

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

30 mai 2023

Sur mesure

L'encre des nouvelles règles de la Commission européenne sur les finances publiques était à peine sèche que Fitch avait dégradé la note de la dette souveraine française. Le nouveau dispositif qui prend le relai du Pacte de stabilité donnera pourtant davantage de liberté aux Etats membres dans la conduite chiffrée de leur trajectoire budgétaire sur plusieurs années (4 et 7 ans) et l'assortit à la fois d'une plus grande vigilance dans le contrôle des ajustements nécessaires et de sévérité dans les sanctions éventuelles.

Mais le principe du « à la carte » semble avoir ses limites aux yeux de l'agence de notation qui n'a donc pas attendu l'expiration en fin d'année de la clause de suspension du Pacte, ni les effets espérés de ces nouvelles règles « sur-mesure » pour sanctionner l'état de l'endettement de la France malgré le volontarisme oratoire de son gouvernement et les prévisions sur 5 ans de son programme de stabilité (PSTAB) 2023 envoyé à Bruxelles. Ce dernier anticipe en effet une nette amélioration du ratio dette sur PIB (108.7% en 2027) et du déficit public français (2.7% en 2027) grâce aux effets calculatoires de l'inflation et malgré une charge de la dette qui deviendra le premier poste budgétaire à plus de 71Mds€ en 2027.

Car la hausse des prix permet de baisser mécaniquement le poids de la dette dans l'économie alors même que les déficits se creusent. Une tendance partagée en Europe où le déficit public moyen s'est accru avec les différentes mesures de soutien aux ménages et entreprises face aux retombées de la crise énergétique qui n'a épargné aucun pays. Pourtant, le déficit public français est plus élevé que celui de la zone euro (ZE). Surtout, sa dégradation est plus vertigineuse : il est passé de 3.1% à 5% entre 2019 et 2022, contre 0.6% à 3% pour la ZE. Et la divergence avec la courbe des autres membres est de nature à fragiliser sa crédibilité. C'est tout l'enjeu de cet avertissement de Fitch.

Au-delà du prix croissant exigé sur les marchés financiers par les investisseurs internationaux pour les émissions françaises, force est de constater que cette accumulation continue de dettes handicape toute ambition en matière de souveraineté financière et diplomatique par dépendance à l'épargne non résidente, en matière de transitions énergétique et digitale par manque de moyens d'investissements industriels de long terme ou en matière de cohésion sociale par absence de marges de manœuvre en termes de consentement à l'impôt...

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

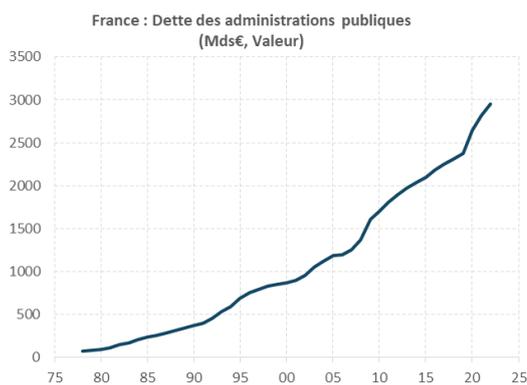
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...cette accumulation continue de dettes handicape toute ambition ... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	26/05/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,072	1,067	1,073	0,5	0,0
€ / £	0,869	0,876	0,851	-0,8	2,0
€ / Yen	150,84	140,67	136,33	7,2	10,6
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	76	73	117	4,5	-35,0
Indice CRB*	536	543	629	-1,2	-14,7
Prix de l'once d'Or	1 944	1 974	1 848	-1,5	5,2
Prix de la tonne de cuivre	7 963	8 580	9 353	-7,2	-14,9
Indice Baltic Dry**	1 215	1 535	2 933	-20,8	-58,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	983	910	4175	8,1	-76,4

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

Analyse de l'évolution des marchés

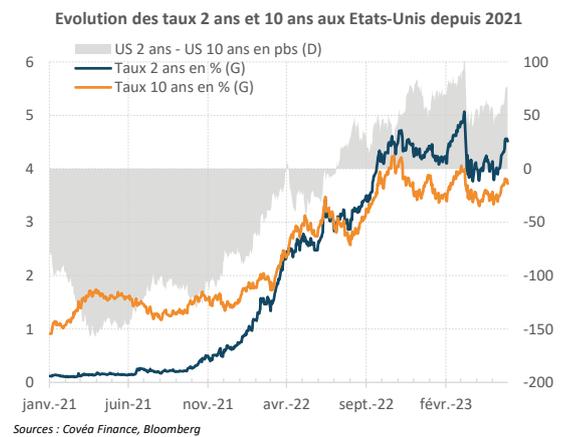
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux ont été orientés à la hausse la semaine dernière, toujours influencés par les développements autour des négociations du plafond de la dette américaine ainsi que par les chiffres d'inflation. Ainsi, les taux souverains à 10 ans de la France et de l'Allemagne étaient en progression de 11 points de base à respectivement 3,11% et 2,54%. L'Italie était en hausse de 12 points de base, à 4,39%, et l'Espagne de 13 points de base à 3,61%. L'accord obtenu par le président Biden ce week-end a renversé la tendance et le 10 ans français, par exemple, a baissé de 14 points de base à 2,97%. Sur le marché du crédit, la baisse des craintes au global sur les marchés auront permis aux primes de risque de se resserrer, de 2 points pour l'indice de catégorie investissement à 3,56% et de 9 points pour l'indice haut rendement à 7,99%. Le marché primaire en euro a été d'ailleurs actif avec 17Mds€ d'émissions qui ont été sursouscrites à plus de 3 fois (dont Robert Bosch 4,5Mds€ et Bayer 3Mds€).

