	23 856	25 021	4,9	6,5	13,8	8,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 644	7 405	7 335	7 452	7 516	3,2	4,2	2,6	1,7	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 701	8 418	8 375	8 417	8 924	3,4	3,9	3,4	-2,5	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

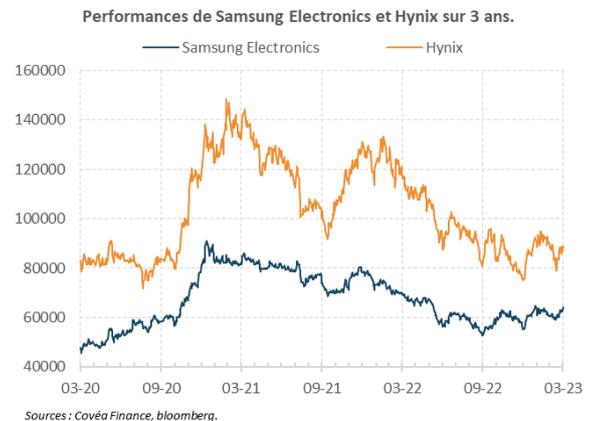
La semaine a été haussière **en Asie**. L'Australie affiche la meilleure performance, aidée par le rebond des valeurs liées aux matériaux et à l'énergie. Le Japon progresse, en lien avec la baisse du yen. A l'inverse, Taïwan est pénalisé par le risque géopolitique avec le « passage » de la présidente de Taïwan aux Etats-Unis. A ce titre, notons que la Chine a menacé de riposter si le président de la Chambre américaine des Représentants, Kevin McCarthy, rencontrait la présidente taïwanaise. Par ailleurs, les États-Unis et le Japon ont annoncé un accord commercial sur les matériaux pour batteries de véhicules électriques, ce qui devrait permettre aux constructeurs automobiles japonais d'accéder au nouveau crédit d'impôt américain sur l'achat de véhicule électrique. Côté entreprises, Alibaba a annoncé la plus grande restructuration de son histoire, se scindant en six entités dont cinq pourraient être cotées. Aussi, Hynix, champion mondial Coréen de la mémoire, a souhaité obtenir de la part de l'administration américaine une année supplémentaire d'exemption des restrictions d'importations des semiconducteurs provenant de Chine.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 termine la semaine en hausse de près de 3.5% porté par la perception des investisseurs d'un apaisement des craintes sur le secteur bancaire. Les segments les plus cycliques affichaient les meilleures performances comme les matériaux, l'énergie et la consommation discrétionnaire. Le secteur de l'énergie était aussi soutenu par la hausse des cours du pétrole après la publication de réserves de pétrole brut américain en baisse et le blocage des exportations de pétrole depuis le nord de l'Irak par la Turquie. Côté sociétés, on notera les annonces du gouvernement chinois de procéder à un examen de la cybersécurité des produits vendus en Chine par le fabricant américain de puces de mémoires Micron, faisant écho aux tensions sino-américaines sur le marché des semiconducteurs.

Enfin, dans les éléments majeurs qui font l'objet d'un suivi régulier dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, notons cette semaine l'annonce de la banque brésilienne BOCOM BBM de sa volonté d'utiliser le système de paiement chinois CIPS (se voulant être une alternative au système SWIFT) afin de faciliter les paiements directs en Yuan entre le Brésil et la Chine. Cette annonce intervient après la validation en février de la banque chinoise -Industrial & Commercial Bank of China- en tant que chambre de compensation pour les transactions entre les deux pays. Ces annonces illustrent la volonté de réduire la dépendance au dollar dans les échanges entre eux, un point clés de la stratégie chinoise pour l'avenir.

