

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

10 juillet 2023

La Bundesbank, un rêve de stabilité...

De l'Allemagne de Bismarck à celle d'aujourd'hui, la Bundesbank, quelle que fût son appellation, a représenté un élément de stabilité pour notre premier partenaire commercial et politique.

Il n'y a pas si longtemps, en 1993, quand la zone euro n'existait pas encore, le président de la Bundesbank, Helmut Schlesinger, réaffirmait la stabilité du mark sur le long terme. Selon lui, le mark assumait une responsabilité majeure dans les développements à venir en Europe et un rôle pilote dans le système monétaire européen. « De la stabilité du pilote dépend la stabilité de la politique anti-inflation de tout le système », affirmait-t-il.

Trente ans plus tard, la zone euro est créée, le mark n'existe plus et l'inflation est à 6,1% en rythme annualisé. Pourtant, en octobre dernier, le président actuel de la Bundesbank, Joachim Nagel, réaffirmait que la stabilité des prix était l'image de marque de la Bundesbank et qu'elle devait le rester.

En 2015, le conseil des gouverneurs de la BCE avait décidé que le programme de rachat d'obligations d'Etat aurait lieu, mettant en minorité la Bundesbank qui s'y était opposée. Celle-ci avait dû se résoudre à acheter, à des taux extrêmement bas, dans le cadre de ce programme, pour 666Mds€ d'obligations d'Etat allemandes et pour 2,7Mds€ d'obligations d'Etats de la zone euro. L'ampleur des achats, associée aux taux d'intérêt inférieurs à zéro de la BCE, a fait grimper le prix des obligations, ce qui signifie que beaucoup d'entre elles rapportent des taux négatifs. La Bundesbank est maintenant prise à revers par l'écart croissant entre les intérêts qu'elle verse aux banques commerciales sur leurs dépôts et ce qu'elle gagne sur les obligations.

La mise en œuvre de la politique monétaire étant décentralisée, le problème provoqué par la forte augmentation du taux d'intérêt de la facilité de dépôt, dans un contexte d'excès encore important de liquidités affecte les Banques Centrales nationales plus que la BCE. Ce coût supplémentaire n'est que partiellement compensé par le retour d'un taux d'intérêt également positif sur les TLTRO.

La Bundesbank a déclaré en mars que les pertes dans les années à venir dépasseraient "probablement" ses 19,2 milliards d'euros restants de provisions et 2,5 milliards d'euros de capital. Cependant, elle dispose de 170 milliards d'euros de réserves d'or et de devises et pourrait reporter toute perte supplémentaire sur ses bénéfices futurs, comme elle l'a fait dans les années 1970. Un porte-parole de la Bundesbank a déclaré que son bilan était "sain même en cas de report de perte", car il disposait d'un "montant considérable de capitaux propres". Mais les finances publiques allemandes seront toujours touchées par les pertes car la banque a cessé de verser des dividendes au gouvernement, privant Berlin d'un flux de revenus s'élevant à 22 milliards d'euros sur la dernière décennie. La banque a déclaré que les dividendes ne devraient pas reprendre avant "une période prolongée".

Les banquiers centraux affirment qu'une banque centrale peut réaliser des pertes. Compte-tenu de leur pouvoir de création monétaire, elles peuvent même fonctionner en situation de fonds propres négatifs. Mais on peut raisonnablement penser qu'une telle situation nuirait à la crédibilité de l'institution...

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	07/07/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,097	1,087	1,016	0,9 ↑	7,9 ↑
€ / £	0,854	0,861	0,845	-0,8 ↓	1,1 ↑
€ / Yen	155,94	157,28	138,17	-0,9 ↓	12,9 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	78	74	105	5,6 ↑	-25,0 ↓
Indice CRB*	552	545	585	1,2 ↑	-5,7 ↓
Prix de l'once d'Or	1 933	1 918	1 740	0,8 ↑	11,1 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 371	8 178	7 823	2,4 ↑	7,0 ↑
Indice Baltic Dry**	1 009	1 112	2 073	-9,3 ↓	-51,3 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	932	954	4222	-2,3 ↓	-77,9 ↓