Le Focus de la semaine : Les négociations sur le plafond de la dette américaine et ses conséquences sur les marchés de taux

Le président Biden et le président de la Chambre des représentants, Monsieur McCarthy, ont finalisé un accord pour relever le plafond de la dette actuellement de 31,4 billions de dollars jusqu'au 1er janvier 2025, affirmant que l'accord était prêt à être soumis au Congrès pour un vote. L'accord permettra de plafonner les dépenses dans les budgets 2024 et 2025, de récupérer les fonds COVID inutilisés, d'accélérer le processus d'autorisation pour certains projets énergétiques et comprendra des exigences de travail supplémentaires pour les programmes d'aide alimentaire. Il risque néanmoins de se heurter à la résistance de certains législateurs des partis républicain et démocrate, une situation qui pourrait encore étendre l'incertitude sur l'avenir budgétaire des États-Unis au cours des prochains jours. Par ailleurs, le nouvel accord aura nécessairement des implications sur le programme de financement et les émissions du Trésor. Depuis qu'il a atteint le plafond de la dette, le gouvernement américain a puisé dans l'argent détenu dans le compte général du Trésor auprès de la Fed. En conséquence, son solde y est passé d'environ 700 milliards de dollars fin 2022 à 49,5Mds\$ aujourd'hui. Le Trésor émettra des bons pour ramener le solde de son compte à l'objectif de 550Mds\$ d'ici la fin juin. Le niveau global de liquidité dans le système semble plus que suffisant pour digérer ces nouvelles émissions. Les fonds monétaires sont les acheteurs "naturels" de cette dette courte, et ils ont sous-pondéré ces dernières semaines les bons du Trésor américains alors que la peur concernant le plafond de la dette augmentait, au profit du RRP¹. Mais le RRP offre un taux de rémunération supérieur aux TBill et permet de ne pas prendre de risque de taux, alors qu'acheter des TBill sur différentes maturités augmente ce risque dans un contexte d'incertitude sur la politique monétaire de la FED. Pour pousser les fonds monétaires à allouer une partie des fonds actuellement au RRP, la FED pourrait abaisser le taux de la facilité (ou en créant un compartiment spécifique pour eux), mais une telle décision diminuerait les effets du resserrement monétaire sur les banques et serait en contradiction avec les objectifs actuels de la Fed de ramener l'inflation à sa cible. L'autre possibilité serait que les TBill soient émis à des niveaux de taux supérieurs mais ce serait au détriment du coût de la dette américaine. Les taux courts sont d'ores et déjà supérieurs aux taux longs. Actuellement, l'inversion de la courbe américaine (10 ans contre 2 ans) est passée à -77 points de base, point le plus élevé depuis le 10 mars avant la panique bancaire. La courbe est inversée depuis 234 jours avec une inversion moyenne sur cette période de 52,7 points de base, sa plus forte inversion depuis le début des années 1980. La situation est cornélienne pour la FED.



¹RRP (Reverse Repo) : Opérations de mise en pension de Bons du Trésor par la Fed contre des liquidités, à taux fixe et pour des montants maximums avec une liste définie de contreparties.

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)			
	26/05/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y		
Taux directeurs													
Réserve Fédérale Américaine	5,25	5,25	4,75	4,50	1,00	0,00	⇒	0,50	↑	0,75	↑	4,25	↑
BCE - Taux Repo	3,75	3,75	3,50	2,50	0,00	0,00	⇒	0,25	↑	1,25	↑	3,75	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,25	3,25	3,00	2,00	-0,50	0,00	⇒	0,25	↑	1,25	↑	3,75	↑
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,00	3,50	1,00	0,00	⇒	0,50	↑	1,00	↑	3,50	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
Taux 10 ans													
Etats-Unis	3,80	3,67	3,43	3,87	2,75	13	↑	37	↑	-8	↓	105	↑
Allemagne	2,54	2,43	2,11	2,57	1,00	11	↑	43	↑	-3	↓	154	↑
France	3,11	3,00	2,68	3,12	1,51	11	↑	43	↑	0	↓	160	↑
Italie	4,39	4,27	4,05	4,72	2,90	12	↑	34	↑	-32	↓	150	↑
Royaume-Uni	4,33	4,00	3,28	3,67	1,97	34	↑	105	↑	66	↑	237	↑
Japon	0,42	0,40	0,29	0,42	0,24	2	↑	13	↑	0	↓	18	↑
Crédit													
Indice Itraxx Main	80,3	82,6	100,5	90,6	88,8	-2,3	↓	-20,3	↓	-10,3	↓	-8,5	↓
Indice Itraxx Crossover	425,5	434,3	493,0	474,1	438,9	-8,8	↓	-67,5	↓	-48,6	↓	-13,5	↓

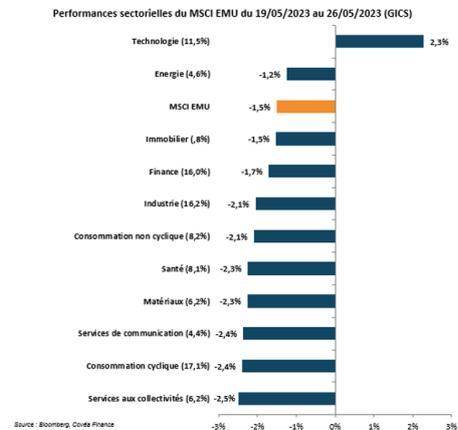
Sources : Bloomberg, Covéo Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché action européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) a baissé de -1,5% pénalisé par des prises de profits sur les valeurs de luxe après l'annonce d'une nouvelle vague de contaminations au Covid-19 en Chine. Le marché a connu un léger rebond vendredi (+1,2%) grâce à l'optimisme concernant un accord imminent sur le plafond de la dette aux États-Unis mais aussi et surtout dans le sillage de la bonne performance des valeurs de la sphère des semi-conducteurs. La publication par Nvidia, le géant américain des processeurs graphiques, d'un résultat trimestriel au-dessus des attentes de la société grâce au développement de l'intelligence artificielle a, en effet, bénéficié aux valeurs européennes du secteur : ASM International (+12,6% sur la semaine), ASML (+6%) entre autres. Concernant les plus fortes baisses sectorielles, on trouve les services aux collectivités, la consommation cyclique et les services de communication. Depuis le début de l'année, le marché est en hausse de +11,8%. Seuls les secteurs de l'immobilier et de l'énergie affichent une performance négative.



