

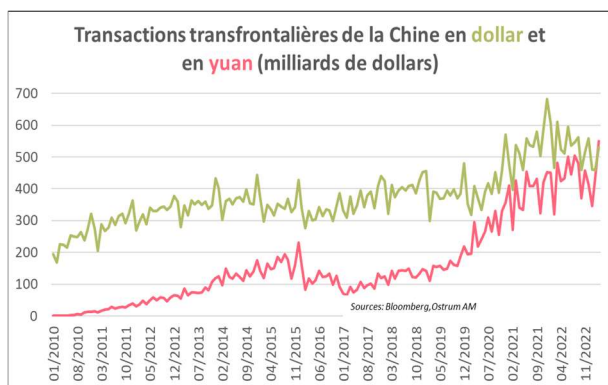
## ● Le thème de la semaine : Le consommateur : nouveau moteur de la croissance chinoise ?

- La reprise post-« Zéro-Covid » est soutenue par la consommation ;
- Sa soutenabilité dépendra de la nature de l'épargne accumulée par les ménages chinois ;
- Et des perspectives sur le marché du travail et du secteur privé ;
- Le verdissement de l'économie permettra le rééquilibrage de la croissance chinoise vers la consommation ;
- Les principaux bénéficiaires seront les pays producteurs de produits agricoles et de métaux dits « verts ».

## ● La revue des marchés : Un marché désorienté

- La Fed et la BCE devraient relever leurs taux de 25 pb cette semaine ;
- Croissance faible en zone euro et aux Etats-Unis ;
- Les actions étales entre risque bancaire et publications solides ;
- Le yen décroche après la réunion de la BoJ.

## ● Le graphique de la semaine



Pour la première fois, le yuan a dépassé le dollar dans les paiements et encaissements transfrontaliers de la Chine. Les transactions transfrontalières ont atteint un record à 549,9 milliards de dollars en mars, contre 434,5 milliards de dollars en février. Le yuan a été utilisé dans 48,4 % des transactions transfrontalières de la Chine, tandis que la part du dollar est tombée à 46,7 % contre 48,6 % un mois plus tôt. La Chine encourage depuis longtemps l'utilisation du yuan dans le cadre de l'internationalisation de sa monnaie. Cependant, l'utilisation du yuan dans le cadre du commerce mondial reste faible. La part du yuan dans les paiements internationaux est passée à 4,5 % en mars, tandis que le dollar représentait 83,71 %.

## ● Le chiffre de la semaine

# 654

Source : Ostrum AM

C'est le nombre de grèves en cours au Royaume-Uni, un record historique depuis 1931.



**Axel Botte**  
Stratégiste international  
axel.botte@ostrum.com



**Zouhoure Bousbih**  
Stratégiste pays émergents  
zouhoure.bousbih@ostrum.com



**Aline Goupil-Raguénès**  
Stratégiste pays développés  
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

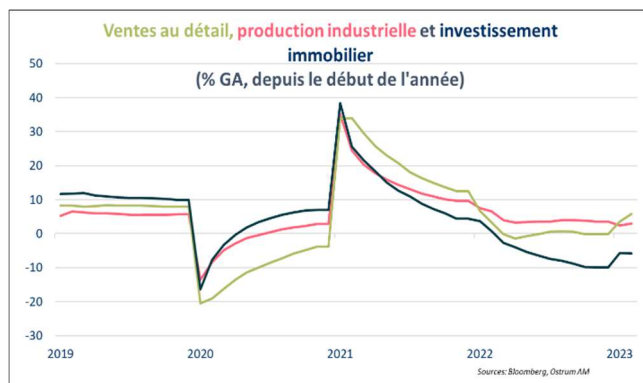
● **Thème de la semaine**

# Le consommateur : nouveau moteur de la croissance chinoise ?

**La reprise chinoise post-« Zéro-Covid » est soutenue par le consommateur. Est-ce le début du rééquilibrage du modèle économique chinois vers la consommation, au détriment de l'investissement ?**

## Une reprise post-« Zéro-Covid » tirée par le consommateur...

Après une année 2022 catastrophique liée à l'idéologie Zéro-Covid, la Chine renoue avec la croissance en 2023. La croissance du PIB chinois a rebondi fortement au T1 à 2,2 % GT, soit 4,5 % GA, soutenue par le consommateur. En effet, sur les trois premiers mois de l'année, les ventes au détail ont progressé de 5,8 % GA, alors que la production industrielle a augmenté de 3 % GA, comme le montre le graphique ci-dessous.