Le Focus de la semaine : Les initiatives des gouvernements en matière de soutien à la filière semiconducteurs : l'exemple récent de la Corée du Sud

Dans le cadre de nos études, nous avons identifié depuis longtemps la volonté de souveraineté technologique comme un dénominateur commun aux grandes puissances de ce monde. Les Etats-Unis ont lancé le « Chips Act » à l'été 2022, un plan d'incitations pour des investissements sur le territoire américain en matière de semiconducteurs. Suite à cela, des dizaines d'ouvertures d'usines de puces ou expansions d'usines ont été annoncées. Fin 2022, la Chine a annoncé un programme de soutien de plus de 130 milliards d'euros afin de contrer les restrictions imposées par les Etats-Unis et soutenir sa propre industrie semiconducteurs. Aussi, la réponse européenne visera à réduire la dépendance en matière de semiconducteurs, même si le Vieux Continent semble avoir pris un retard conséquent dans le domaine. Enfin, mi-mars, la Corée du Sud est venue s'ajouter à la liste des pays annonçant des plans de soutien significatifs à l'égard de leur filière semiconducteurs. En effet, le pays, déjà doté de champions mondiaux de l'industrie semiconducteurs tels que Samsung ou Hynix, a annoncé sa volonté de créer le plus grand centre de fabrication de puces au monde. 230 milliards de dollars d'investissements privés sont attendus de ce programme, attirés par d'importants crédits d'impôts et subventions. La criticité de la chaîne des semiconducteurs met une nouvelle fois en évidence les conséquences directes et indirectes de la réorganisation du commerce mondial : hausse des investissements par le biais d'une hausse des subventions avec, à terme les risques d'une duplication des infrastructures et donc des surcapacités mondiales. Comme nous l'évoquons dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières, alors que la mondialisation était censée profiter à tous en permettant notamment une optimisation de l'allocation du capital et des ressources, la multiplication et la duplication des infrastructures -soutenues par d'importantes subventions publiques- posent légitimement la question de l'efficacité à moyen terme de ces investissements.



Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)								
	31/03/23	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	4 109	3 971	3 919	3 840	4 546	3,5	4,8	7,0	-9,6	2,7	3,8	5,7	-7,9	
Etats-Unis - Dow Jones	33 274	32 238	32 155	33 147	34 818	3,2	3,5	0,4	-4,4	2,5	2,5	-0,9	-2,6	
Etats-Unis - Nasdaq	12 222	11 824	11 428	10 466	14 262	3,4	6,9	16,8	-14,3	2,6	5,9	15,3	-12,7	
Japon Nikkei 300	419	409	408	401	413	2,6	2,8	4,6	1,4	0,2	2,8	1,9	-4,8	
Corée du Sud KOSPI	2 477	2 415	2 349	2 280	2 740	2,6	5,4	8,6	-9,6	1,3	4,3	3,0	-14,1	
Chine - Shanghai	3 273	3 266	3 245	3 089	3 283	0,2	0,8	5,9	-0,3	-0,7	-0,2	4,6	-6,1	
Hong Kong Hang Seng	20 400	19 916	19 248	19 781	22 040	2,4	6,0	3,1	-7,4	1,7	4,9	1,2	-5,9	
Marchés Emergents - MSCI	990	972	945	956	1 146	1,9	4,8	3,5	-13,6	1,1	3,8	2,3	-12,0	

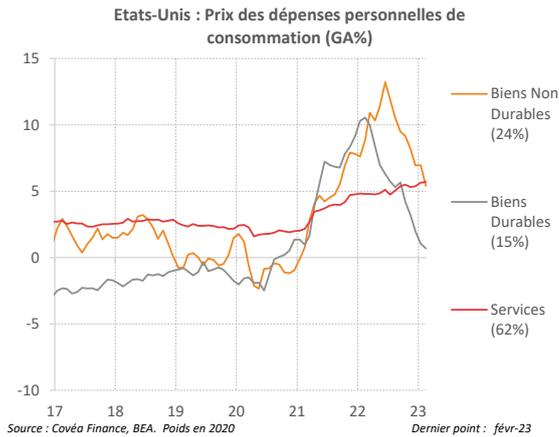
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La décrue de l'inflation reflète essentiellement la normalisation des prix des biens »

Les dépenses de consommation s'inscrivent en léger recul en février (-0,1% en volume en glissement mensuel), sous l'effet d'une faiblesse dans les services et les biens durables. Les dépenses en services de loisirs et dans la restauration-hôtellerie ont marqué le pas après un mois de janvier dynamique. De même, on relève une certaine normalisation pour les ventes de véhicules après la très forte hausse enregistrée en janvier (-3,9% après +14,8%). En rythme annuel, les dépenses de consommation affichent une croissance de 2,5% en volume et 7,6% en valeur. La progression du revenu disponible (+0,2% en glissement mensuel en volume) est toujours tirée par un revenu salarial solide qui entretient la boucle prix-salaire. Ce dynamisme, couplé à une consommation en retrait, permet une remontée du taux d'épargne qui atteint 4,6%, au plus haut depuis janvier 2022, mais toujours nettement en deçà des niveaux pré-crise (8,8% en 2019).