Le Focus de la semaine : La feuille de route pour atteindre les objectifs de décarbonation

Cette semaine nous souhaitons revenir sur la présentation du plan d'action détaillé du gouvernement lundi dernier, pour accélérer la réduction des émissions de gaz à effet de serre de la France pour atteindre ces cibles ambitieuses. Afin d'atteindre les objectifs européens de baisse de 55% des émissions nettes en 2030, le gouvernement souhaite réduire de 50% les émissions par rapport à 1990. La transition va devoir accélérer car selon Matignon il va falloir faire plus en huit ans que ce qui a été fait au cours des trente-deux dernières années. Les transports, l'industrie et le bâtiment vont être les secteurs les plus soumis à contribution car ils représentent deux tiers de l'effort nécessaire pour réduire les émissions de la France de 138 millions de tonnes (MT) équivalent carbone (Co2) d'ici 2030. Le secteur des transports est responsable à lui seul de 38% des émissions de Co2 et devra faire l'essentiel de l'effort en réduisant de 37 MT, soit 27% ses émissions d'ici 2030. Cette baisse se fera principalement par le remplacement des véhicules thermiques par des voitures électriques dont la part devrait passer à 15% du parc en 2030. Dans le secteur de l'industrie, le gouvernement a déjà promis 10 milliards d'euros pour aider les 50 sites les plus émetteurs en France à commencer leur transition, notamment dans la sidérurgie, la chimie ou le ciment. La construction qui est responsable d'un part important des émissions (64 MT en 2022) va également devoir les réduire de 34 MT d'ici 2030 en isolant mieux les « passoirs thermiques » et en remplaçant les chaudières au fioul et en gaz par de l'électrique ou des pompes à chaleur.

Selon le gouvernement, plus de la moitié des mesures envisagées devront être engagées par les entreprises, un quart par les collectivités territoriales et l'autre quart par les ménages. Ainsi, la filière ciment a présenté jeudi une feuille de route visant une baisse de 50 % des émissions de Co2 d'ici 2030. Ce qui nécessitera 3 à 5,5 milliards d'euros d'investissement. Les cimentiers vont bénéficier des aides publiques. Décarboner le ciment représente un enjeu majeur, car sa fabrication est très émettrice de Co2. Il n'est donc pas étonnant de voir 20 cimenteries parmi les 50 sites français les plus émetteurs de carbone. Le premier levier est d'enlever au maximum les carburants fossiles pour alimenter les fours. Les cimenteries tournent déjà à 44% avec des combustibles de substitution (déchets). L'objectif est d'atteindre 80% en 2030. Il est également possible de baisser la part de clinker (calcaire) dans le ciment, en utilisant d'autres matériaux. De 75% aujourd'hui, il doit passer à 68% en 2030 et à 62% en 2050. D'ici 2030, ces méthodes permettront de baisser les émissions de Co2 de 27%. Mais ce n'est pas suffisant, la solution complémentaire est la capture de Co2 à la sortie des cimenteries et son stockage. Quelques usines dans le monde sont déjà équipées. Air liquide, de son côté, a mis au point une telle technologie et l'a déployée sur son site de fabrication d'hydrogène d'origine fossile, près du Havre. Mais la technique est encore en phase de rodage.

Début mai, Air Liquide et Holcim ont signé un protocole d'accord concernant un projet de décarbonation de la nouvelle cimenterie de Holcim en Belgique qui utilisera la technologie de captage du Co2 d'Air Liquide. Les deux sociétés ont déposé une demande de financement auprès du Fonds européen pour l'innovation. Ce partenariat est une étape importante pour accélérer la décarbonation de l'industrie. Les sociétés qui s'acclimenteront à ce changement s'inscrivent dans la thématique bonne capacité d'adaptation que nous abordons dans nos Perspectives Economiques et Financières (PEF).

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	26/05/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	147	148	140	132	134	-0,3	↓	5,4	↑	11,8	↑	9,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	944	956	921	907	966	-1,3	↓	2,4	↑	4,1	↑	-2,3	↓
MSCI EMU Small Cap	394	405	386	370	418	-2,7	↓	2,2	↑	6,5	↑	-5,6	↓
MSCI Europe	155	157	147	143	146	-0,9	↓	5,9	↑	8,9	↑	6,0	↑
France CAC 40	7 319	7 415	6 925	6 474	6 411	-1,3	↓	5,7	↑	13,1	↑	14,2	↑
Allemagne DAX 30	6 334	6 324	6 019	5 693	5 828	0,2	↑	5,2	↑	11,3	↑	8,7	↑
Italie MIB	26 713	27 347	25 495	23 856	24 547	-2,3	↓	4,8	↑	12,0	↑	8,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 627	7 755	7 335	7 452	7 565	-1,6	↓	4,0	↑	2,4	↑	0,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 781	8 897	8 375	8 417	8 886	-1,3	↓	4,8	↑	4,3	↑	-1,2	↓

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, pénalisés par les inquiétudes sur la croissance chinoise et la recrudescence des cas de Covid dans la région ainsi que la reprise des tensions sino-américaines sur les semiconducteurs. Pour autant, Taïwan parvient à afficher une progression significative, aidée par l'intérêt ravivé des investisseurs pour le secteur technologique après la bonne publication de Nvidia. L'Inde progressait également, recherchée dans un contexte d'aversion au risque et soutenue par des flux acheteurs de la part des investisseurs étrangers. A l'inverse, les indices chinois affichaient les plus fortes baisses, pénalisés par une vague de contaminations COVID de grande ampleur et une défiance persistante des investisseurs mondiaux. Côté sociétés, on notera les annonces de Hyundai Motor et LG Energy Solution de construction d'une usine de batteries aux États-Unis afin de bénéficier des subventions américaines. Le total des investissements avoisinerait 4,3 milliards de dollars.

