

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

5 juin 2023

Dessine moi...

Nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) décrivent depuis de nombreuses années la fin du multilatéralisme et la formation d'un monde bipolaire autour des Etats-Unis et de la Chine dans lequel la Russie fait office de challenger. Cette refondation en cours a bien évidemment des effets sur les stratégies des entreprises internationales tant en termes d'organisation de leurs chaînes logistiques que de segmentation de leurs marchés cibles. Elle en a aussi sur les balances commerciales et les balances des paiements des pays alors que les différentes nations s'alignent sur leur champion respectif ou tentent au contraire d'adopter une posture neutre ou de s'agréger dans un bloc régional.

Cette compréhension du monde est déjà ancienne dans nos analyses et se dessine par de multiples touches aujourd'hui. En Amérique latine, au-delà du projet à long terme de monnaie commune entre l'Argentine et le Brésil, ce dernier tente de rassembler le sous-continent dans un programme d'intégration qui vise à se détacher de l'utilisation unique de la devise américaine et se rapprocher de la Chine, devenue un partenaire commercial et financier de tout premier rang. Une tendance de fond qui devrait s'accroître avec l'élection de Mme Dilma Rousseff à la présidence de la Nouvelle Banque de Développement (NBD) des BRICS dont le siège est à Shanghai. Le continent africain, loin d'être homogène, est lui aussi terre de recompositions. Alors que la Chine est devenue son premier bailleur de fonds, se prépare le prochain sommet Russie-Afrique de St Pétersbourg fin juillet, avant le sommet des BRICS à Johannesburg en août. Des relations qui se redessinent et qui surtout se complexifient. En témoigne l'Afrique du Sud qui a participé à des exercices militaires conjointement avec la Russie et la Chine dans l'océan indien en février 2023, quelques mois après ceux de l'alliance du QUAD qui allie les Etats-Unis, le Japon, l'Australie et l'Inde...

Le sol européen bien qu'éloigné de la zone Pacifique, nouveau centre de gravité du monde, cristallise cette confrontation géopolitique des blocs. Les Etats qui le composent, tout comme ceux des autres continents, devront se « positionner » quitte à bouleverser d'anciens liens diplomatiques ou relations d'affaires. C'est un vrai défi dans le cadre de la construction européenne comme l'illustrent les dernières tensions entre populations au Kosovo.

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 clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	02/06/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois	
Marché des changes						
€ / \$	1,071	1,067	1,075	0,4	↑	-0,4 ↓
€ / £	0,860	0,876	0,854	-1,8	↓	0,7 ↑
€ / Yen	149,76	140,67	139,55	6,5	↑	7,3 ↑
Matières premières et Transport et marchandises						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	74	73	118	1,8	↑	-36,8 ↓
Indice CRB*	543	543	630	0,1	↑	-13,8 ↓
Prix de l'once d'Or	1952	1974	1867	-1,1	↓	4,6 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 244	8 580	9 459	-3,9	↓	-12,9 ↓
Indice Baltic Dry**	937	1 535	2 681	-39,0	↓	-65,1 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1029	910	4175	13,1	↑	-75,4 ↓

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 :

S&P a confirmé vendredi la notation AA avec perspective négative de la France. Fitch a confirmé la notation AAA sous surveillance négative des Etats-Unis suite à l'accord sur le plafond de la dette, et l'agence indique qu'elle prendra une décision sur la notation du pays durant le T3-2023. Malgré leur rebond en fin de semaine à la suite des chiffres de l'emploi américain, les taux souverains, courts et longs, ont connu un net repli cette semaine des deux côtés de l'Atlantique. En Europe, ce recul s'explique notamment par le ralentissement de l'inflation (à 6,1%), tandis qu'aux Etats-Unis (-11 points de base sur le 10 ans à 3,69%), il a été essentiellement motivé par les déclarations des membres de la Fed plus favorables à une « pause » lors de la réunion de juin, ainsi qu'au soulagement relatif à l'accord de suspension du plafond de la dette. Ainsi, les taux souverains à 10 ans de la France et de l'Allemagne étaient en baisse significative de 25 et 23 points de base à respectivement 2,86% et 2,31%. Le 10 ans italien a baissé de 32 points de base à 4,07% poursuivant son resserrement contre Allemagne à 176 points de base. Le marché du crédit, a été peu actif et les primes se sont légèrement resserrées sur la catégorie investissement, de 3 points de base à 3,53%, et plus significativement sur le haut rendement, de 15 points de base à 7,84%. Le mois de mai, avec 54 Mds€ émis, est le mois le plus élevé depuis mars 2021. En revanche, les émissions ont reflué cette semaine, à 6.4 Mds€ (contre 17Mds€ précédemment). Les investisseurs ont été sélectifs sur le primaire montrant des taux de couverture allant de 1.8 fois à 5.6 fois selon les émetteurs. Néanmoins, deux émetteurs, Bouygues (du 8 ans pour 1Md€) et ASML (du 2,5 ans pour 1Md€) ont retenu l'attention.



Le Focus de la semaine : Les faillites en Europe sont en hausse, cette tendance va-t-elle se poursuivre?