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

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux

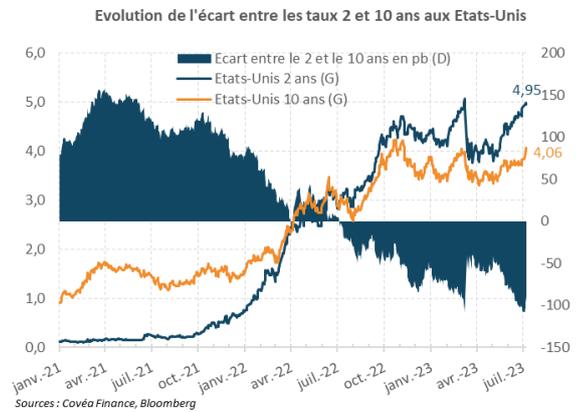


Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les forts mouvements de hausse des rendements sur les dettes souveraines ont été déclenchés par de bonnes publications économiques aux Etats-Unis sur le marché du travail (enquête ADP) et sur les perspectives d'activité dans le secteur des services, reflétant une bonne résistance de l'économie américaine. En chiffres, le 10 ans US a dépassé les 4% (4.09% au plus haut) avant de clôturer à 4.03%, progressant de 20pb sur la semaine. Cela a entraîné l'ensemble des taux 10 ans en Europe : +26pb pour l'OAT à 3.19%, +25pb pour le Bund à 2,64% et +26pb pour le Gilt à 4.65%. Les rendements sont sortis par le haut de l'intervalle de fluctuation dans lequel ils évoluaient depuis la mi-mars. Ils restent toutefois pour le moment (pour OAT, Bund et Tnotes) légèrement en-dessous des points hauts atteints début mars. Des niveaux désormais à surveiller : 3.25% pour l'OAT 10 ans, 2.77% pour le Bund, et 4.09% pour le 10 ans US. Les taux anglais sont eux sur des plus hauts de 15 ans. Deux choses intéressantes à constater dans ces hausses. D'une part, le mouvement s'est fait pour l'essentiel sur les taux réels, les points morts d'inflation n'ont que légèrement progressé et d'autre part, les courbes se sont fortement pentifiées, autrement dit la partie courte des courbes a beaucoup moins réagi.



Le Focus de la semaine : Les performances des marchés de taux à mi-année

Au 30 juin 2023, les performances des différentes classes d'actifs obligataires sont en territoire positif. C'est une bonne nouvelle et une différence notable avec l'année 2022 qui avait vu les obligations enregistrer une des pires performances de leur histoire. La progression de ce semestre ne fait donc que rattraper une petite partie du terrain perdu l'an dernier. Ainsi, l'indice* des emprunts d'Etats de la zone euro affiche une performance de +2.5% après avoir perdu 18.4% en 2022 !

Il est vrai que cette année, la performance provient pour une part importante du coupon de l'obligation et non pas seulement de la variation de son prix, liée à l'évolution des taux d'intérêt.

En considérant les principales catégories d'obligations, on constate que les performances sont assez homogènes mais masquent, dans le détail, des différences importantes.

Ainsi, au sein de la zone euro, l'indice souverain italien surperforme très largement l'ensemble des autres indices nationaux, avec +4.8%, alors qu'à titre d'exemple, l'indice français n'affiche qu'une progression de 1.9%. Cette évolution n'était pas forcément prévisible dans le contexte de hausse de taux et d'arrêt des réinvestissements d'obligations par la BCE.

Par ailleurs, il est intéressant d'analyser les performances dans le contexte de mouvements significatifs intervenus sur les courbes de taux au cours du semestre. Sans surprise, les indices de maturités courtes, qui ont subi les hausses de taux les plus significatives, enregistrent les performances les plus faibles : +0.6% pour l'indice souverain global de maturités 1-3 ans contre +3.40% pour l'indice de maturités 7-10 ans.

Du côté du crédit, dans la catégorie investissement, les performances sont très comparables autour de 2%. Tout juste, note-t-on, une légère sous performance de la sous-catégorie des financières par rapport à l'indice globale (+1.9% vs 2.20%). Là encore, on peut être surpris par la bonne résistance du segment des financières dans le contexte de crise bancaire traversé et d'abondance de nouvelles émissions en amont des remboursements des TLTRO**.

C'est en définitive le segment du haut rendement qui affiche la meilleure performance obligataire à mi-année avec une progression de 4.60% tirée par le segment le plus spéculatif.