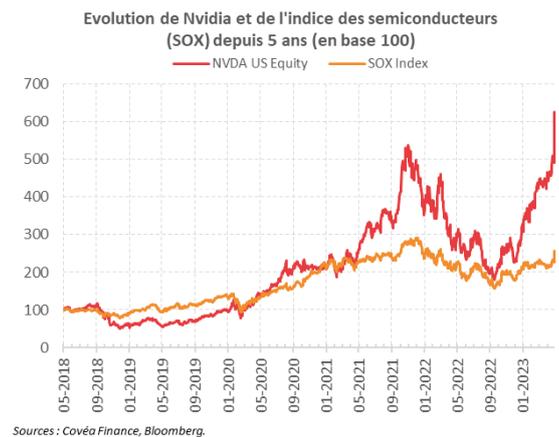
Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en légère hausse, soutenue par le secteur technologique. Les investisseurs restaient prudents en l'absence d'accord sur le plafonnement de la dette américaine et après la publication du compte rendu de la réunion de la FED témoignant d'un comité des gouverneurs partagés sur la dynamique de resserrement monétaire. Dans ce contexte, la technologie affichait la meilleure performance après les résultats des entreprises de semiconducteurs Nvidia et Marvell indiquant une forte demande pour leurs puces utilisées dans l'intelligence artificielle. Broadcom soutenait aussi le secteur après l'annonce d'un partenariat avec Apple pour la conception et production de composants servant à capter la 5G. Les services de communications et la consommation discrétionnaire étaient aussi soutenus par les entreprises exposées à la thématique de l'intelligence artificielle (Meta, Amazon, Alphabet). La consommation de base affichait la plus forte baisse après les mauvais résultats de Dollar Tree (faiblesse de la demande pour les produits plus haut de gamme et recrudescence des vols face à la hausse des prix). Côté entreprises, on notera les annonces de partenariat du constructeur automobile Ford visant à sécuriser l'approvisionnement au lithium auprès d'entreprises américaines ou ayant conclu un accord de libre-échange avec les Etats-Unis.

Le Focus de la semaine : L'adoption des solutions d'Intelligence Artificielle se matérialise

Nvidia a publié ses résultats pour son 1^{er} trimestre fiscal ; des résultats fortement attendus par les investisseurs après le parcours boursier depuis le début de l'année (+109% avant la publication) et l'engouement suscité par les solutions d'intelligence artificielle (IA) générative *. Sans être vertigineux, les résultats de Nvidia pour le trimestre écoulé sont plutôt rassurants quant au dynamisme de certains de ses marchés finaux (jeux vidéo et solutions de visualisation professionnelle notamment). Le cœur du sujet est néanmoins ailleurs et est à chercher au sein de la division « centres de données » qui rebondit fortement, portée par les solutions d'IA. Alors qu'au dernier trimestre, un doute s'était installé sur la soutenabilité de la croissance de la demande de la part des fournisseurs de solutions Cloud à très grande échelle (Amazon Web Services, Azure et Google Cloud) et des niveaux d'inventaires records, cette publication vient balayer ces craintes et, de surcroît, prend à revers les perspectives de ralentissement. Sur cette division, Nvidia prévoit désormais un doublement de son chiffre d'affaires alors que les plus optimistes projetaient une légère augmentation des ventes. Ces chiffres traduisent un déploiement massif des solutions d'IA générative, et ce dans tous les domaines : accord avec Dell afin de fournir des solutions complètes pour aider les entreprises à créer des applications d'IA générative, collaboration avec Medtronic pour créer une plateforme d'IA pour les appareils médicaux, partenariat avec ServiceNow pour développer l'IA générative dans l'informatique d'entreprise, ...

Dès lors, comment appréhender le rythme normalisé de croissance, au-delà d'une adoption précipitée de l'IA actuellement ? Difficile de se prononcer, mais cette publication témoigne d'une demande bien réelle et qui devrait perdurer au moins jusqu'à la fin de l'année. A plus long terme, la thèse autour d'une croissance forte se renforce à mesure que l'adoption de solutions d'IA générative se diffuse au-delà de l'écosystème technologique de départ (santé, industrie...).

*L'IA générative désigne des algorithmes d'Intelligence Artificielle qui utilisent des contenus existants au service de leur apprentissage pour en générer de nouveaux (textes, images, sons, ...)



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	26/05/23	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	4 205	4 192	3 919	3 840	4 158	0,3	7,3	9,5	1,1	1,1	7,4	9,3	1,2
Etats-Unis - Dow Jones	33 093	33 427	32 155	33 147	33 213	-1,0	2,9	-0,2	-0,4	-0,2	3,0	-0,3	-0,2
Etats-Unis - Nasdaq	12 976	12 658	11 428	10 466	12 131	2,5	13,5	24,0	7,0	3,3	13,6	23,8	7,1
Japon Nikkei 300	451	455	408	401	399	-0,8	10,7	12,6	13,1	-2,0	5,7	4,8	2,3
Corée du Sud KOSPI	2 559	2 538	2 349	2 280	2 638	0,8	8,9	12,2	-3,0	1,4	7,2	5,9	-7,9
Chine - Shanghai	3 213	3 284	3 245	3 089	3 130	-2,2	-1,0	4,0	2,6	-2,2	-3,6	1,0	-2,9
Hong Kong Hang Seng	18 747	19 451	19 248	19 781	20 697	-3,6	-2,6	-5,2	-9,4	-3,1	-2,3	-5,8	-9,2
Marchés Emergents - MSCI	973	977	945	956	1 043	-0,4	2,9	1,7	-6,7	0,3	3,0	1,6	-6,6