« Les défauts de paiement sur les obligations d'entreprises et les prêts européens ont augmenté en avril, la hausse des taux frappant les émetteurs à fort effet de levier avec des échéances à court terme ». C'est ce qu'indique Fitch Ratings dans son rapport « European At-Risk Leveraged Credit » de mai 2023. Selon l'agence, l'augmentation des volumes de dette arrivant à échéance en 2025 et 2026 devrait maintenir des risques élevés de défaillance, suggérant dans la catégorie haut rendement un taux de défaillance autour de 3,8% au cours des 12 à 18 prochains mois. Plus généralement, pour les entreprises françaises, selon les derniers chiffres recueillis par la Banque de France, le nombre de défaillances poursuit sa progression amorcée à l'automne 2021. En cumul sur les douze derniers mois (entre mai 2022 et avril 2023), on dénombre ainsi 46 183 défaillances contre 31 400 un an plus tôt mais 51 145 fin 2019. Le niveau reste encore inférieur à 2019 mais progresse nettement sur un an. Tous les secteurs sont touchés mais cette augmentation des défaillances est plus prononcée pour les PME. Cette situation est en trompe-l'œil car elle masque le risque d'un impact plus prononcé de ces défaillances sur l'économie et l'emploi. On assiste à plus de liquidations judiciaires (en 2022 et 2023 selon les greffes des tribunaux de commerce) et cela sur des entreprises de plus grande taille. Une liquidation implique la disparition de l'entité, tandis qu'un redressement peut générer un plan de continuation (avec une baisse des effectifs). En Europe, l'organisme Eurostat, arrive à un constat similaire mais avec des disparités géographiques. Ainsi, le Royaume-Uni et la Suède ont déjà dépassé les niveaux de défaillance de 2019. Alors que dans les pays de la zone euro, la remontée des défaillances d'entreprises est moins importante, ce que l'on peut mettre en partie sur le compte d'un resserrement du crédit plus tardif. Les politiques budgétaires menées durant la pandémie de Covid-19 ont permis de réduire le nombre de défaillances. Le retrait de ces mesures de soutien, puis le resserrement monétaire entamé depuis un an, sur fond de choc inflationniste et de flambée des prix de l'énergie, ont entraîné, partant d'un niveau particulièrement bas, un rebond des défaillances en fin d'année dernière. Les facteurs de risques s'accumulent pour certains secteurs : faiblesse de la demande, pression sur la rentabilité, trésorerie affaiblie et durcissement des conditions de financement.

La volonté de la BCE de poursuivre son resserrement monétaire devrait tester la résilience des entreprises les plus fragiles.

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	02/06/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,25	5,25	4,75	4,50	1,00	0,00	0,50	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	3,69	3,80	3,43	3,87	2,91	-11	26	-18	78	-81	20
Allemagne	2,31	2,54	2,11	2,57	1,24	-23	20	-26	108	-48	17
France	2,86	3,11	2,68	3,12	1,76	-25	18	-26	110	-12	43
Italie	4,07	4,39	4,05	4,72	3,30	-32	2	-65	77	64	30
Royaume-Uni	4,16	4,33	3,28	3,67	2,16	-18	87	48	200	-19	32
Japon	0,41	0,42	0,29	0,42	0,24	-1	13	-1	17	48	86
Crédit											
Indice Itraxx Main	77,1	80,3	100,5	90,6	89,3	-3,2	-23,4	-13,5	-12,2		
Indice Itraxx Crossover	410,0	425,5	493,0	474,1	445,9	-15,5	-83,0	-64,1	-35,9		

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 :

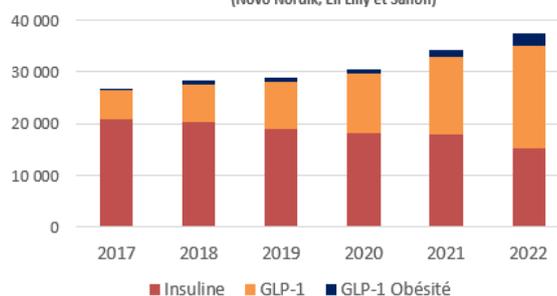
L'indice des actions de la zone Euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) est stable sur la semaine, le rebond de l'indice sur la fin de semaine a été alimenté par des ralentissements au niveau des chiffres d'inflation ainsi que par l'espoir d'un plan de relance immobilier chinois. En bas de classement, le secteur des services de communication (-3,2%) est pénalisé par la menace de l'entrée d'Amazon sur la téléphonie mobile aux Etats-Unis. La rotation sectorielle se fait plus largement au détriment des secteurs les moins sensibles à l'activité économique, à l'image du secteur de la santé (-1,9%) et de la consommation non cyclique (-1,8%) à l'exception notable du secteur des services aux collectivités (+1,4%) tiré par l'annonce d'élections anticipées en Espagne qui pourrait réduire le risque politique de ce secteur. On note une large participation au rebond du secteur de l'industrie (+1,2%) : construction, aviation, bien d'équipements et services aux entreprises notamment. L'appétit pour le risque bénéficie également aux petites capitalisations (MSCI EMU petites capitalisations, +0,9%).

Le Focus de la semaine : La panacée pour l'obésité?