*Les indices pris en référence sont les différents indices iBoxx souverains et crédit

**Opération de refinancement à très long terme des banques auprès de la BCE

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	07/07/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y	
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	5,25	5,25	5,25	4,50	1,75	0,00	0,00	0,75	3,50			
BCE - Taux Repo	4,00	4,00	4,00	2,50	0,00	0,00	0,00	1,50	4,00			
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,50	3,50	3,50	2,00	-0,50	0,00	0,00	1,50	4,00			
Banque d'Angleterre	5,00	5,00	5,00	3,50	1,25	0,00	0,00	1,50	3,75			
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	4,06	3,84	3,84	3,87	2,99	22	19	19	107	-89	-2	
Allemagne	2,64	2,39	2,42	2,57	1,32	25	7	7	132	-61	0	
France	3,19	2,93	2,95	3,12	1,86	26	7	7	133	-25	26	
Italie	4,36	4,07	4,10	4,72	3,31	28	-36	105	105	43	34	
Royaume-Uni	4,65	4,39	4,38	3,67	2,09	26	98	256	256	-73	3	
Japon	0,43	0,40	0,39	0,42	0,25	3	1	18	18	47	85	
Crédit												
Indice Itraxx Main	76,7	73,8	76,3	90,6	122,3	3,0	0,4	-13,9	-45,5			
Indice Itraxx Crossover	415,8	399,9	411,0	474,1	606,2	15,9	4,8	-58,3	-190,4			

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

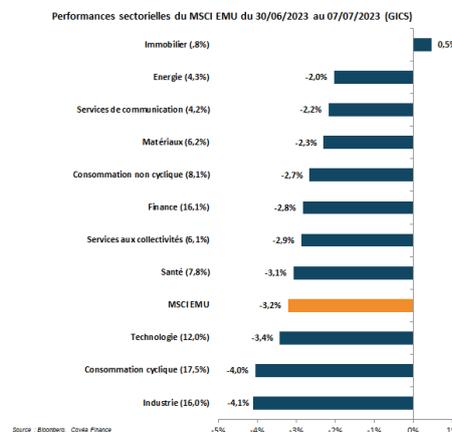
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) affiche un recul de -3.2%, plus forte baisse depuis le 13 mars 2023. Ce recul s'explique par la contraction de l'activité manufacturière dans la zone euro et aux États-Unis.

Le secteur de l'immobilier est le seul secteur positif sur la semaine, bénéficiant d'un apaisement des tensions du marché immobilier dans les pays nordiques. Les forts mouvements de hausse de taux ont été bénéfiques pour le secteur financier (2.8%) qui surperforme l'indice MSCI EMU (-3.4%). Le manque de vigueur de la reprise en Chine et du ralentissement de l'activité en Zone euro pèsent sur les secteurs de la consommation cyclique et de l'industrie en recul de 4%.

En termes de performances géographiques, le CAC40 recule de 3.9% sanctionné par des chiffres décevants dans le secteur des services en France, signalant une contraction de l'activité. L'Espagne n'est pas en reste à -3.6% à l'approche des élections suscitant des incertitudes politiques pénalisant les valeurs liées aux infrastructures et aux services publics telles qu'Acciona (-8.4%) et Acciona Energia (-8.5%).

Enfin depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est en territoire positif (+5.3%) tout comme le MSCI Europe (+5.5%) et le MSCI EMU (+9.4%).



Le Focus de la semaine : Nombreux revirements politiques sur le nucléaire

La crise énergétique a confronté de nombreux pays à d'importants défis : économiques avec la forte hausse des prix de l'énergie, et environnementaux avec le recours aux énergies fossiles entraînant une hausse des émissions de gaz à effet de serre. Ainsi, la souveraineté énergétique des pays, la protection du pouvoir d'achat et la préservation du climat deviennent les enjeux des gouvernements et de l'Union Européenne. Le renchérissement des conditions de financement contraint les Etats à revoir leur trajectoire de bouquet énergétique, parfois au détriment de leurs objectifs climatiques sans oublier les délais administratifs. A mesure que la génération électrique provient d'origine renouvelable, celle-ci étant par nature intermittente le recours au nucléaire devient essentiel pour stabiliser le réseau mais demeure un sujet de débat récurrent notamment pour des questions de sécurité et de gestion des déchets radioactifs.

Pour mémoire, l'énergie nucléaire a pour avantage d'être flexible dans sa production, d'avoir un coût du combustible moins volatile et de favoriser l'indépendance énergétique tout en étant bas carbone.

L'avenir du nucléaire a fait l'objet de nombreux revirements politiques en faveur de la prolongation ou du développement de nouveaux réacteurs. Le Japon a relancé le débat avec la volonté de redémarrer plusieurs centrales après 12 ans d'arrêt à la suite de l'accident Fukushima, puis la Corée du Sud, la Chine et les Etats-Unis via le plan de relance « Inflation Reduction Act ». Plus de 40 ans après avoir voté la sortie progressive de l'énergie atomique, la Suède a abandonné ses objectifs de neutralité carbone en 2045 à partir d'énergies renouvelables en relançant la construction de centrales nucléaires. La semaine dernière Engie et le gouvernement belge se sont entendus sur la prolongation de réacteurs nucléaires jusqu'en 2035 après de multiples négociations sur la gestion des déchets nucléaires. Malgré les atouts économiques de l'atome, son coût d'exploitation devrait être plus important en raison des exigences de sécurité et de l'enfouissement des déchets sur plusieurs milliers d'années.