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

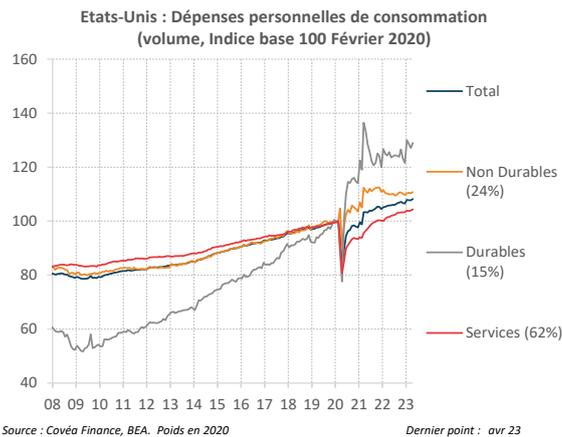
États-Unis

« Un accord est en vue sur le plafond de la dette »

Les négociations sur le plafond de la dette ont abouti ce weekend à un accord de principe prévoyant une suspension du plafond de la dette fédérale américaine jusqu'en janvier 2025, soit après les prochaines élections. Le texte doit être soumis au vote ce mercredi à la Chambre, puis passer devant le Sénat, avant la date limite du 5 juin au-delà de laquelle le gouvernement fédéral estime qu'il pourrait être dans l'incapacité d'honorer ses paiements. En contrepartie de cette suspension, l'accord prévoit que les dépenses hors défense resteront stables en 2024 et leur hausse sera limitée à 1% en 2025. Les dépenses militaires augmenteraient elles de 3% en 2024. Le texte prévoit également d'étendre l'obligation de travailler pour bénéficier de l'assistance alimentaire, d'amputer les fonds supplémentaires récemment alloués à l'IRS (fisc américain) pour lutter contre la fraude fiscale, de récupérer les fonds Covid inutilisés et de faire reprendre les paiements de la dette fédérale étudiante en août, qui avaient été suspendus au début de la pandémie. Le projet a fait l'objet de critiques de la part de

l'aile conservatrice du parti Républicain (trop peu de coupes budgétaires) et de l'aile progressiste du parti démocrate (trop de coupes budgétaires), mais le texte semble en mesure d'être adopté, bien que des difficultés procédurales puissent freiner le processus jusqu'au 5 juin. Dans ce contexte d'incertitudes, l'agence Fitch a dégradé la perspective de la note souveraine des Etats-Unis (AAA), de neutre à négative.

Du côté de la Réserve fédérale, **les minutes de la réunion de politique monétaire du 3 mai soulignent le haut degré d'incertitude entourant les perspectives économiques et la trajectoire de la politique monétaire, notamment en raison des difficultés à évaluer l'impact des difficultés du secteur bancaire. Les échanges montrent un comité divisé quant à la décision de faire une pause dans le mouvement de resserrement.** Ainsi « plusieurs » membres estiment qu'une pause peut être appropriée si les données économiques continuent dans le sens observé et relèvent que les effets des faillites bancaires sont encore loin d'être matérialisés. S'ils estiment que le système bancaire est globalement solide et résistant, les participants mettent en avant le risque pour les crédits immobiliers commerciaux (CRE), avec des taux d'occupation faibles et des prix qui devraient continuer à baisser et mettre en difficulté les banques régionales qui sont particulièrement exposées à ce type de crédit. Au contraire, « certains » membres considèrent que la poursuite du resserrement est justifiée par la résistance de la croissance, un marché du travail tendu et une inflation plus élevée qu'attendu, notamment dans les biens durables pour lesquels le comité s'attendait à davantage de recul.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	avr.-23	683	656	769	637
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	mai-23	59,2	63,5	77,6	59,0
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	avr.-23	3,4	3,3	1,9	-6,2
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	avr.-23	2,3	2,0	8,3	2,7

*Du 22/05/2023 au 28/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

fédérale Christopher Waller a établi trois scénarios : une hausse de taux en cas de pressions inflationnistes persistantes, une pause (skip) pour se donner le temps d'évaluer les effets cumulés du resserrement ou un arrêt du resserrement. Ce seront vraisemblablement les termes du débat de la réunion de politique monétaire du 13 juin.

L'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) d'avril publié cette semaine devrait contribuer à maintenir la pression sur les banquiers centraux. Les prix ont accéléré de 0,4% en glissement mensuel, après 0,1% le mois précédent. Hors alimentation et énergie, les prix enregistrent leur plus forte progression depuis janvier (0,4%, contre 0,3% en mars), portés par une accélération dans les services (+0,4%), les biens durables (0,2%) et non durables (0,4%). En rythme annuel, l'inflation qui avait atteint un point bas depuis le printemps 2021 en mars (4,2%) se reprend à 4,4%. Hors alimentation et énergie, l'inflation annuelle mesurée par l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation s'établit à 4,7%, après 4,6%, et reste dans ce canal depuis maintenant cinq mois.

Du côté des dépenses, les signaux de faiblesse entrevus en février et mars ne se sont pas prolongés à l'entrée du deuxième trimestre. La consommation en volume a progressé à un rythme solide en avril (+0,5% en glissement mensuel, après 0% en mars), tirée par un rebond des dépenses en biens durables (+1,4%), particulièrement en automobile et équipement de maison, ainsi que la bonne orientation des biens non durables et des services. Avec un revenu disponible stable sur le mois, le taux d'épargne, qui restait sur cinq mois consécutifs de progression, se dégrade légèrement et passe de 4,5% à 4,1% du revenu disponible, un niveau toujours nettement inférieur aux standards d'avant pandémie (8,8% en 2019).

Dans l'industrie, les commandes de biens durables sont bien orientées en avril (+0,5% en glissement mensuel). Hors défense et aviation, les commandes de biens intensifs en capital enregistrent un gain de 1,4% sur le mois, ce qui renvoie à une dynamique favorable de l'investissement productif en ce début de deuxième trimestre.