Concernant l'inflation, l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) progresse de +0,3% en glissement mensuel, tout comme l'indice hors alimentation et énergie. En rythme annuel, l'inflation et l'inflation sous-jacente se modèrent à respectivement 5% et 4,6%, en lien avec le ralentissement du prix des biens. **On peut relever que les prix des services poursuivent leur accélération en rythme annuel à 5,7% contre 5,6% en janvier, mais la dynamique en séquentiel est toutefois plus favorable :** après des hausses substantielles ces derniers mois (+0,6% en décembre et janvier), les prix des services enregistrent leur plus faible progression mensuelle depuis juillet dernier (+0,3%), un signal enfin positif pour la Réserve fédérale dans sa lutte contre l'inflation.

La confiance des ménages a bien résisté en mars, malgré le contexte très incertain entourant le secteur bancaire. L'indicateur d'enquête du Conference Board a progressé sur le mois, passant de 103,4 à 104,2. L'enquête s'est terminée le 20 mars et couvre donc en partie la période de fortes incertitudes qui a suivi la faillite de la banque SVB. La composante situation présente s'est légèrement dégradée (-1,9 points à 151,1), reflet d'une appréciation du marché du travail en léger retrait, tandis que les perspectives futures sont en amélioration (+2,6 points à 73), mais demeurent sur des niveaux déprimés.

Dans l'immobilier, l'indice des prix S&P Case-Schiller pour les 20 principales villes a reculé de 0,4% en glissement mensuel en janvier, enregistrant ainsi un 7^{ème} mois consécutif de baisse. La croissance annuelle fléchit nettement à 2,1%, contre 4,6% en décembre. Des replis sont enregistrés

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	mars-23	104,2	103,4	112,7	104,5
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	févr.-23	3,3	3,0	1,9	-6,1
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	févr.-23	2,5	2,7	8,3	2,7

*Du 27/03/2023 au 02/04/2023 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

dans 15 des 20 villes analysées, les baisses les plus fortes étant relevées dans l'ouest, à Seattle, Las Vegas et Denver.

Dans l'industrie, l'indicateur manufacturier de la Fed de Richmond a progressé en mars, passant de -16 à -5, un niveau qui indique toujours une poursuite de la contraction de l'activité.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

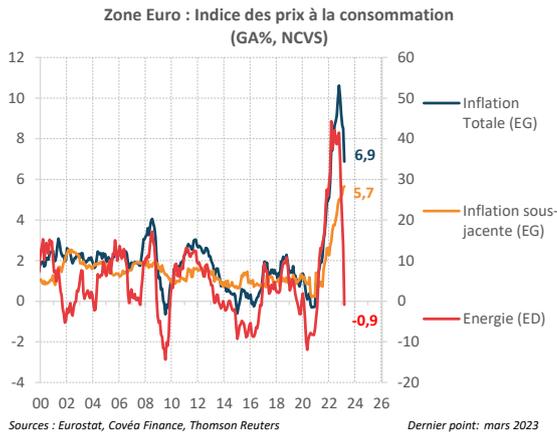


Suivi Macroéconomique

Europe

« Zone euro : baisse de l'inflation en trompe-l'œil »

Dans la zone euro, l'érosion des dépôts à vue s'est poursuivie en février, pour le sixième mois consécutif. La baisse a été de près de 141Mds€ par rapport au mois précédent, portant le total depuis le point haut de septembre dernier à 613Mds, soit un recul de 5,7%. Cette baisse des dépôts à vue correspond toutefois en partie à des arbitrages motivés par la hausse des taux d'intérêt : son impact sur l'agrégat M3 est en partie compensé par des flux positifs sur les dépôts à terme, livrets ou OPC monétaires. La hausse des taux d'intérêt continue également à produire ses effets sur la distribution de crédit, avec une baisse des flux nets de prêts aux entreprises (la troisième en quatre mois), concentrée sur les concours à court terme (cinquième recul consécutif). La croissance des encours de crédits aux ménages continue à se tasser, mais les flux nets mensuels restent positifs, pour les prêts à la consommation comme pour les prêts immobiliers.