Il y a une dizaine d'années, le prix de vente de l'insuline connaissait une inflation galopante, fruit d'une situation d'oligopole entre 3 laboratoires pharmaceutiques : Sanofi (France), Novo Nordisk (Danemark) et Eli Lilly (Etats-Unis). Les hausses de prix excessives de l'insuline ont fini par attirer l'attention de l'autorité de régulation américaine (FDA) qui a fait pression sur les laboratoires pour faire baisser les prix. Depuis, la taille du marché de l'insuline n'a donc cessé de se contracter. Cette dynamique va même s'accélérer puisqu'au mois de mars 2023, les 3 acteurs en question ont annoncé préparer une nouvelle vague de baisse de prix considérable, entre 60 et 80%, sur la majorité de leur portefeuille d'insuline. Le traitement du diabète devrait néanmoins rester une source de revenus importante pour les laboratoires grâce à l'essor du GLP-1. Les ventes de GLP-1 dépassaient d'ailleurs déjà les ventes d'insuline l'année dernière (cf graphique).

Cette hormone sécrétée par les intestins exerce un double effet sur le pancréas à la fois en augmentant la production d'insuline et en diminuant celle du glucagon, un effet combiné qui permet de réduire rapidement le taux de glucose dans le sang. Le GLP-1 possède d'autres vertus, il permet de réduire les accidents cardiovasculaires et entraîne une perte de poids en induisant chez le patient un sentiment de satiété. Les études cliniques de Novo Nordisk montrent une perte de poids moyenne de 5% au bout du 3ème mois après injection avec des effets secondaires non prohibitifs. Le GLP-1 de Novo contre l'obésité sera autorisé par la FDA en 2014. Un tour de force compte tenu de l'historique catastrophique des médicaments anti-obésité, à l'image du scandale Mediator en France et « Fen-phen » aux Etats-Unis où la molécule anorexigène était combinée à des amphétamines pour contrebalancer les effets secondaires de somnolence et de dépression. Le scandale Fen phen avait à l'époque fortement fragilisé le l'américain Wyeth qui avait dû provisionner plus de 10 milliards de dollars avant de se faire absorber par Pfizer en 2009. Novo Nordisk connaîtra le succès à la sortie de son médicament anti-obésité de deuxième génération, le Wegovy, autorisé par la FDA en 2021. Ce nouveau médicament occasionne une perte de poids de 15%, soit autant que la chirurgie bariatrique qui consiste à poser un anneau autour de l'estomac. Le médicament est pris d'assaut, certaines célébrités à l'image d'Elon Musk rendent public leur utilisation. La demande est telle que Novo Nordisk ne parvient pas à la satisfaire entièrement. Pour le moment, Novo Nordisk est seul sur ce segment mais Eli Lilly espère le rejoindre en fin d'année avec son propre traitement, Mounjaro qui combine l'hormone GLP-1 avec une autre hormone, le GIP et promet une perte de poids proche de 20%. L'efficacité croissante des traitements contre l'obésité et l'évolution de leur mode d'administration, puisque le GLP-1 anti-obésité sera bientôt disponible sous forme de comprimé, témoigne de la capacité d'innovation de ces laboratoires pharmaceutiques. Ces sociétés ont d'ailleurs été identifiées au travers de notre analyse de la chaîne de valeur du secteur dans son ensemble à la suite de la déclinaison de nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

Ventes Insuline vs GLP-1 (\$m)
(Novo Nordisk, Eli Lilly et Sanofi)



Source: Rapports comptables des sociétés

Grégoire Du Mesnil

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	02/06/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	147	147	140	132	136	0,0	↑	5,4	↑	11,8	↑	8,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	948	944	921	907	971	0,5	↑	2,9	↑	4,6	↑	-2,3	↓
MSCI EMU Small Cap	398	394	386	370	422	0,9	↑	3,2	↑	7,5	↑	-5,8	↓
MSCI Europe	155	155	147	143	148	0,0	↑	5,9	↑	8,9	↑	5,2	↑
France CAC 40	7 271	7 319	6 925	6 474	6 500	-0,7	↓	5,0	↑	12,3	↑	11,8	↑
Allemagne DAX 30	6 360	6 334	6 019	5 693	5 930	0,4	↑	5,7	↑	11,7	↑	7,2	↑
Italie MIB	27 068	26 713	25 495	23 856	24 427	1,3	↑	6,2	↑	13,5	↑	10,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 607	7 627	7 335	7 452	7 533	-0,3	↓	3,7	↑	2,1	↑	1,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 846	8 781	8 375	8 417	8 817	0,7	↑	5,6	↑	5,1	↑	0,3	↑

Sources : Bloomberg, Covèa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, la semaine a été très contrastée, avec des écarts de performance en faveur des trois grands pays du nord : Japon, Corée du Sud et Taiwan qui continuent de bénéficier de l'enthousiasme des investisseurs à l'égard des valeurs technologiques. A l'inverse, les pays du sud-est (Indonésie, Malaisie, Singapour, Thaïlande) ainsi que l'Australie ont souffert d'importants flux vendeurs et affichent les moins bonnes performances. Dans le domaine de la transition énergétique, Toyota Motor a décidé de tirer parti des incitations gouvernementales américaines (IRA) pour investir \$2,1 Mds supplémentaires dans sa nouvelle usine de batteries en Caroline du Nord, portant ainsi le montant total à \$5,9 Mds. Le constructeur nippon a également indiqué que les premiers SUV électriques assemblés au Kentucky sortiront des chaînes d'assemblage dès 2025.