Dans l'immobilier, les ventes de logements neufs ont enregistré un deuxième mois consécutif de forte progression, avec une hausse mensuelle de 4% en avril, ce qui porte le rythme de ventes annualisé à 683 000, au plus haut depuis mars 2022. La dynamique a été tirée par les régions sud et midwest. Le prix moyen, qui a été particulièrement volatil ces derniers mois, est en net recul sur le mois, et affiche une contraction de 10% en rythme annuel.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



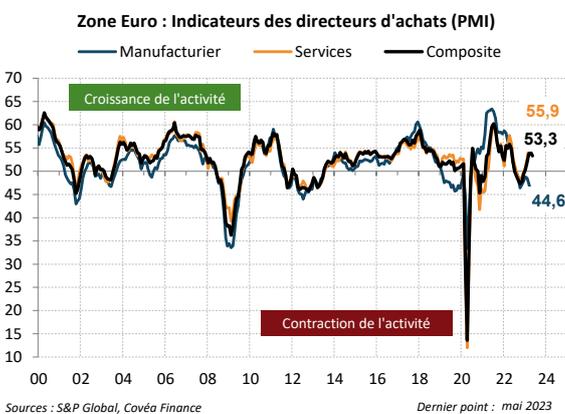
Suivi Macroéconomique

Europe

« L'Allemagne en récession, les perspectives mal orientées pour la zone euro »

Le PMI composite global d'activité de la zone euro s'est replié de 0,8 point en mai pour revenir à un plus bas de trois mois. A 53,3, il reste néanmoins en zone de croissance. La baisse affecte les indicateurs d'activité dans les services et dans l'industrie manufacturière. Toutefois, à 55,9 (-0,3 point par rapport à avril), le PMI services indique toujours une activité en nette croissance, alors que le PMI manufacturier s'enfonce en zone de contraction, à 44,6 en mai (-1,2 point par rapport au mois précédent). L'écart continue à se creuser entre les services, où le dynamisme de la demande permet aux entreprises d'augmenter leurs prix de ventes, et le secteur manufacturier, où la faiblesse de la demande pèse sur les prix. Les indicateurs de perspectives d'activité à douze mois sont revenus sur des plus bas de cinq mois. L'activité a globalement accéléré en Allemagne ces dernières semaines (plus haut de 13 mois), malgré la plus forte contraction de l'activité manufacturière depuis 6 mois, alors que les PMI de la France et du reste de la zone euro sont sur des plus bas de quatre mois.

La balance des transactions courantes de la zone euro a enregistré un excédent de 45 Mds€ en mars, du jamais vu depuis 5 ans. Le redressement du solde des transactions courantes reflète essentiellement celui des échanges de biens (+52,1 Mds€), avec une croissance de 10,6% des exportations en un an contre une baisse de 9,0% des importations, en partie liée au recul des prix des matières premières - notamment énergétiques.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	PMI Services	Indice mai-23	55,9	56,2	53,6	52,1
	PMI Manuf.	Indice mai-23	44,6	45,8	60,2	52,1
	PMI Composite	Indice mai-23	53,3	54,5	56,9	52,1
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice mai-23	87,9	92,8	100,1	84,3
	PIB	Vol, CVS, GA% T1 23	-0,5	0,8	2,6	1,9
FR	PMI Services	Indice mai-23	52,8	54,6	53,8	53,7
	PMI Manuf.	Indice mai-23	46,1	45,6	56,7	51,8
	PMI Composite	Indice mai-23	49,4	47,1	55,2	52,7
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA% avr.-23	8,7	10,1	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA% avr.-23	6,8	6,2	2,4	5,9

* Du 22/05/2023 au 28/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La plupart des banquiers centraux européens continuent, discours après discours, à affirmer que les taux directeurs doivent encore être relevés pour assurer une décrue durable de l'inflation. Philip Lane s'est voulu rassurant sur la tendance de l'inflation sous-jacente, qui devrait intégrer progressivement la baisse des cours des matières premières, notamment énergétiques. Mais il n'a pas voulu se prononcer sur le niveau final des taux.

Initialement annoncé stable par rapport au trimestre précédent, **le PIB allemand a finalement reculé de 0,3% au premier trimestre**, après avoir déjà baissé de 0,5% au quatrième trimestre 2022 : au sens de l'OCDE, l'économie allemande est en récession. La consommation des ménages a chuté de 1,2% en séquentiel au premier trimestre, après -1,7%. La consommation des administrations a reculé de 4,9% en début d'année, plus forte baisse sur un trimestre depuis au moins 1991 (début des séries pour l'Allemagne unifiée). Le rebond de l'investissement (+3,0% après -2,6%) a permis d'amortir le recul de l'activité en début d'année. Enfin, les échanges extérieurs de biens et services ont apporté 0,6 point de croissance, mais grâce à la poursuite de la baisse des importations. Le PIB allemand a ainsi reculé de 0,5% entre les premiers trimestres 2022 et 2023. **L'indice IFO de climat des affaires a baissé en mai** (-1,7 point), pour la première fois depuis octobre dernier. L'indicateur de jugement sur la situation économique actuelle a diminué de 0,3 point, à 94,8, et celui des perspectives à six mois a poursuivi sa chute, à 88,6 (-3,1 points). Les indicateurs de climat des affaires sont orientés à la baisse dans tous les secteurs du découpage utilisé par l'IFO. Mais le solde global reste positif dans les services.

En France, l'indice INSEE de climat des affaires a aussi reculé, de 2 points, à 100 (soit sa moyenne de long terme). Le recul est général, il touche l'industrie comme le bâtiment, les services et le commerce de détail. A ce niveau, l'enquête ne signale pas de contraction de l'activité, sauf dans l'industrie et dans le commerce de gros.

En Espagne, à la suite de la débâcle subie par la coalition au pouvoir dans les élections régionales et locales, le premier ministre a décidé d'avancer les élections législatives (prévues à l'automne). Elles se tiendront le 23 juillet prochain.