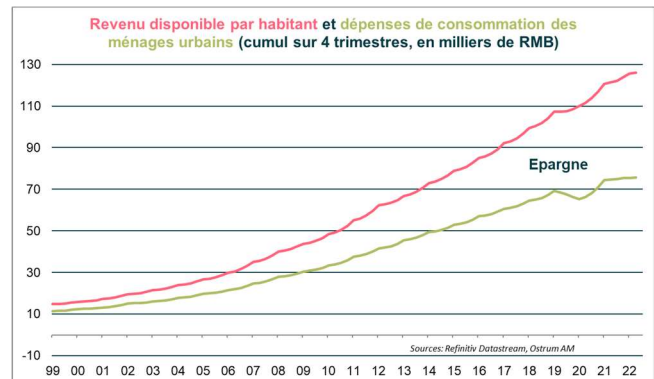
Le détail des ventes au détail suggère qu'il s'agit d'une forme de « revenge shopping » de la part du consommateur chinois. En effet, les plus fortes progressions pour le mois de mars ont été enregistrées dans les postes suivants : vêtements (28 % GA), articles de sport et loisirs (22 % GA), or et bijoux (+ 40,6 % GA).

À noter : l'investissement immobilier s'est stabilisé à - 5,8 % GA sur les trois premiers mois de l'année, reflétant les

mesures de soutien des autorités chinoises au secteur. Les promoteurs immobiliers ont reçu plus de financement, après la répression des autorités qui les avait privés de financement pendant deux ans. La hausse des ventes et des financements va permettre aux promoteurs immobiliers de terminer les projets de construction inachevés, un facteur clé qui a une incidence sur la confiance des acheteurs et qui avait freiné les ventes l'année dernière.

## ... Et dont la soutenabilité dépend de l'épargne des ménages...

La Chine commence donc à voir une reprise du rôle de la consommation comme moteur de la croissance. Ce rebond de la consommation est-il transitoire ou permanent ? La réponse à cette question réside dans la nature de l'épargne accumulée par les ménages chinois durant les trois années d'idéologie Zéro-Covid. Le graphique ci-après montre le revenu disponible par habitant et les dépenses de consommation des ménages.

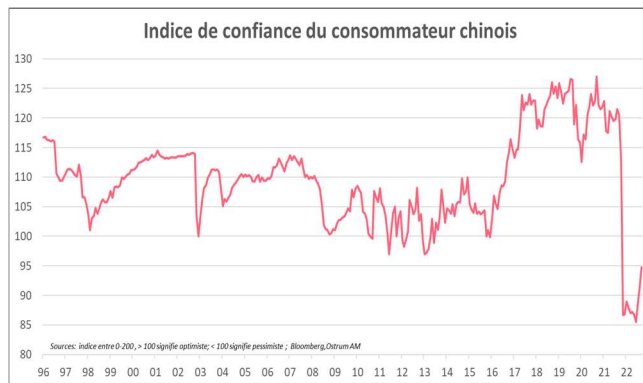


La différence entre les courbes rose et verte peut être assimilée à un proxy de l'épargne des ménages chinois. En 2021, le revenu disponible par habitant a augmenté de 8,2 % par rapport à 2020 et les dépenses de consommation des ménages urbains ont augmenté de 10 % par rapport à 2020, reflétant la fin des premières restrictions de mobilité. En 2022, le revenu disponible par habitant a augmenté de près de 4 %, mais les dépenses de consommation des ménages urbains n'ont augmenté que de 0,3 % par rapport à 2021 ! Les confinements dans les grandes villes chinoises, ainsi que la crise immobilière, ont vraiment pénalisé la consommation chinoise en 2022. Tout l'enjeu réside donc dans cette épargne. La Chine est un des rares pays à ne pas s'être engagé dans une politique de « quoi qu'il en coûte » qui s'est traduite par un stimulus de la consommation.