L'inflation a nettement diminué en mars dans la zone euro (6,9% sur un an contre 8,5% en février), mais uniquement « grâce » aux prix de l'énergie, estimés en baisse de 0,9% sur douze mois alors qu'ils étaient encore en hausse de 13,7% sur un an en février. Leur contribution est ainsi passée de +1,4 point à -0,1 point. Les prix des produits alimentaires ont, au contraire, encore accéléré et la hausse des prix des services a atteint un nouveau record. Plus rassurant, en revanche, est le ralentissement (mais très modeste) des prix des biens industriels non-énergétiques (+6,6% en GA, après +6,8% en février). Toutes les mesures de l'inflation sous-jacente sont, néanmoins en hausse, l'indice des prix à la consommation hors alimentation, énergie, tabac et alcool affichant une progression de 5,7% sur un an, évidemment un nouveau record. Leur progression reflète essentiellement l'accélération des prix des services (+5,0% sur un an contre +4,8% en février).

Le taux de chômage de la zone euro est resté stable en février, à 6,6%. Après révisions des mois précédents, il reste ainsi à un plus bas historique atteint en janvier. Le taux de chômage des jeunes est également resté stable, à 14,4%.

L'indice de sentiment économique, calculé par la Commission Européenne, a reculé de 0,3 point en mars, à 99,3. A l'exception des activités de services (stable), le recul de la confiance est généralisé (-0,7 point dans l'industrie manufacturière, -0,6 pt dans le commerce de détail, -0,4 pt dans la construction et -0,1 pt pour l'indicateur de confiance des consommateurs. Les chefs d'entreprises déplorent globalement une demande toujours faible et, parfois, une accumulation excessive de stocks, alors que les ménages s'inquiètent d'une dégradation du climat économique général.

Plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE se sont exprimés cette semaine. Isabel Schnabel estime qu'il est possible de poursuivre la politique de réduction de son bilan, tout en apportant des liquidités aux banques qui en ont besoin via les guichets de prêts collatéralisés. La BCE s'inspirerait ainsi de ce que pratique la Banque d'Angleterre ou la Réserve fédérale. De son côté, Philip Lane précise, dans un entretien au quotidien Die Zeit, les préoccupations actuelles de la BCE. D'une part, il réaffirme que les turbulences intervenues aux Etats-Unis et en Suisse n'affectent pour l'instant pas les banques de la zone euro et que ces dernières sont bien capitalisées et bien pourvues en liquidités. Il estime que le risque de voir émerger des problèmes similaires dans la zone euro est

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	févr.-23	5,7	6,1	4,3	6,3
	Taux de chômage	% de la pop. active	févr.-23	6,6	6,6	7,7	6,7
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	mars-23	6,9	8,5	2,6	8,4
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	mars-23	5,7	5,6	1,5	3,9
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	mars-23	91,3	89,1	100,1	84,3
	Taux de chômage	% de la pop. active	févr.-23	2,9	2,9	3,6	3,1
FR	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	févr.-23	-7,1	-6,3	0,6	-0,6
	Taux de chômage	% de la pop. active	févr.-23	7,0	7,1	7,9	7,3
	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	févr.-23	-4,1	-3,6	3,9	-3,0
IT	Taux de chômage	% de la pop. active	févr.-23	8,0	8,0	9,5	8,1
ES	Taux de chômage	% de la pop. active	févr.-23	12,8	13,0	14,8	12,9
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	févr.-23	3,1	6,5	3,1	-0,8

*Du 27/03/2023 au 02/04/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

extrêmement faible, qu'il se situe dans les queues de probabilités. Par ailleurs, il répète que l'Eurosystème dispose des outils pour faire face en cas de besoin. Par ailleurs, il juge que si l'innocuité des risques de contagion se confirme, la BCE devra encore relever ses taux directeurs ces prochains mois, en raison d'une inflation encore beaucoup trop élevée. S'il réitère l'absence d'arbitrage à faire entre stabilité des prix et stabilité financière, il indique néanmoins qu'un stress financier qui pèserait sur l'activité économique diminuerait automatiquement les tensions inflationnistes : les taux directeurs de la BCE continueront à monter ces prochains mois, sauf si une dégradation des conditions de financement venait à peser sur les perspectives d'inflation.