Après d'âpres débats, le nucléaire a été intégré à la taxonomie européenne visant aussi à favoriser les investissements dans les technologies vertes. La réforme du fonctionnement du marché de l'électricité, les questions de souveraineté et de la compétitivité des Etats sont des enjeux cruciaux dans le cadre de la réorganisation du complexe énergétique mondiale, thématique que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	07/07/23	J-7	26/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	26/06/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	144	149	145	132	124	-3,2	-0,6	9,4	15,9	
MSCI EMU Mid Cap	925	946	924	907	882	-2,3	0,1	2,0	4,9	
MSCI EMU Small Cap	399	403	393	370	351	-0,9	1,5	7,9	13,7	
MSCI Europe	150	155	152	143	139	-3,1	-1,2	5,5	8,0	
France CAC 40	7 112	7 400	7 184	6 474	6 007	-3,9	-1,0	9,9	18,4	
Allemagne DAX 30	6 174	6 392	6 260	5 693	5 255	-3,4	-1,4	8,5	17,5	
Italie MIB	27 778	28 231	27 243	23 856	21 558	-1,6	2,0	16,4	28,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 257	7 532	7 454	7 452	7 189	-3,6	-2,6	-2,6	0,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 496	8 765	8 688	8 417	8 508	-3,1	-2,2	0,9	-0,1	

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 légère baisse. L'Indonésie affiche la meilleure performance sur la période, tirée à la hausse par les valeurs minières après l'introduction en bourse réussie de Amman Mineral (pour plus de 700 millions de dollars), détentrice de la cinquième plus grosse mine de cuivre mondiale. L'Inde poursuit sa dynamique de surperformance récente avec un marché qui continue d'afficher des plus hauts de très longue période. A l'inverse, Hong Kong affiche la plus forte baisse en lien avec la réalisation de nouveaux audits des sociétés chinoises cotées à New York réalisés par le régulateur américain. A cela s'ajoutent les difficultés du promoteur Sino Ocean dans le remboursement de sa dette, aboutissant probablement à une restructuration de celle-ci. Dans la volonté de sécurisation des chaînes d'approvisionnement hors de Chine, nous notons le projet de construction de la part de CATL (leader des batteries chinois) de plusieurs usines de recyclage en Europe ainsi que la volonté de BYD (constructeur automobile chinois) de déployer des capacités au Brésil.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 1.1%, pénalisé par l'intensification des tensions commerciales sino-américaines et les inquiétudes sur la poursuite de resserrement monétaire. La santé et la technologie affichaient les plus fortes baisses, pénalisées par la remontée des taux longs américains. La technologie était aussi impactée par les restrictions chinoises sur certains métaux essentiels à la fabrication de semi-conducteurs. Les matériaux étaient affectés par les inquiétudes sur la croissance chinoise. L'énergie reculait légèrement malgré la publication des réserves de pétroles bruts en baisse et des annonces de coupes de production de l'Arabie Saoudite et de la Russie. Enfin, les services de communications étaient soutenus par Meta après le lancement de son application Threads concurrente de Twitter. Côté sociétés, l'administration Biden pourrait restreindre l'accès des entreprises chinoises aux services d'informatiques dématérialisés des sociétés américaines (comme Microsoft et Amazon), en particulier ceux dédiés à l'intelligence artificielle.

Le Focus de la semaine : La Chine renforce son contrôle sur les exportations de métaux critiques : mise en garde ou franchissement d'une nouvelle étape dans la guerre commerciale et technologique que se livrent les grandes puissances ?

Alors que les annonces de restrictions aux exportations vers la Chine se sont multipliées récemment de la part de plusieurs puissances (les Pays Bas sur les équipements de semis et les Etats Unis sur les puces de dernières générations servant les besoins de puissance pour le déploiement de l'intelligence artificielle), la Chine a finalement décidé de ne plus rester muette sur le sujet. En effet, sous couvert de la protection des intérêts et de la sécurité nationale, les dirigeants chinois ont annoncé mettre en place un contrôle aux exportations de Gallium et de Germanium à partir du 1er août (il s'agit bien de contrôle et non pas d'interdiction d'exportations). Pour rappel, ces métaux sont des coproduits de la production de Bauxite (utilisée dans le processus de production d'alumine, puis d'aluminium) ou de Zinc. Selon une étude de la commission Européenne, la Chine produit et raffine 80% de la production mondiale de ces métaux, très critiques notamment dans la production de batteries pour le véhicule électrique, de panneaux photovoltaïques, d'ampoules LED pour le Gallium, ou de fibres optiques et laser pour le Germanium (notamment utilisés pour l'industrie spatiale et la défense). Dans l'absolu, ces métaux ne sont pas rares sur la planète (étant