## L'emploi et le secteur privé : facteurs clés pour restaurer la confiance

Le principal défi de Xi Jinping est de restaurer la confiance...

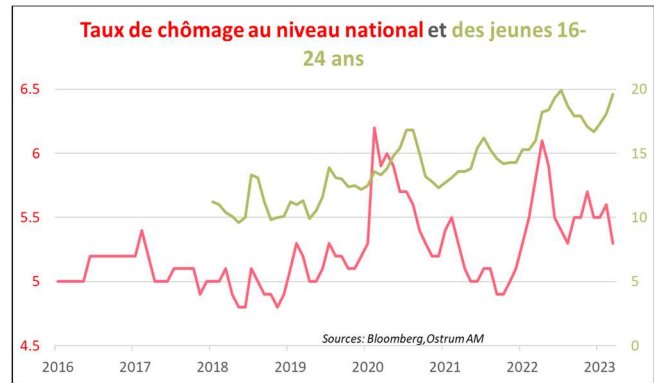
La confiance du consommateur chinois s'est fortement dégradée en 2022, atteignant un plus bas historique en novembre, comme le montre le graphique ci-dessous.



Celle-ci s'est améliorée en début d'année, en lien avec la fin de la politique zéro-Covid et la stabilisation du marché de l'immobilier, mais reste à des niveaux historiquement bas. Un indice inférieur à 100 signifie que le consommateur chinois est pessimiste ; un indice supérieur à 100 est positif. Afin que la reprise de consommation soit soutenable, les autorités chinoises doivent redonner confiance aux ménages.

### ... En donnant un emploi aux jeunes...

Malgré le fort rebond de la croissance au premier trimestre, le marché du travail chinois ne s'améliore pas. Le taux de chômage national a baissé en mars à 5,3 %, mais reste à un niveau encore élevé. Le taux de chômage des jeunes âgés de 16 à 24 ans reste à un niveau historiquement élevé à 19,6 %, comme le montre le graphique suivant.

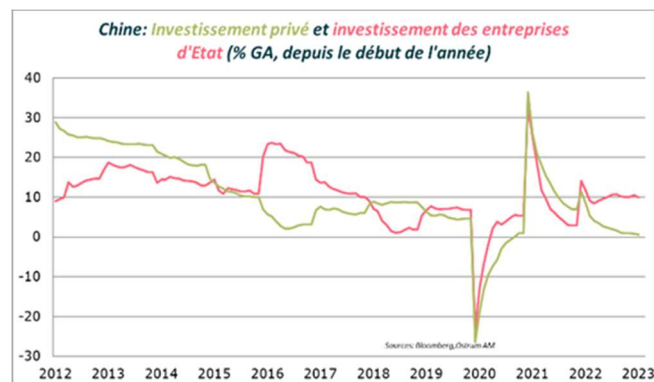


Cette situation sur le marché du travail risque de se détériorer davantage. Cette année, la Chine va enregistrer un nombre record de 11,6 millions de nouveaux diplômés ! Le chômage élevé des jeunes est un risque pour la stabilité sociale du pays.

D'après l'article du Financial Times, « *China urges jobless graduates to 'roll up their sleeves' and try manual work* », les autorités chinoises ont récemment entrepris une campagne télévisée demandant aux nouveaux diplômés universitaires de revoir à la baisse leurs ambitions professionnelles et d'accepter les métiers à faible qualification. Cela explique la colère croissante des jeunes face au manque de mobilité sociale. L'idéologie Zéro-Covid et la répression sur le secteur privé ont pesé sur l'économie chinoise, aggravant encore les inégalités.

### ... Et en soutenant le secteur privé

Le secteur privé est vital pour l'économie chinoise, car il contribue à 60 % du PIB et est responsable de 80 % de l'emploi en Chine. Or, le secteur a été pénalisé lourdement par la répression réglementaire et la politique Zéro-Covid. Le graphique ci-dessous montre la croissance de l'investissement privé et des entreprises d'État.