Parallèlement, Daikin va investir l'équivalent de \$5,7 Mds (sur trois ans) en Europe (pompes à chaleur) et en Inde (climatiseurs) afin de répondre à la demande croissante de systèmes économes en énergie.

Aux Etats-Unis, les grands indices sont restés bien orientés (+1,8% pour le S&P500 et +2,0% pour le NASDAQ) dans un contexte économique qui continue d'entretenir les espoirs d'une pause dans la politique de hausse des taux directeurs. La résolution favorable des négociations autour du plafond de la dette a permis aux rendements obligataires de se replier (-11bp, à 3,70% pour le bon du Trésor à 10 ans), favorisant les valeurs de croissance, notamment dans les secteurs de la technologie, des services de communication et de la consommation discrétionnaire. L'essentiel des volumes acheteurs est toutefois resté concentré sur les plus grandes capitalisations boursières, les GAFAM et Tesla en particulier. En fin de semaine, les compartiments cycliques ont enregistré un fort rebond, à l'image de l'énergie (malgré le repli de 1,3% du prix du baril), des matières premières et des industrielles. Parallèlement, l'administration américaine s'emploie à renforcer et multiplier ses accords de libre-échange en Amérique latine afin de contrecarrer la montée en puissance de la Chine dans la région (à travers le déploiement d'infrastructures). Les Etats-Unis comptent notamment s'appuyer sur une augmentation des financements octroyés par la DFC (« Development Finance Corporation », agence fédérale pour les pays à revenus faibles et moyens) et une intensification des échanges au sein de l'OAS (« Organization of American States », basée à Washington).

Le Focus de la semaine : Le lithium, un métal très recherché, peut-être trop ...

ExxonMobil vient d'acquérir pour \$100 Mln les droits de forage sur 500 km² en Arkansas (saline de Smackover) censée contenir près de 4 millions de tonnes de réserves de lithium, de quoi permettre la fabrication de batteries pour 50 Mln de véhicules électriques (VE). Ce montant, faible au regard des moyens du géant américain (\$59 Mds de bénéfices en 2022), reflète néanmoins un niveau de valorisation élevé pour un projet encore au stade de l'exploration.

Cet investissement fait écho à ceux de plus de 100 projets miniers, de 200 sites de raffinage et de dizaines d'usines de batteries destinés à sécuriser les approvisionnements de la filière des VE aux Etats-Unis et en Europe, dans un contexte géopolitique marqué par la volonté des gouvernements de contrebalancer l'hégémonie de la Chine : de fait, cette dernière contrôle toutes les étapes de la chaîne de valeur, avec un accès privilégié aux gisements chiliens et australiens, 60% des capacités de raffinage et plus de 80% de la production de composants (anodes et cathodes) et de batteries dans le monde. A l'horizon 2025, le passage d'un marché oligopolistique bien intégré (4 sociétés contrôlant 70% des capacités d'extraction et de raffinage) à un marché très fragmenté (producteurs et raffineurs) se traduira par une hausse sensible des capacités de production et pourrait déboucher sur un équilibre offre/demande beaucoup plus précaire que généralement attendu, notamment en cas de ralentissement de la conjoncture.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	02/06/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 282	4 205	3 919	3 840	4 109	1,8	9,3	11,5	4,2	2,0	9,5	11,5	4,3
Etats-Unis - Dow Jones	33 763	33 093	32 155	33 147	32 900	2,0	5,0	1,9	2,6	2,2	5,2	1,8	2,7
Etats-Unis - Nasdaq	13 241	12 976	11 428	10 466	12 013	2,0	15,9	26,5	10,2	2,2	16,1	26,5	10,3
Japon Nikkei 300	460	451	408	401	409	1,9	12,8	14,8	12,4	2,7	8,5	7,6	5,3
Corée du Sud KOSPI	2 601	2 559	2 349	2 280	2 671	1,7	10,7	14,1	-2,6	2,8	10,2	8,9	-7,6
Chine - Shanghai	3 230	3 213	3 245	3 089	3 195	0,5	-0,5	4,6	1,1	0,4	-3,2	1,4	-5,0
Hong Kong Hang Seng	18 950	18 747	19 248	19 781	21 082	1,1	-1,5	-4,2	-10,1	1,2	-1,2	-4,6	-9,9
Marchés Emergents - MSCI	984	973	945	956	1 061	1,2	4,2	2,9	-7,2	1,3	4,4	2,9	-7,1

sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La réforme de la législation pharmaceutique européenne suffira-t-elle à stopper l'hémorragie ?