des coproduits d'extractions intensives), mais le coût associé à leur production est élevé et le processus peu vertueux d'un point de vue environnemental. Partant de ces constats, plusieurs réflexions s'imposent. Dans un premier temps, la Chine rappelle au reste du monde qu'elle ne restera pas les bras croisés face aux sanctions qui s'intensifient et pèsent sur sa compétitivité à court et moyen terme. Les dirigeants internationaux sont prévenus, et d'ailleurs dans l'ensemble préparés puisque les stocks de gallium des principaux utilisateurs américains sont à plus de 6 mois. Par ailleurs, si la menace est réelle, elle reste pour le moment mesurée et les effets à moyen terme sont plus à trouver dans les conséquences environnementales et financières que la sécurisation de cette chaîne va imposer. Le Japon, le Canada et les Etats Unis disposent de capacités de production et de raffinage... mais les équilibres économiques, notamment en y intégrant les sujets environnementaux, ne seront plus aussi favorables. Un élément à ne pas perdre de vue lorsque les investisseurs se focalisent sur le ralentissement de la dynamique d'inflation à court terme, négligeant le fait que la réorganisation des chaînes d'approvisionnement mondiales ne pourra se faire sans une acceptation d'un coût de production (et donc de ventes) structurellement plus élevé. Un enjeu que nous rappellerons systématiquement dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	07/07/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 399	4 450	4 396	3 840	3 899	-1,2	0,1	14,6	12,8	-1,7	-0,9	11,8	4,8
Etats-Unis - Dow Jones	33 735	34 408	34 122	33 147	31 338	-2,0	-1,1	1,8	7,6	-2,5	-2,1	-0,7	0,0
Etats-Unis - Nasdaq	13 661	13 788	13 591	10 466	11 635	-0,9	0,5	30,5	17,4	-1,4	-0,4	27,4	9,0
Japon Nikkei 300	476	484	486	401	399	-1,7	-2,0	18,8	19,3	-0,7	-1,1	7,0	6,0
Corée du Sud KOSPI	2 527	2 564	2 550	2 280	2 351	-1,5	-0,9	10,8	7,5	-0,6	0,1	4,7	0,0
Chine - Shanghai	3 197	3 198	3 182	3 089	3 356	0,0	0,4	3,5	-4,8	-0,2	-0,1	-3,8	-18,1
Hong Kong Hang Seng	18 366	18 916	18 934	19 781	21 726	-2,9	-3,0	-7,2	-15,5	-3,3	-3,8	-9,7	-21,3
Marchés Emergents - MSCI	981	989	987	956	1 000	-0,9	-0,6	2,5	-1,9	-1,4	-1,6	0,1	-8,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

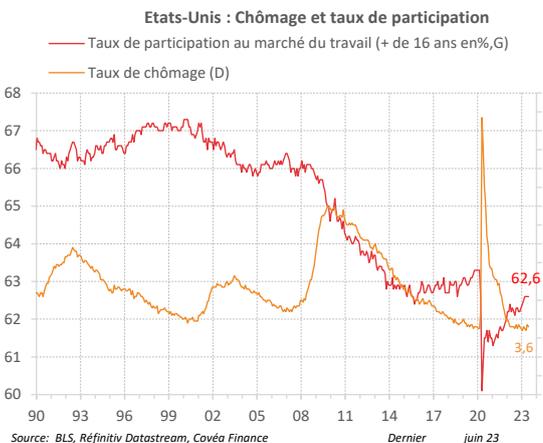
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le marché du travail reste tendu, malgré de moindres créations d'emplois »

Le rapport d'emploi de juin, publié par le Bureau des Statistiques du Travail (BLS), fait état d'un ralentissement des embauches. L'économie américaine a créé 209 000 postes sur le mois, un ralentissement par rapport au mois de mai dont l'estimation a été révisée en baisse (306 000 contre 339 000 précédemment), tout comme le mois d'avril (217 000 contre 294 000). Les créations d'emplois ont une nouvelle fois été solides dans l'éducation et la santé (73 000) tandis qu'elles ont nettement ralenti dans le secteur des services aux entreprises (21 000 après 61 000 en mai). On note par ailleurs une faiblesse dans les secteurs du commerce de gros et de détail (-3 600 et -11 200 respectivement). Le taux de chômage a légèrement diminué, à 3,6%, tandis que le taux de participation est resté stable pour le 3ème mois consécutif à 62,6%. Du côté des salaires, les pressions haussières persistent : le salaire horaire a progressé de 0,4% sur le mois (comme les deux mois précédents), sa croissance annuelle atteignant 4,4%. Ce rapport d'emploi confirme ainsi le caractère toujours tendu du marché du travail, en dépit de quelques signaux d'amélioration.