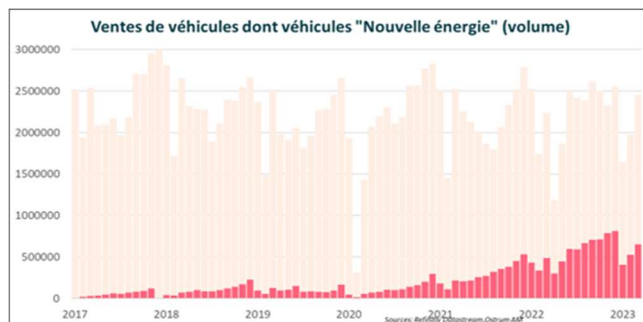
L'investissement des entreprises privées reste atone en mars, affichant une timide progression de 0,6 % GA sur les trois premiers mois de l'année, à comparer à la progression de 10 % GA pour l'investissement des entreprises d'État.

Lors de la réunion du Politburo du mois d'avril, les autorités chinoises ont approuvé de nouvelles lignes directrices pour promouvoir le secteur privé. Ainsi, les barrières institutionnelles, qui empêchent les entreprises privées d'une concurrence loyale sur le marché, devraient être abolies. Pour l'instant, les détails de ces nouvelles directives n'ont pas été publiés. Le rôle croissant des entreprises d'État et l'intervention du gouvernement dans l'économie chinoise privent le secteur privé de règles du jeu équitables. Les risques politiques sont élevés. Les entreprises privées qui sont en difficulté fusionnent, dans la plupart des cas, avec des entreprises d'État, et celles qui grandissent trop vite sont confrontées à un problème de confiance de la part des autorités. Pour redonner confiance au secteur privé, l'État doit accompagner le développement du privé, comme il l'avait fait au cours des deux dernières décennies, en finançant leur essor technologique, mais ne doit pas contraindre.

## Vers un début de rééquilibrage vers la consommation grâce au verdissement ?

La reprise économique chinoise débute à peine. Cependant, des signaux de possible rééquilibrage axé sur la consommation semblent émerger.

Le verdissement de l'économie est un moyen pour rééquilibrer le modèle économique chinois vers la consommation. Le secteur de l'automobile chinois a connu des transformations importantes ces dernières années. Le graphique ci-dessous montre la part des véhicules « nouvelle énergie » dans les ventes de véhicules en Chine.



Les ventes de véhicules « nouvelle énergie » représentent près de 30 % des ventes totales de véhicules en Chine, alors que cette part était de 5 % en 2019. L'agence de notation Fitch Rating prévoit que les véhicules « nouvelle énergie » représenteront 35 % des ventes totales de véhicules en 2023. Cette tendance devrait donc s'accroître au cours des prochaines années. En effet, le rééquilibrage du modèle chinois, vers une croissance plus axée sur la consommation, diminuera l'intensité énergétique du PIB chinois et par conséquent diminuera la demande d'énergie du pays et atténuera sa pression sur sa sécurité énergétique. Selon le FMI, le rééquilibrage peut réduire les émissions de carbone de l'ordre de 15 % d'ici 2050, permettant à la Chine d'atteindre son objectif de neutralité carbone qu'elle a fixé pour 2060. Parallèlement, les politiques climatiques combinées à des investissements plus écologiques permettront de renforcer un essor économique plus écologique de la Chine.

## Conclusion

**La reprise chinoise post- « Zéro-Covid » est soutenue par la consommation. Sa soutenabilité dépendra des perspectives du marché du travail et du secteur privé lourdement pénalisés par la politique « Zéro-Covid » et la répression des autorités. Cependant, la reprise économique chinoise n'en est qu'à ses débuts. Des signaux de rééquilibrage de la croissance axé sur la consommation commencent à émerger, à l'image du verdissement de l'économie chinoise qui devrait s'accélérer. Les pays producteurs de produits agricoles et de métaux devraient être les grands bénéficiaires.**

Zouhoure Bousbih

## ● La revue des marchés

# Un marché désorienté

### Un marché sans direction entre resserrement monétaire, risque bancaire, inflation élevée et publications trimestrielles solides.