Des pénuries d'antibiotiques, de paracétamol, d'ibuprofène ou encore de médicaments solubles pour enfants ont été signalées dans l'ensemble de l'Union européenne (UE) cet hiver - et la sonnette d'alarme est d'ores et déjà tirée pour le suivant. **En France, la Présidente de la commission sénatoriale d'enquête sur la pénurie de médicaments avertissait à la mi-mai que plus de 3 000 médicaments étaient en situation de pénurie**, parmi lesquels de cruciaux anticancéreux et antiépileptiques. Cette période de pénurie rappelle les alertes déjà émises en 2020, année du Covid-19 qui avait révélé les très fortes dépendances des Etats européens aux approvisionnements en médicaments produits à l'étranger, ainsi que les questions de souveraineté associées pour le secteur stratégique de la santé.

A cela s'ajoutent de grandes inégalités d'accès aux médicaments au sein même des pays du bloc européen. Dans un document de travail rendu public fin avril, la Commission européenne souligne que si en Allemagne, 133 des 152 nouveaux médicaments autorisés entre 2016 et 2019 par l'Agence européenne des médicaments étaient accessibles aux patients, les Etats membres où les prix sont plus bas ou dont le PIB est plus faible, tels que la Roumanie, comptaient moins de 50 de ces médicaments disponibles. Le délai d'accès des patients aux médicaments est ainsi beaucoup plus long pour la plupart de ces derniers pays : il faut compter environ deux ans et plus après l'autorisation de mise sur le marché en Roumanie, contre quatre mois seulement en Allemagne.

Dans ce contexte, le « **paquet législatif** » européen, destiné à garantir à tous les patients de l'UE un accès équitable et rapide à des médicaments sûrs et efficaces, tout en renforçant l'attractivité de l'industrie pharmaceutique européenne, était très attendu. La proposition a été résumée comme poursuivant deux séries d'objectifs : d'une part, rendre les médicaments plus disponibles, plus accessibles et plus abordables ; d'autre part, maintenir la compétitivité de l'industrie pharmaceutique européenne, assurer la conformité des médicaments avec le « *Green Deal* » et lutter contre la résistance aux antimicrobiens.

Pour ce faire, **une liste européenne énumérant les médicaments considérés comme « essentiels » sera présentée d'ici la fin de l'année**. Cette liste n'aura pas vocation à créer un système européen de stockage des médicaments essentiels (bien que la Commission se réserve le droit de le créer si nécessaire), mais d'accroître la surveillance de la disponibilité de ces médicaments et de remédier aux vulnérabilités de leurs chaînes d'approvisionnement. Une telle liste est une nouveauté au niveau de l'UE, alors même que l'OMS publie sa liste de médicaments essentiels depuis 1977 et la met à jour au moins tous les deux ans. En France, l'Agence nationale de sécurité du médicament (ANSM) recense déjà les « médicaments d'intérêt thérapeutique majeur » et à la demande du Ministre de la Santé, François Braun, une première ébauche de liste de médicaments « critiques » est née dans le courant du mois de mai.

Des obligations plus strictes envers les fabricants sont également évoquées. Par exemple, **toutes les entreprises pharmaceutiques commercialisant des médicaments dans l'UE devront mettre en place des plans de prévention de pénurie**. A l'inverse, la Commission propose de simplifier le cadre réglementaire afin que les médicaments parviennent plus rapidement aux patients. L'Agence européenne des médicaments (EMA) disposera désormais de 180 jours pour rendre son évaluation, au lieu de 210 jours actuellement. Pour l'autorisation de mise sur le marché, après avis de l'EMA, la Commission aura, là-aussi, un délai réduit, passant de 67 à 46 jours.

Enfin, l'EMA, dont le mandat a été récemment renforcé par les institutions européennes, sera « dotée d'un rôle de coordination renforcé pour surveiller et gérer les pénuries critiques de médicaments au niveau de l'UE à tout moment ». L'Agence sera chargée d'identifier les médicaments pour lesquels la pénurie ne peut être résolue sans une coordination de l'UE, ainsi que de définir les critères d'adoption et de révision de la liste des pénuries critiques. Le texte de la Commission précise par ailleurs que l'EMA travaillera en étroite collaboration avec tous les détenteurs d'autorisation de mise sur le marché et les Etats membres afin de parvenir à une approche coordonnée.

Pourtant attendue, cette proposition de réforme ne fait pour l'instant pas l'unanimité auprès des grandes entreprises du secteur. Tout d'abord, la question de la relocalisation n'est pas directement abordée. Mais la grande nouveauté réside dans l'évolution du système actuel de sorte qu'il s'articule non plus autour d'une protection réglementaire unique pour les brevets, mais autour d'un cadre d'incitations à l'innovation. Autrement dit, la Commission européenne propose une période minimale de protection réglementaire de 8 ans, qui pourrait être prolongée dans les cas suivants: si les médicaments sont lancés dans tous les Etats membres, s'ils répondent à des besoins médicaux non satisfaits, si des essais cliniques comparatifs sont menés ou si une nouvelle indication thérapeutique est mise au point.

La Fédération européenne des associations et industries pharmaceutiques (EFPIA) n'a pas caché son scepticisme, jugeant la disponibilité d'un traitement dans tous les Etats membres comme étant un objectif impossible à atteindre. Une prise de position qui ne sera probablement pas ignorée par le Parlement européen et le Conseil lorsqu'ils auront à voter cette proposition de réforme, dont le calendrier est encore à déterminer.