Au Royaume-Uni, la consommation montre certains signes de résilience malgré le contexte inflationniste. Les ventes au détail en volume ont en effet rebondi de 0,5% en avril en glissement mensuel, compensant en partie la faiblesse observée le mois précédent (-1,2%). Par ailleurs, la tendance baissière des ventes au détail débutée en 2022 semble s'atténuer, puisqu'elles ont dépassé le creux enregistré en décembre 2022. Sur un an, les ventes au détail sont toutefois en baisse (-3,1%), mais il s'agit de la plus faible baisse en glissement annuel depuis mars 2022. Néanmoins, la persistance des tensions inflationnistes (voir focus « Une baisse en trompe l'œil de l'inflation britannique ») devrait continuer à grever le pouvoir d'achat des ménages.

L'activité britannique a progressé en mai selon les indicateurs d'enquête PMI, mais à un rythme moins rapide. Le PMI composite s'est en effet établi à 53,9, en légère baisse par rapport au mois d'avril (-1 point). Cette croissance de l'activité est toutefois déséquilibrée, avec un secteur des services en forte expansion tandis que le PMI manufacturier demeure toujours en zone de contraction, pénalisé par le ralentissement de la demande.

En Turquie, le Président Erdogan a été réélu pour un mandat de cinq ans, avec 52,1% des voix.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Une baisse en trompe l'œil de l'inflation britannique

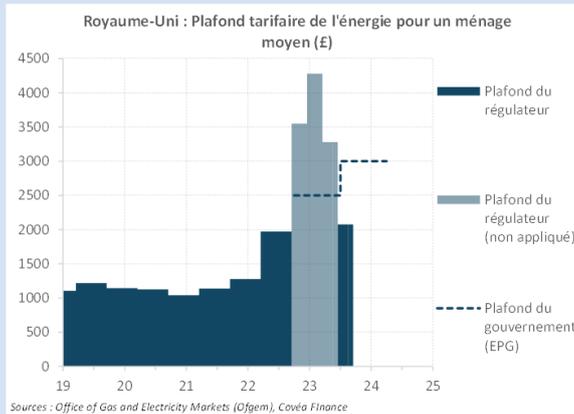
L'inflation britannique est au plus bas depuis un an, à 8,7% en rythme annuel en avril après 10,1% en mars. Bien que cette baisse soit, à première vue, encourageante, les détails de la publication nous montrent que l'inflation hors énergie demeure persistante dans le pays.

Une baisse de l'inflation avant tout liée à des effets de base sur l'énergie

En 2019, le gouvernement de Theresa May a créé un plafond tarifaire sur l'énergie, qui limite le montant auquel une compagnie énergétique peut facturer le kilowattheure d'électricité et de gaz. En avril 2022, le régulateur britannique de l'énergie a relevé ce plafond de 54%, entraînant une forte hausse du prix de l'énergie pour les ménages. Par effet de base, cette hausse en avril 2022 a permis à l'inflation énergétique de refluer en avril 2023. Alors que l'énergie contribuait à un tiers de l'inflation britannique sur les derniers mois, elle contribue désormais à 10% de la hausse des prix.

En octobre 2022, le régulateur a de nouveau relevé le plafond tarifaire de l'énergie (+80%), mais le gouvernement a introduit dans le même temps un mécanisme de garantie du prix de l'énergie (« *Energy Price Guarantee* », EPG), qui plafonne à 2500£ par an la facture énergétique du ménage britannique moyen. Le plafond de l'EPG devrait passer à 3000£ en juillet, et restera en place jusqu'en avril 2024. Le gouvernement prend ainsi en charge la différence entre le plafond de l'EPG et le plafond imposé par le régulateur.

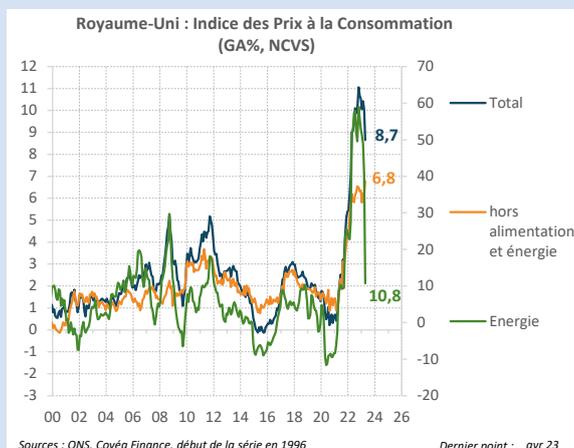
Le régulateur a annoncé, le 25 mai, réduire le plafond tarifaire à partir du 1^{er} juillet en raison de la chute des prix de gros du gaz et de l'électricité. Le plafond passera ainsi à 2074£ pour un ménage moyen au moins jusqu'en octobre, contre 3280£ aujourd'hui. Cette baisse du plafond signifie que le soutien du gouvernement via l'EPG va disparaître à partir du mois de juillet. Il pourra être réintroduit si le régulateur relève de nouveau son plafond au-dessus de 3000£ pour un ménage moyen.



L'inflation hors énergie poursuit sa hausse

Hors énergie, l'inflation est en hausse à 8,4% en rythme annuel en avril après 7,7% en mars. Les prix alimentaires ont surpris en enregistrant de nouveau une croissance de 19% sur un an en avril. Selon l'ONS (« *Office for National Statistics* »), cette évolution reflète principalement les perturbations d'approvisionnement, notamment les pénuries de main d'œuvre, qui ont entraîné la non-récolte de certaines cultures, et les sécheresses et vagues de froid en Europe et en Afrique du Nord, qui ont engendré une hausse des prix des denrées alimentaires importées.

Par ailleurs, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) atteint un plus haut en plus de 30 ans à 6,8% (contre 6,2% en mars). L'inflation dans les services (indicateur suivi par la Banque d'Angleterre pour mesurer la persistance de l'inflation) accélère à 6,9% après 6,6%, dans un contexte d'accélération de la hausse des salaires. La hausse des prix dans les services a été tirée par l'hôtellerie-restauration (+10,2% sur un an) et les services de communication (+7,9%).