Au Royaume-Uni, les autorités relèvent le salaire minimum en raison de la crise de pouvoir d'achat qui touche le pays. Alors que l'inflation a de nouveau augmenté en février pour atteindre 10,4%, le gouvernement britannique a décidé de relever le salaire minimum de 9,7% à 10,42£ par heure. Cette augmentation s'inscrit dans la volonté du gouvernement d'établir un salaire minimum correspondant aux deux tiers du salaire médian d'ici 2024, ce qui laisse présager de nouvelles hausses.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Le Royaume-Uni intègre le Partenariat de libre-échange transpacifique (CPTPP)

Le « *Comprehensive and Progressive agreement for Trans-Pacific Partnership* » (CPTPP) est un accord de libre-échange signé en 2017 entre 11 pays entourant l'océan Pacifique.

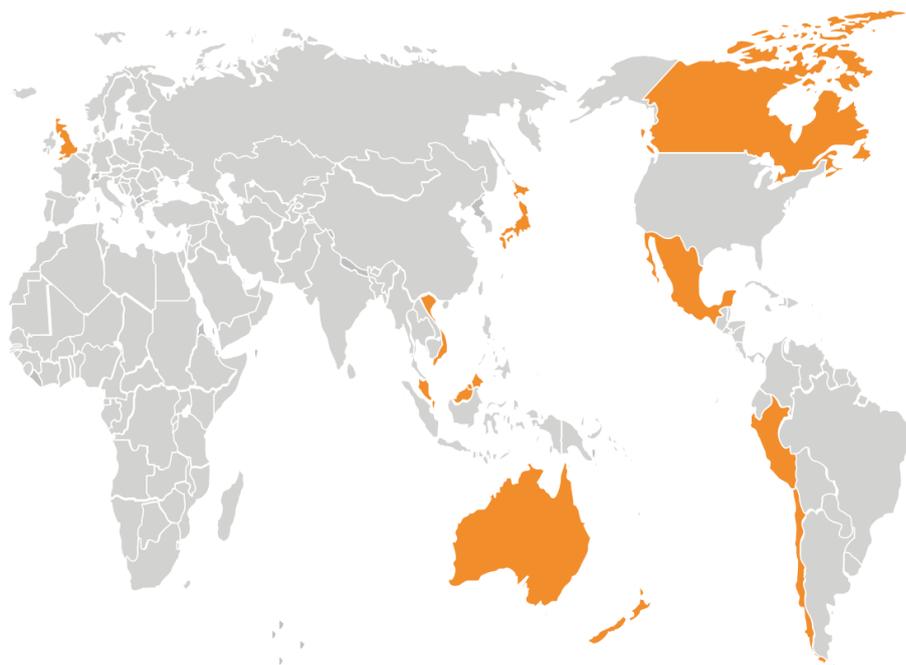
Depuis le Brexit, le Royaume-Uni cherche à élargir ses accords de libre-échange. **En intégrant le CPTPP, le pays conduit ainsi son plus grand accord commercial depuis son retrait de l'Union européenne. Le Royaume-Uni devient ainsi le premier membre européen et le premier nouveau membre depuis la création de ce partenariat transpacifique.** Cette adhésion semble renforcer l'engagement du Royaume-Uni à établir de nouvelles alliances, dans un monde de plus en plus fragmenté.