Andréa Lemaire-Suau

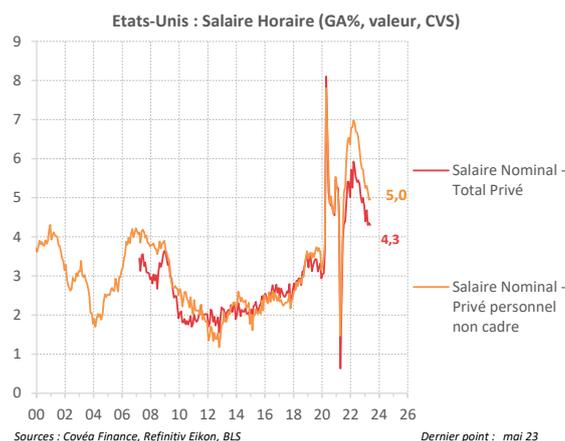
Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le Congrès vote in extremis la suspension du plafond de la dette. Prochain épisode : janvier 2025 »

L'accord bipartisan conclu entre Joe Biden et Kevin McCarthy suspendant le plafond de la dette jusqu'au 1er janvier 2025 a été adopté par le Congrès et promulgué par le Président Biden le 3 juin, deux jours avant la date à laquelle le Trésor américain anticipait ne plus être en mesure d'assurer les paiements de l'Etat fédéral. Selon les estimations du *Congressional Budget Office* (CBO), cette loi permettra de réduire les dépenses fédérales de 64 Mds\$ pour l'année fiscale 2024 (qui débute le 1^{er} octobre 2023), soit environ 0,2% du PIB, puis 43 Mds\$ pour l'année fiscale 2025.



Sur le marché du travail, après trois mois consécutifs de déclin, les offres d'emploi non pourvu ont augmenté de 358 000 en avril, et repassent au-dessus du seuil de 10 millions d'offres à pourvoir, signe d'une demande de main d'œuvre encore forte. Le ratio entre offres d'emploi non pourvu et nombre de chômeurs repasse à 1,8 (1,7 en mars), toujours nettement supérieur au niveau d'avant crise pandémique (autour de 1). En revanche, le taux de démission a poursuivi sa tendance baissière, ce qui suggère une confiance moindre dans la capacité à retrouver un emploi.

Par ailleurs, **le rapport d'emploi de mai publié par le Bureau des Statistiques du Travail (BLS) fait état d'une dynamique toujours solide des créations de postes.** Après 294 000 emplois au mois d'avril (253 000 initialement estimés), l'économie américaine a créé 339 000 nouveaux emplois, un rythme supérieur aux attentes et au plus haut depuis janvier dernier. Les créations de postes ont une nouvelle fois été solides dans l'éducation et la santé (97 000) et les services aux entreprises (64 000). La vigueur des embauches s'est également observée dans le secteur de la construction (25 000) et du transport (24 000). On note toutefois une faiblesse dans le secteur de l'information (-9 000 après 1 000 créations de postes en avril) et le manufacturier (-2 000). Malgré la vigueur des créations d'emploi, le taux de chômage est en hausse à 3,7% (+0,3 point de pourcentage) tandis que le taux de participation demeure stable pour le 3^{ème} mois consécutif à 62,6%. Du côté des salaires, les pressions haussières demeurent présentes mais s'atténuent quelque peu. Le salaire horaire est en hausse de 0,3% sur le mois de mai (après 0,4%), faisant progresser la croissance annuelle à 4,3%. Ce rapport d'emploi confirme ainsi le caractère toujours tendu du marché du travail, en dépit de quelques signaux d'amélioration. Dans ces conditions, la possibilité évoquée par la Réserve fédérale de faire une pause dans le mouvement de resserrement monétaire lors de la réunion des 13-14 juin, apparaît de plus en plus incertaine.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice	mai-23	46,9	47,1	60,7	53,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	mai-23	44,2	53,2	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	mai-23	42,6	45,7	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	mai-23	43,5	44,6	72,9	57,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	avr.-23	25,3	23,2	-3,6	7,3
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	mai-23	102,3	103,7	112,7	104,5
Taux de chômage	% de la pop. active	mai-23	3,7	3,4	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	mai-23	339	294	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	mai-23	4,3	4,4	4,3	5,3

*Du 29/05/2023 au 04/06/2023

Sources : Refinitiv, Covêa Finance

et recule légèrement à 46,9 points, un niveau qui renvoie, à l'instar des indicateurs régionaux précédemment publiés, à une contraction de l'activité manufacturière. La composante nouvelles commandes est particulièrement mal orientée, à 42,6, ce qui suggère une poursuite de la faiblesse de l'activité.