Par ailleurs, le rapport JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) du BLS signale une légère baisse du nombre d'emplois vacants en mai, qui s'établit ainsi à 9,82 millions. Le ratio entre offres d'emploi et nombre de chômeurs est ainsi revenu à 1,6, mais **il reste toutefois largement supérieur au niveau d'avant crise (autour de 1,2).**



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice	juin-23	46,0	46,9	60,7	53,5
ISM Services	Indice	juin-23	53,9	50,3	62,4	56,1
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	mai-23	-1,0	0,0	19,8	12,5
Taux de chômage	% de la pop. active	juin-23	3,6	3,7	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	juin-23	209	306	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	juin-23	4,4	4,4	4,3	5,3
Importations	Val, NCVS, GA%	mai-23	-7,4	-8,2	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA%	mai-23	-6,9	-6,6	22,9	17,5

*Du 03/07/2023 au 09/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Du côté de la Réserve fédérale, les minutes de la réunion de politique monétaire du mois de juin soulignent que la pause dans la hausse des taux relève davantage d'un ralentissement du rythme de resserrement monétaire. Les membres du FOMC ont convenu que le maintien d'une politique monétaire restrictive demeure approprié, du fait d'une inflation qui reste au dessus de la cible et d'un marché du travail toujours tendu. Néanmoins, la décision de ne pas relever le taux directeur en juin n'était pas unanime, puisque « certains » membres ont indiqué qu'ils étaient favorables, ou auraient pu soutenir une hausse de 25 points de base de la fourchette cible du taux directeur.

Les commandes manufacturières s'inscrivent en hausse de 0,3% en glissement mensuel en mai, un rythme inférieur aux attentes après la bonne performance des commandes de biens durables publiées la semaine dernière. La faiblesse concerne ainsi, une nouvelle fois, les commandes de biens de consommation non-durables (-1,2% en glissement mensuel après -0,7% en avril), tandis que les commandes de biens durables ont été légèrement révisées à la hausse à 1,8% en glissement mensuel. Hors matériels de transport, les commandes manufacturières se contractent de 0,5% après une baisse de 0,6% le mois précédent. **En glissement annuel, les commandes manufacturières affichent une baisse de 1,0%.**

L'enquête ISM du mois de juin montre un repli de l'activité dans l'industrie manufacturière, tandis qu'elle se redresse dans les services. L'activité manufacturière américaine s'est contractée en juin pour le 8ème mois consécutif, l'indicateur résumé de cette enquête étant tombé à son plus bas niveau depuis mai 2020, à 46,0 contre 46,9 en mai. En revanche, l'indicateur d'activité dans les services de l'ISM services atteint son plus haut niveau en quatre mois à 53,9. Par ailleurs, l'enquête envoie des signaux encourageants quant à l'évolution des prix. En effet, la composante des prix payés se replie sur le mois, à la fois dans le secteur manufacturier et dans les services.

Le déficit commercial des Etats-Unis a diminué en mai, à 69 Mds\$. Cette amélioration reflète surtout le recul prononcé des importations, en baisse de 7,4% sur un an. Bien qu'à un rythme légèrement moins prononcé, les exportations ont également décliné, à -6,9% sur un an. Sur le mois, les exportations et importations ont principalement baissé au niveau des fournitures et matériaux industriels, des produits alimentaires et du pétrole.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

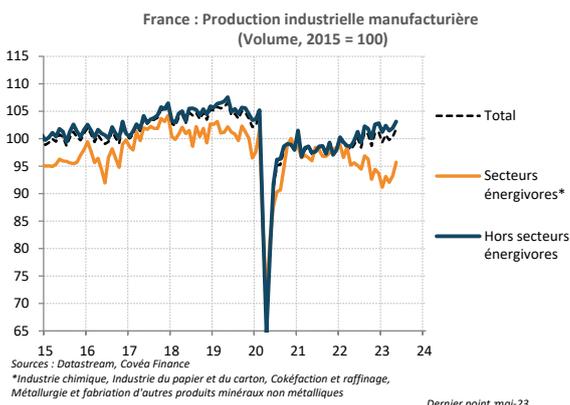


Suivi Macroéconomique

Europe

« Signaux divergents en provenance de l'industrie »