Le sentiment de marché est parfois insaisissable, passant de la panique à l'euphorie en à peine 36 heures. Le sort de First Republic (FRC) est entre les mains des régulateurs et des 11 banques qui l'ont soutenu en mars. Les deux camps s'observent en chiens de faïence en espérant minimiser leurs pertes. Puis, quelques statistiques américaines encourageantes et une communication optimiste de Meta ont engendré une accélération haussière du Nasdaq accompagnée par une remontée du T-note vers 3,50%... avant une rechute en fin de semaine et un rebond du dollar, baromètre ultime de l'aversion pour le risque. La non-décision, presque habituelle, de la BoJ amplifie ce repli vers le billet vert. La volatilité implicite des actions demeure faible, ce qui bénéficie transitoirement aux actifs de portage comme le crédit. Les spreads souverains s'élargissent légèrement avec un BTP italien qui tutoie de nouveau les 190 pb.

L'environnement conjoncturel est globalement conforme à nos projections. La croissance américaine ressort à 1,1% au premier trimestre grâce, une fois encore, à la consommation des ménages (+3,7%). Les dépenses de biens durables ont bondi de 16%. L'investissement des entreprises ralentit toutefois (-7% sur l'équipement, +3,8% sur la R&D) et le déstockage retire 2,2 pp de croissance. Cette première estimation ne semble pas intégrer l'amélioration de l'investissement résidentiel au travers du rebond des ventes de maisons neuves. La baisse des importations, qui fait écho au déstockage, sera probablement révisée. L'inflation persistante reste un sujet de préoccupation. Le déflateur de la consommation est à 4%. En zone euro, la croissance s'affiche à 0,2% au premier trimestre avec des divergences entre l'Allemagne, qui connaît une croissance nulle après -0,5% au trimestre précédent, et l'Italie ou l'Espagne plus dynamiques (+0,5%). La France affiche un +0,2% flatteur. La consommation française est limitée par l'inflation encore supérieure aux attentes en avril (+6,9% selon l'IPCH). La dynamique des prix est plus favorable en Espagne (+3,8%) qu'en Allemagne (+7,6% IPCH).

Les Banques centrales se réunissent cette semaine. Le principe de séparation des objectifs économiques et de stabilité financière prévaudra tant que l'inflation restera trop élevée. Pour cette raison, la Fed comme la BCE procéderont à des hausses de taux. Un dernier mouvement de 25 pb fait consensus au FOMC. Le déflateur à 4,2% en mars ou la hausse des coûts du travail (+1,2% au 1T 2023) valident ce resserrement. Le Conseil de la BCE est partagé. Compte tenu de l'inflation sous-jacente et des tensions salariales, Isabel Schnabel penche pour 50 pb, d'autres sont plus

mesurés. Les prix justifient trois hausses jusqu'en juillet sachant que d'autres instruments (QT, TLTRO) contribuent au resserrement. Par ailleurs, la Riksbank (+50 pb) poursuit son effort malgré la récession et le risque immobilier. La BoE navigue à vue avec une inflation à deux chiffres. Au Japon, la BoJ annonce une revue de son arsenal monétaire qui devrait durer 12 à 18 mois. L'inertie japonaise n'est plus à démontrer mais cette décision a refroidi les intervenants anticipant un ajustement rapide de la politique de ciblage du 10 ans.

Le sentiment du marché, pessimiste en début de semaine en raison de l'effondrement de l'action de FRC, s'est retourné à la faveur des publications bien orientées. Les marges bénéficiaires se maintiennent bien mieux qu'attendu dans cet environnement d'inflation forte. Les hausses de prix au détriment des volumes s'avèrent gagnantes dans une économie soumise à de multiples chocs d'offre successifs. La publication de Meta donne un coup de fouet supplémentaire à la technologie américaine qui surperforme depuis le début de l'année. Les grandes valeurs de la technologie reprenaient 3,6% jeudi dernier. En Europe, les bancaires replongent avec FRC et les taux. Les surprises à la hausse sont majoritaires à hauteur des deux-tiers des publications jusqu'ici. Les chiffres d'affaires progressent en moyenne de 7% malgré le fort recul enregistré par le secteur de l'énergie et les matériaux de base.