Dans l'immobilier, l'indice des prix S&P Case-Schiller qui mesure les prix dans les 20 plus grandes villes a progressé de 0,5% en glissement mensuel en mars, marquant la première hausse depuis juin dernier. Si en rythme annuel, les prix sont désormais en contraction (-1,2%) en raison d'effets de base défavorables, une certaine stabilisation semble se dessiner sur la période récente.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

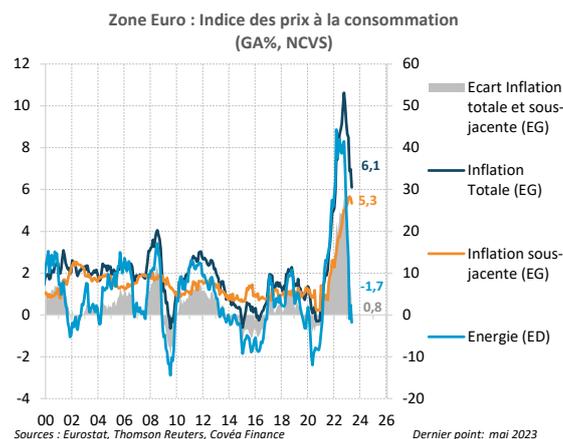


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'inflation sous-jacente diminue dans la zone euro »

L'indice des prix à la consommation de la zone euro est resté stable en mai par rapport au mois précédent, grâce à la poursuite de la baisse de sa composante énergie, mais aussi au ralentissement des prix des services et des produits alimentaires non-transformés. Mesurée sur un an, l'inflation est ainsi revenue à 6,1% le mois dernier, après 7,0% en avril. Les différentes mesures de l'inflation sous-jacente ont aussi diminué, la plus restreinte (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) est revenue à 5,3% en mai, un plus bas depuis le mois de janvier, contre 5,6% le mois précédent. Le mouvement de désinflation est quasiment général et s'observe notamment dans les grandes économies de la zone euro. La progression sur un an de l'indice harmonisé des prix à la consommation est ainsi revenue à 2,9% (contre 3,8% le mois précédent) en Espagne, à 8,1% (contre 8,7%) en Italie, à 6,0% (contre 6,9%) en France ou à 6,3% (7,6%) en Allemagne.



Les statistiques de la BCE montrent que les dépôts continuent à diminuer dans les bilans des banques de la zone euro. Les ménages ont encore réduit leur détention de dépôts à vue en avril, l'excédent par rapport à la tendance pré-Covid ayant désormais disparu. Leurs encours de dépôts à terme de plus de deux ans et les produits à préavis de retrait supérieur à 3 mois ont aussi diminué, mais ils ont continué à stocker une partie de leur épargne liquide dans des comptes à terme court. Au total, la baisse de leurs dépôts totaux est restée limitée le mois dernier. Les entreprises ont eu un comportement similaire le mois dernier. **Au total, les dépôts bancaires ont diminué de près de 300Mds€ depuis le mois de septembre, avec une baisse de plus de 510Mds des dépôts à vue des ménages et des entreprises** (-263 Mds pour les entreprises et -251Mds pour les ménages). Les flux nets de crédits aux agents non-financiers ont été négatifs en avril, la baisse se concentrant sur les prêts à court terme aux entreprises. Pour ces derniers, les flux nets ont été négatifs au cours des sept derniers mois, menant à une baisse de près de 80Mds€ de l'encours de ces prêts à court terme.

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

* Du 29/05/2023 au 04/06/2023

Sources : Refinitiv, Covèa Finance

Le compte-rendu de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE consacrée à l'examen de la politique monétaire (le 4 mai), indique qu'une grande partie de ses membres aurait préféré que les taux directeurs soient encore relevés de 50 points de base. Ils n'ont accepté un mouvement plus limité qu'à la condition que la communication indique clairement que le mouvement était loin d'être terminé et que la baisse de rythme de la hausse des taux directeurs ne préfigurait en aucune manière une « pause » dans le durcissement de la politique. Même si l'antienne de la « dépendance des prochaines décisions de politique monétaire aux données » a encore été répétée, rien -et certainement pas les déclarations de Christine Lagarde ou de M. De Guindos après la publication des statistiques allemandes, françaises, italiennes et espagnoles d'inflation du mois de mai- n'indique que la poursuite du ralentissement des prix à la consommation, et notamment des prix des services, les amène à changer d'avis dans l'immédiat.

En France, la consommation des ménages en biens a reculé de 1,0%, en séquentiel et en volume, en avril. C'est la troisième baisse mensuelle

consécutives et elle porte le recul sur un an à 4,3%. Cette nouvelle baisse reflète notamment une chute de 4,3% des achats de produits pétroliers, mais aussi un recul de 0,6% de biens d'équipement du logement et une nouvelle contraction (la troisième consécutive également) de 1,8% de la consommation de produits alimentaires. En revanche, **en Allemagne, les ventes au détail, en volume, ont rebondi de 0,8% en avril** par rapport au mois précédent, hausse qui a bénéficié aussi bien aux produits alimentaires qu'à la catégorie autres biens. Le rebond est particulièrement important dans la vente par correspondance (+4,9%) sur le mois.

En France, la production industrielle a rebondi de 0,8% en glissement mensuel (GM) en avril, après avoir reculé de 1,1% le mois précédent. L'activité est ainsi en hausse de 1,3% sur un an, alors qu'elle était en léger recul sur douze mois en mars. La production manufacturière a enregistré une hausse séquentielle de 0,7% en avril (+2,8%) sur un an. L'activité de raffinage a nettement rebondi (+23,6% en GM après -45,2% en mars) grâce à l'atténuation de la grève dans le secteur et des blocages de raffineries. Mais la progression est générale sur le mois, seule la production agroalimentaire reculant par rapport au mois précédent (-0,3%), ce qui est à mettre en relation avec le recul de la demande des ménages provoquée par la forte hausse des prix dans ce secteur.