L'étau se resserre pour la Banque d'Angleterre

Le gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE), Andrew Bailey, s'est exprimé après la publication des données d'inflation du mois d'avril. Bien que l'inflation ait été supérieure aux prévisions de la BoE (8,7% contre 8,4% estimé par la BoE), le gouverneur s'est montré plutôt prudent, indiquant que le mot « spirale » n'était pas approprié pour parler de l'inflation sous-jacente et des salaires, suggérant ainsi qu'une boucle « prix/salaires » ne s'était pas encore matérialisée. Il a par ailleurs souligné qu'environ un tiers de la hausse des taux initiée en décembre 2021 s'était répercutée sur l'économie britannique jusqu'à maintenant, en raison des délais de transmission de la politique monétaire, et que les effets des hausses de taux devraient continuer à se faire ressentir dans les prochains mois.

Concernant les futures décisions de la BoE, il a réitéré le message exprimé depuis plusieurs mois : la banque centrale relèvera ses taux s'il devait y avoir des signes de persistance de l'inflation. Une nouvelle hausse de taux lors de la réunion de juin semble ainsi très probable, au vu des chiffres d'inflation d'avril.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

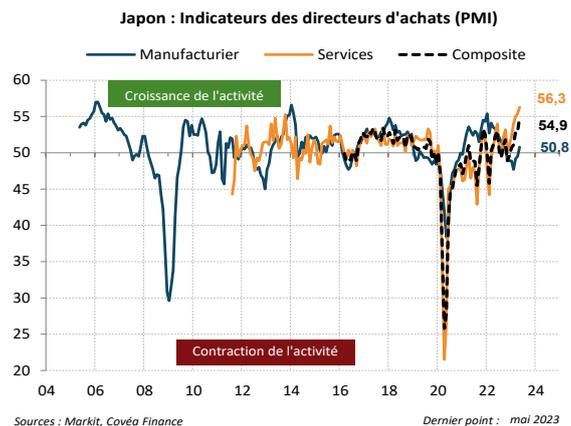
Asie

« L'économie japonaise affiche une dynamique encourageante début 2023 »

N'ayant toujours pas retrouvé son niveau d'activité pré-pandémie, l'économie japonaise maintient un retard conséquent dans son redressement vis-à-vis des autres grandes économies développées. Néanmoins, les données portant sur le début de l'année 2023 rassurent. **Après la forte croissance du PIB au premier trimestre (+0,4% en glissement trimestriel), les enquêtes PMI dépeignent un deuxième trimestre d'activité robuste.** L'indice PMI composite atteint un point haut depuis 2013 à 54,9 (+2 points). L'activité reste principalement portée par les services, dont l'indice atteint un plus haut historique à 56,3 (+0,9 pt), et décrit ainsi une forte expansion de l'activité. Un dynamisme qui reflète la poursuite de la réouverture de l'économie, avec un retour de la demande vers les services, et le redressement des activités associées au tourisme. En outre, les prix des services ont relativement moins progressé que ceux des biens au

cours des derniers trimestres ce qui leur permet de profiter davantage de la progression des revenus des ménages. Le résultat le plus encourageant de l'enquête concerne toutefois le secteur manufacturier qui, après six mois de contraction, repasse en zone d'expansion avec un indice à 50,8 (+1,3 pt). Ce redressement reflète principalement la composante « production » de l'indice mais une dynamique favorable est également visible au niveau de la demande domestique, alors que la demande à l'exportation reste mal orientée.

La Banque de Corée (BoK) maintient sa politique monétaire inchangée pour la troisième réunion consécutive. A l'unanimité, les membres du comité de politique monétaire ont maintenu le taux directeur à 3,5%. La BoK semble ainsi confirmer la fin d'un cycle de hausses de taux amorcé dès août 2021 mais le gouverneur Rhee Chang-yong a indiqué qu'envisager une baisse de taux était encore prématuré. En effet, malgré une nette modération de l'inflation à 3,7% en avril, un point bas en 14 mois, elle se maintient toujours bien au-dessus de la cible des 2% et devrait le rester pour l'ensemble de l'année 2023 (3,5%) et en 2024 (2,4%), selon les projections de la BoK. La banque centrale devra ainsi arbitrer entre le maintien de tensions sur les prix et les difficultés économiques du pays. La faiblesse de la demande mondiale pour le secteur de la technologie et une demande domestique affectée par l'inflation et la hausse des taux ont notamment amené la BoK à réviser à la baisse ses projections de croissance du PIB pour 2023 à 1,4% (contre 1,6% lors des dernières projections). De plus, la stabilité financière reste un point de vigilance.



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : mai 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	PMI Services	Indice	mai-23	56,3	55,4	48,2	50,4
	PMI Manuf.	Indice	mai-23	50,8	49,5	52,7	52,1

* Du 22/05/2023 au 28/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Chine, un expert de la santé de premier plan alerte sur un rebond de l'épidémie de Covid-19. Depuis la fin de la politique « zéro-Covid » début décembre, le Centre chinois de contrôle et de prévention des maladies a cessé d'actualiser ses données hebdomadaires sur les infections, complexifiant fortement le suivi de l'épidémie en Chine. Zhong Nanshan, un pneumologue ayant joué un rôle majeur dans la gestion des épidémies de SARS au début des années 2000 puis de Covid-19 en 2020, a indiqué qu'une nouvelle vague de contamination associée à un variant particulièrement transmissible (XBB) se diffusait depuis avril. Selon les estimations de Zhong Nanshan, cette vague aurait provoqué environ 40 millions d'infections par semaine fin mai et devrait atteindre un point haut à 65 millions en juin. Si ce niveau reste bien inférieur aux estimations sur le pic des contaminations de décembre 2022, après la fin des restrictions sanitaires, il s'agit d'un rebond préoccupant. Pour l'heure, les autorités n'ont pas annoncé de nouvelles restrictions et conservent un ton plutôt rassurant en mettant l'accent sur des symptômes relativement modérés. Les autorités sanitaires de Pékin ont émis des recommandations en faveur du port du masque dans les transports en commun mais sans que cela constitue une obligation pour les usagers.

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.