Dans la zone euro, les prix à la production dans l'industrie ont reculé de 1,9% en mai par rapport au mois précédent. C'est leur cinquième baisse séquentielle d'affilée et la septième en huit mois. Ils étaient ainsi en retrait (-1,6%) sur un an, pour la première fois depuis décembre 2020. Le mouvement reste initié essentiellement par la poursuite du recul des prix des produits énergétiques (-5,1% en GM et -13,3% GA), qui se répercute d'abord sur les prix des biens intermédiaires (-1,0% GM et -1,5% GA). Les prix des biens d'équipement (+5,7% sur un an) et des biens de consommation -tant durables (+6,8%) que non-durables (+9,7%)- ralentissent, mais ils conservent un rythme de progression soutenu.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	mai-23	-2,9	-2,7	5,1	0,9
AL	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mai-23	0,9	1,8	4,6	-0,3
FR	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mai-23	2,6	1,7	5,7	-0,1

*Du 03/07/2023 au 09/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La consommation des ménages reste mal orientée dans la zone euro. Les ventes au détail en volume sont restées stables au mois de mai et elles étaient en baisse de 3,5% sur un an. Par rapport au mois précédent, les ventes du segment alimentation, boissons et tabac ont diminué de 0,5% et celles des carburants automobiles de 0,3%, mais les autres produits ont progressé de 0,1%. Sur un an, la baisse est générale et elle reste particulièrement marquée dans l'alimentaire (-3,5%).

L'industrie allemande a envoyé des signaux divers la semaine dernière. Les commandes manufacturières ont bondi de 6,4% en mai par rapport au mois précédent, avec de fortes progressions de la demande domestique et des commandes étrangères, en provenance de la zone euro comme du reste du monde. De la même manière, la progression annoncée était supérieure à 6% en glissement mensuel pour toutes les grandes catégories de biens. Mais Destatis, l'institut allemand des statistiques, précise dans son communiqué que les grands contrats -dans l'aéronautique et dans les biens militaires- ont fortement soutenu cette statistique. Parallèlement, **la production industrielle a reculé de 0,2% sur un mois en mai.** Les écarts restent très importants, notamment dans les évolutions de court terme, d'une branche industrielle à l'autre, mais Destatis précise que les secteurs les plus énergivores ont vu leur production reculer une nouvelle fois en séquentiel en mai, pour se rapprocher de son point bas de la fin de l'année dernière.

En France, au contraire, la production industrielle a progressé encore en mai (+1,2% GM, après +0,8% en avril). La progression est assez générale (seules quatre industries sur dix-huit de la nomenclature publiée ont vu leur production reculer sur le mois). La production industrielle totale était ainsi en hausse de 2,6% sur un an en mai, notamment tirée par l'activité manufacturière (+2,9% GA). Contrairement à l'Allemagne, la production des secteurs manufacturiers les plus énergivores a progressé de 2,8%, en séquentiel, au mois de mai, après avoir déjà augmenté de 1,3% en avril.

Le déficit de la balance des transactions courantes de la France était, en mai, quasiment au même niveau qu'un an auparavant (-9,5Mds€ contre -9,6Mds€). La diminution de près de 4Mds€ du déficit des échanges de biens a été compensée par le recul de l'excédent des services, l'apparition d'un déficit des revenus primaires (pour la première fois depuis 2018) et l'augmentation du déficit des revenus secondaires.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

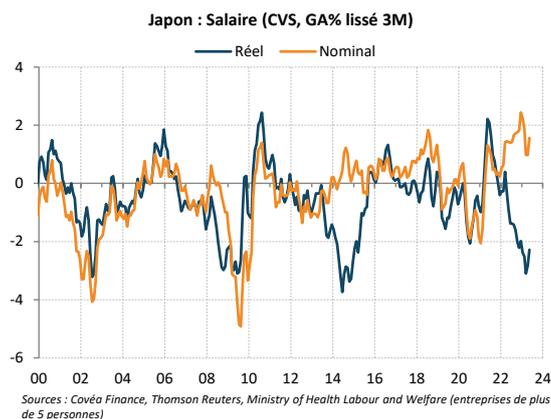


Suivi Macroéconomique

Asie

« La vigueur des salaires japonais devra encore se renforcer pour faire réagir la BoJ »