Standard and Poor's a décidé de maintenir la note de la dette publique française à AA/A1+, justifiant sa décision par les récentes mesures et annonces. L'agence de notation a toutefois maintenu sa perspective négative, notamment en raison de l'impact attendu de la faiblesse de la dynamique d'activité sur l'évolution des finances publiques ces deux prochaines années.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

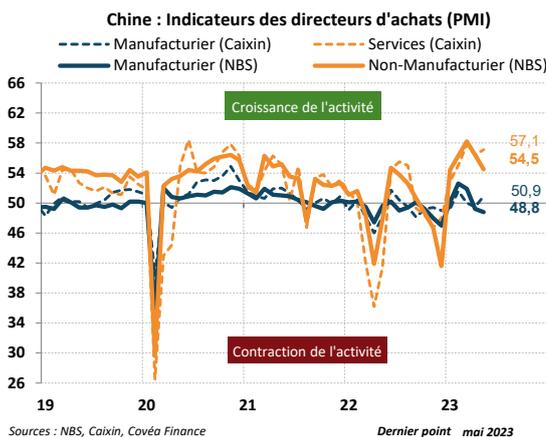
« La reprise chinoise s'essouffle au deuxième trimestre »

L'activité chinoise devrait encore perdre de l'élan en mai selon les indices PMI du Bureau national des statistiques. L'enquête met en exergue le caractère inégal de la reprise, entre le dynamisme des services et la faiblesse de l'industrie. En effet, le PMI non-manufacturier continue d'indiquer une forte expansion de l'activité à 54,5, bien qu'à un rythme nettement moins prononcé qu'en avril (56,4). Cette modération, visible à la fois dans les services et la construction, semble essentiellement refléter le déclin de la demande, en contrecoup de sa forte expansion du début de l'année 2023. Le phénomène de rattrapage de la demande lié à la fin des restrictions sanitaires semble donc s'essouffler en mai. Du côté de l'industrie, l'enquête décrit une contraction de l'activité pour un deuxième mois consécutif avec un PMI manufacturier à 48,8 (après 49,2 en avril). Ce déclin reflète surtout la détérioration des nouvelles commandes, qui est particulièrement

prononcée à l'exportation. La composante « production » de l'indice affiche également une baisse pour la première fois depuis le début de l'année. **Toutefois, une autre enquête PMI, publiée par l'agence Caixin, apporte des indications opposées sur l'état de l'industrie chinoise en mai.** L'indice manufacturier progresse de 1,4 point à 50,9 et décrit ainsi une expansion de l'activité, avec une hausse de la production et de la demande. La divergence des deux enquêtes pourrait éventuellement s'expliquer par le fait que l'échantillon de l'enquête de Caixin concerne davantage les entreprises du secteur privé tournées vers l'exportation. Ainsi, la modération de l'activité manufacturière pourrait surtout refléter l'essoufflement de la demande intérieure qui avait été particulièrement dynamique début 2023 – l'indice PMI manufacturier du NBS avait en effet surpassé l'indice Caixin sur l'ensemble du premier trimestre.

Au Japon, les données d'activité marquent le pas en avril après un solide premier trimestre. La production industrielle a décliné de 0,4% en glissement mensuel après les expansions vigoureuses de février et mars. Dans le détail, la faiblesse s'est concentrée dans des secteurs volatils, dont en particulier la production de métaux et de machines. Des progressions solides ont en revanche été enregistrées au niveau de la production automobile (+1,4% sur un mois), qui poursuit sa normalisation, et les composantes et produits électroniques (+8,9%). Malgré ce recul mensuel, les enquêtes industrielles restent plutôt bien orientées, indiquant la poursuite de la dynamique de redressement sur le reste du deuxième trimestre 2023.

La consommation des ménages japonais perd également de sa vigueur. Les ventes au détail ont reculé pour la première fois depuis novembre 2022, à -



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point mai 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	avr.-23	2,6	2,8	2,8	2,6
	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	avr.-23	5,1	6,9	2,7	2,6
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	avr.-23	0,4	-0,6	5,6	0,1
CH	PMI Non-manufacturier Indice	mai-23	54,5	56,4	52,9	49,1
	PMI Manufacturier Indice	mai-23	48,8	49,2	50,5	49,1

* Du 29/05/2023 au 04/06/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

1,2% en avril en glissement mensuel. Le déclin résulte principalement de la faiblesse des ventes de biens durables avec, en particulier, une baisse de 7,7% des ventes de véhicules sur le mois qui fait suite à deux mois de forte hausse (10,1% en mars et une hausse de 7% en février). L'effet de rattrapage sur les ventes d'automobiles, lié à l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement, semble désormais s'essouffler. Si les ventes de produits électroniques et d'appareils ménagers restent faibles, en contrecoup des acquisitions réalisées durant la pandémie de Covid-19, les ventes sont plus dynamiques dans l'alimentation et les articles liés aux loisirs. Malgré ce recul des ventes, l'indice de confiance des consommateurs continue de se redresser progressivement au Japon, bien qu'il reste loin de ses niveaux d'avant crise sanitaire.

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.