Selon le gouvernement britannique, l'adhésion du Royaume-Uni au CPTPP pourrait présenter de multiples avantages pour le pays :

- **Réduction des droits de douane sur les échanges** : plus de 99% des exportations britanniques vers les 11 autres membres du CPTPP pourront bénéficier d'une suppression des droits de douane.
- **Diversification des chaînes d'approvisionnement.**
- **Stimulation des exportations de services** : Le Royaume-Uni est le deuxième fournisseur de services au monde, derrière les États-Unis et les services ont représenté 43% des échanges avec les membres du CPTPP en 2022. L'adhésion à cet accord de libre-échange permet de réduire les formalités administratives, et facilitera l'exportation de services.
- **Encouragement des investissements** : Les investissements entre le Royaume-Uni et les pays du CPTPP devraient augmenter car l'accord contient des dispositions visant à limiter les obstacles et à encourager les investissements étrangers. Les stocks d'investissements entrants au Royaume-Uni en provenance des pays du CPTPP représentaient 182Mds£ (206Mds€) en 2021.
- **Accès à de nouveaux marchés** : L'adhésion au CPTPP va notamment permettre au Royaume-Uni d'avoir un accord de libre-échange pour la première fois avec la Malaisie.

Avec le Royaume-Uni, le CPTPP comptera 500 millions d'habitants et 15% du PIB mondial. A titre de comparaison, l'Union européenne compte 450 millions habitants et représente un peu plus de 20% du PIB mondial. L'intégration du Royaume-Uni montre ainsi la volonté des pays membres de cet accord de faire émerger un bloc économique fort en intégrant de nouveaux alliés.

Pays membres du Partenariat transpacifique (CPTPP)



Source : Covéa Finance

*Australie, Brunei, Canada, Chili, Japon, Malaisie, Mexique, Nouvelle-Zélande, Pérou, Royaume-Uni, Singapour, Vietnam

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

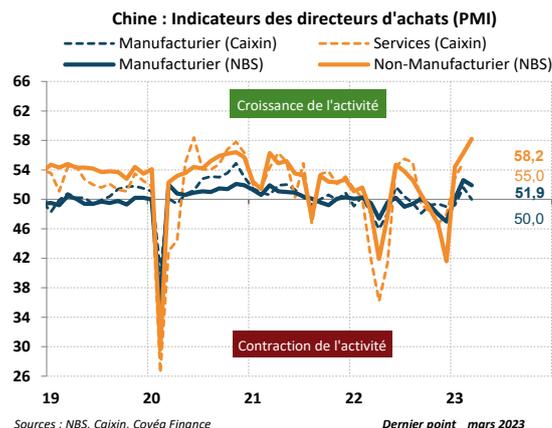
Asie

« Le redressement de l'économie chinoise prend de l'ampleur »

L'activité chinoise poursuit son redressement en mars, tirée par les services et la construction. L'enquête PMI du Bureau national des statistiques rapporte une dynamique très solide du secteur non-manufacturier avec un indice à 58,2 (un plus haut en 10 ans) qui confirme le rebond prononcé de l'activité après la levée des restrictions sanitaires fin 2022. L'indice PMI services poursuit en effet sa progression pour atteindre 56,9, notamment tiré par les activités associées aux transports et à la consommation. Le PMI construction décrit une expansion encore plus marquée à 65,6, reflétant probablement le dynamisme des investissements en infrastructures et les signes de stabilisation du secteur de l'immobilier qui bénéficient d'un large soutien des autorités. Concernant le secteur manufacturier, l'enquête continue de décrire une expansion solide de l'activité avec un indice à 51,9 mais il s'agit d'un rythme de hausse légèrement plus faible que

celui du mois précédent. Cette modération est particulièrement marquée au niveau des nouvelles commandes à l'exportation et semble donc en partie refléter la faiblesse de la demande internationale. Ce constat est renforcé par la baisse plus importante de l'indice PMI manufacturier de Caixin à 50 (un niveau décrivant une stagnation de l'activité) – l'échantillon de l'enquête Caixin est en effet plus exposé à la demande internationale que celle du NBS. En outre, l'indice « emploi » des deux enquêtes manufacturières retourne en zone de contraction en mars, ce qui traduit le maintien de difficultés dans le secteur.