Au Japon, la dynamique des salaires accélère fortement, reflétant notamment les effets des négociations salariales de printemps. Les salaires totaux ont augmenté de 2,5% en mai en glissement annuel (GA), après seulement 0,8% en avril. Cette accélération reflète en partie la forte hausse des primes (+22,2% en glissement annuel après 0,7% en avril), une composante temporaire et volatile. Toutefois, elle résulte également de la vigueur des salaires contractuels qui progressent de 1,8% en GA, soit un plus haut depuis 1995, après 0,9% le mois précédent. Cet élan reflète les résultats favorables des négociations salariales de printemps qui devraient continuer de tirer les salaires contractuels en juin. Néanmoins, la progression des salaires reste insuffisante pour compenser l'inflation comme l'illustre une évolution toujours négative du salaire réel (-1,2% en GA après -3,2% en avril) pour un 14ème mois consécutif.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juin-23	0,0	0,2	0,9	2,0
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juin-23	0,4	0,6	0,8	0,9

*Du 03/07/2023 au 09/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les salaires bénéficient notamment du redressement économique du Japon, qui se poursuit au deuxième trimestre selon l'enquête Tankan de la Banque du Japon. Le climat des affaires enregistre une amélioration généralisée en juin, mais qui est particulièrement prononcée dans les grandes et moyennes entreprises (indice de diffusion à respectivement 13 et 11 en juin après 10 et 7 en mars) que dans les petites entreprises (5 après 3 en mars). En particulier, les entreprises du secteur non manufacturier rapportent des conditions particulièrement favorables alors que les entreprises manufacturières sont plus mitigées. Après la bonne dynamique du premier trimestre, l'économie japonaise semble donc poursuivre sur cet élan au deuxième trimestre ce qui devrait lui permettre de se rapprocher encore davantage, voire de dépasser, les niveaux d'activité en vigueur avant la crise sanitaire. En particulier, l'enquête Tankan rapporte une hausse prononcée de 11,8% des projets d'investissements en capital des entreprises pour l'année fiscale 2023 alors que cette hausse n'était prévue qu'à 3,9% dans l'enquête réalisée en mars dernier. En effet, les investissements des entreprises japonaises demeurent bien inférieurs à leur niveau d'avant crise ce qui peut impliquer une marge de rattrapage significative. Enfin, l'enquête rapporte des anticipations d'inflation des entreprises toujours très élevées par rapport aux dernières années mais elles sont toutefois légèrement plus faibles que lors de l'enquête de mars dernier.

En Chine, les données de prix continuent de témoigner d'une faiblesse de la demande domestique. L'inflation se modère à nouveau en juin et elle est désormais nulle sur un an. Ce ralentissement reflète un fort déclin des prix des carburants (-17,6% en glissement annuel) et la baisse marquée des prix de la viande de porc (-7,2% en GA), une composante très volatile. Hors alimentation et énergie, la dynamique des prix poursuit également sa modération à seulement 0,4% en GA en juin et semble faire écho à l'essoufflement de la reprise économique observé dans les données d'activité. En outre, les prix à la production s'enfoncent encore davantage dans la déflation avec un recul de 5,4% sur un an, soit la baisse la plus marquée des 7 dernières années dans un contexte de déclin des prix internationaux des matières premières et de l'énergie. Les difficultés du secteur immobilier se répercutent également à la baisse sur les prix des matériaux de construction.

Alors que les préoccupations se renforcent sur la demande chinoise, le Premier ministre évoque un plan de soutien imminent mais sans en préciser le contenu. Selon l'agence de presse d'Etat Xinhua, le Premier ministre Li Qiang aurait déclaré, à l'occasion d'une rencontre avec des économistes, que le gouvernement allait mettre en place un ensemble de mesures « ciblées, complètes et bien coordonnées » pour stabiliser la croissance et l'emploi et prévenir les risques. Si le Premier ministre a indiqué qu'il n'y avait pas de temps à perdre pour soutenir l'activité, il est resté très vague quant à la nature et l'ampleur de ce soutien.

En Australie, la banque centrale (RBA) maintient ses taux inchangés lors de sa réunion de juillet. Pour rappel, elle avait déjà annoncé une pause dans ses hausses de taux en avril dernier, avant de reprendre le cycle de hausse en mai puis en juin, portant le taux à 4,1%. Comme en avril dernier, les banquiers centraux justifient la décision de maintenir le statu quo par une volonté d'étudier les effets des hausses de taux déjà administrées avant d'envisager d'autres mouvements. Le Gouverneur de la RBA, P. Lowe, a en effet indiqué que des hausses supplémentaires pourraient être nécessaires en fonction de l'évolution des données.

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.