Sur les marchés de taux, les comptes spéculatifs tentent d'initier un mouvement de hausse. Leur positionnement vendeur sur les contrats à terme est sans précédent. Cela étant, d'autres enquêtes indiquent un positionnement proche de la neutralité. Le 10 ans évolue autour des 3,50% en fin de semaine. La baisse des rendements initiale après la publication de FRC est compensée par la suite par l'inflation élevée. Les Treasuries subissent aussi les tensions politiques au sujet du plafond de la dette. Les Républicains ont voté une résolution permettant un relèvement de 1 500 Mds \$ au prix de contraintes inacceptables pour l'Administration. Ces attermolements politiques impliquent une pression sur les T-bills à 1 mois, avant la date théorique d'un défaut. Cette crise récurrente empêche le Trésor de rallonger sa dette, ce qui entretient l'inversion de la courbe des taux au-delà de 2 ans.

En zone euro, les actions bancaires chutent dans le sillage des tensions sur les swaps spreads. Le Schatz se traite à -80 pb contre swap. A la marge, la réduction de la rémunération des dépôts des gouvernements à la BCE (ESTR-20 pb) pourrait raréfier le collatéral. Parallèlement, l'inflation anticipée recule avec le pétrole et les spreads souverains s'écartent légèrement. Enfin, les spreads de crédit semblent stabilisés malgré des flux moins favorables depuis la fin mars.

**Axel Botte**  
Stratégiste international

• **Marchés financiers**

Emprunts d'Etats	2-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	2.74%	-10	+6	-2
EUR Bunds 10a	2.35%	-3	+6	-22
EUR Bunds 2s 10s	-39.3bp	+7	+0	-19
USD Treasuries 2a	4.11%	+15	+8	-32
USD Treasuries 10a	3.52%	+12	+5	-36
USD Treasuries 2s 10s	-59.3bp	-4	-3	-4
GBP Gilt 10a	3.75%	+6	+26	+8
JPY JGB 10a	0.42%	-6	-8	-6
EUR Spreads Souverains (10a)	2-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	58.87bp	+2	+2	+4
Italie	187.82bp	-1	+2	-26
Espagne	105.21bp	+1	+1	-3
Inflation Points-morts (10a)	2-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.47%	-2	-1	-8
USD 10a Inflation Swap	2.52%	+1	-2	-1
GBP 10y Inflation Swap	3.73%	-9	-18	-18
EUR Indices Crédit	2-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	164bp	+8	-6	-3
EUR Agences OAS	81bp	+4	+5	+2
EUR Obligations sécurisées OAS	91bp	+4	+2	+7
EUR High Yield Pan-européen OAS	503bp	+15	+6	-9
EUR/USD Indices CDS 5a	2-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	84bp	0	-1	-7
iTraxx Crossover	442bp	-4	0	-32
CDX IG	77bp	+0	+1	-5
CDX High Yield	477bp	-1	+4	-7
Marchés émergents	2-mai-23	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	473bp	-22	-11	+21
Devises	2-mai-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$1.097	-0.064	0.615	2.4
GBP/USD	\$1.247	0.484	0.443	3.2
USD/JPY	JPY 138	-2.741	-3.687	-4.7
Matières Premières	2-mai-23	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$78.8	-\$1.8	-\$0.9	-6.365795724
Or	\$1 981.1	-\$16.3	-\$3.5	8.6128
Indices Actions	2-mai-23	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	4 168	0.75	1.43	8.6
EuroStoxx 50	4 345	-0.75	0.69	14.5
CAC 40	7 464	-1.45	1.93	15.3
Nikkei 225	29 158	1.88	3.98	11.7
Shanghai Composite	3 323	0.67	1.54	7.6
VIX - Volatilité implicite	16.45	-12.31	-12.03	-24.1

Source: Bloomberg, Ostrum AM

## Mentions légales

### Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 50 938 997 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – [www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...02/05/2023

### Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**Au Luxembourg:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

**En Belgique:** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

**En Suisse** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



[www.ostrum.com](http://www.ostrum.com)