L'industrie japonaise montre enfin des signes de redressement en février. La production industrielle a augmenté de 4,5% en glissement mensuel mais ce rebond ne fait que partiellement compenser le déclin des derniers mois. En effet, la production industrielle avait décliné de 5,3% en janvier en glissement mensuel et de 11,5% au T4 2022 en glissement trimestriel. Le rebond de février s'est généralisé à la majorité des sous-composantes de l'indice et en particulier à la production de machines (+9,2% en glissement mensuel), produits électroniques (+7,1%, notamment grâce au dynamisme de la production de circuits intégrés) et d'automobiles (+15,4%, après une baisse de 10,1% en janvier). **En dépit de ce redressement, l'enquête Tankan de la Banque du Japon continue d'indiquer une forte dégradation de l'environnement des affaires pour les entreprises manufacturières au T1 2023.** Il s'agit de la 5ème dégradation consécutive de l'indice trimestriel qui atteint son plus bas depuis le T4 2020 en lien avec la hausse des prix des matières premières et de l'énergie ainsi que le recul de la demande mondiale. Cette détérioration serait beaucoup plus marquée pour les petites entreprises selon l'enquête. D'un point de vue plus prospectif, le



Sources : NBS, Caixin, Covéo Finance

Demier point mars 2023

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

* Du 27/03/2023 au 02/04/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

maintien de niveaux de stocks relativement élevés devrait enrayer le redressement industriel. Pourtant, les perspectives des fabricants pour le T2 sont un peu mieux orientées selon l'enquête Tankan, ce qui corrobore également les résultats de l'enquête manufacturière du gouvernement dans l'idée que le déclin manufacturier japonais pourrait avoir atteint un plancher au T1 2023. Enfin, l'enquête Tankan continue de décrire une économie japonaise à deux vitesses alors que la solide expansion des services contraste avec le déclin manufacturier.

La vigueur de la consommation japonaise se renforce en février. Les ventes au détail ont augmenté de 1,4% en glissement mensuel, après une hausse de déjà 0,8% en janvier. Si cette forte dynamique illustre en partie la progression des prix, elle témoigne également d'une amélioration de la confiance des ménages qui s'orientent de plus en plus vers des dépenses discrétionnaires. La hausse des ventes s'est généralisée à toutes les catégories de biens mais elle a été particulièrement marquée au niveau des véhicules (+5,4% en glissement mensuel après déjà 4,9% en janvier), tandis que les ventes de vêtements affichent un troisième mois consécutif de hausse (+1,5% en février). La consommation des ménages japonais semble bénéficier de la hausse des salaires, entre les primes conséquentes versées en novembre et décembre et les premières annonces favorables d'accord salariaux dans le cadre des négociations annuelles de printemps.

Sur le plan géopolitique, le Japon se dirige vers une intégration plus profonde dans les chaînes de valeurs américaines, s'éloignant ainsi de la Chine qui reste pourtant son principal partenaire commercial. Le Japon et les États-Unis ont annoncé avoir conclu un accord commercial sur les minéraux critiques nécessaires à la production des batteries de véhicules électriques. L'accord interdit aux deux pays d'introduire des restrictions tarifaires sur le commerce de lithium, cobalt, manganèse, nickel et graphite. Ils devront également partager les informations dont ils disposent sur d'éventuelles violations du droit du travail sur les chaînes d'approvisionnement associées à ces métaux. Selon le ministre japonais de l'économie, du commerce et de l'industrie, l'accord commercial ouvrirait probablement la voie à l'éligibilité des véhicules électriques fabriqués avec des métaux transformés au Japon à des incitations fiscales dans le cadre de l'Inflation Reduction Act – un élément qui n'a pas encore été confirmé par les autorités américaines. En effet, le Japon n'était initialement pas présent dans la liste des pays « partenaires » pouvant figurer dans les chaînes de valeur « sécurisées » de l'IRA. En parallèle, le Japon prévoit d'imposer des restrictions à l'exportation de 23 types d'équipements utilisés pour fabriquer des semi-conducteurs, dans le cadre d'un accord passé avec les États-Unis et les Pays-Bas en janvier dernier. Si la Chine n'est pas explicitement citée par les autorités japonaises, elle est vraisemblablement la principale cible de ces restrictions.

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.