

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

16 août 2022

Rédacteurs

Gestion — Recherche

## L'or du Rhin

Nouvelle disparition dans le Rhin : cette fois, il ne s'agit pas de l'or volé par le nain Alberich gardé par les trois ondines, ainsi que le narre le compositeur R.Wagner dans le prologue de sa tétralogie, L'Anneau de Nibelung, mais d'un autre trésor : l'eau.

Le Rhin est une autoroute fluviale, le premier fleuve commercial d'Europe. Il relie les ports de mer du Nord, de Rotterdam, et d'Anvers, grâce à un canal, à des zones de production majeures, principalement en Allemagne et en Suisse. Plus de 310 millions de tonnes de marchandises\* transitingent chaque année sur le fleuve, et 80% du fret fluvial intérieur allemand\*\*. C'est une route qu'empruntent de nombreux bateaux, barges, tankers pour le transport de matières premières (dérivés du pétrole, minéraux, sables, charbon, ...), produits chimiques intermédiaires ou finis, engrains, produits alimentaires et produits manufacturés.

Chaque année les niveaux d'eau du fleuve fluctuent. Les pics sont atteints en hiver, l'étiage en automne. Mais cette année, de faibles pluies au premier semestre et des températures élevées cet été engendrent une sécheresse majeure en Europe et l'assèchement du Rhin. Dans certaines zones, les niveaux constatés sont en-deçà de l'été 2018, année durant laquelle, le Rhin avait atteint son point bas historique en octobre. Aux niveaux actuels, les bateaux réduisent drastiquement le poids transporté pour pouvoir encore naviguer. Plus bas, ils ne peuvent plus circuler. Le report saturre les alternatives ferroviaires et routières, lorsqu'elles s'avèrent encore économiquement viable. Les approvisionnements de certaines industries ne sont plus totalement assurés et leurs couts de transport augmentent fortement, ce qui les force à limiter leur production et accroît les tensions sur les chaînes de production. C'est la situation subie par de nombreux acteurs de la Chimie, de la Sidérurgie, du raffinage et de la génération d'électricité, en 2018.

Depuis, une partie des sociétés se sont adaptées : nouveaux bateaux capables de naviguer dans des eaux peu profondes, routes alternatives, assurances conditionnées à des niveaux d'eau. Mais cette sécheresse généralisée en Europe, qualifiée de pire depuis 1976, survient dans un contexte dégradé. Elle risque d'amplifier les crises d'approvisionnement, énergétiques et alimentaires qu'une majeure partie du continent subit, et dont l'Allemagne est une des principales victimes. Les industries affectées en 2018 sont déjà fragilisées. Les producteurs d'électricité qui, faute de gaz, doivent utiliser massivement du charbon, matière abondamment acheminée par le Rhin, et dont les stocks sont bas, vont devoir réduire leur production. Uniper, récemment sauvée par le gouvernement, vient de l'annoncer. L'utilisation du charbon sera en outre plus chère, accentuant la pression sur leurs marges. C'est une très mauvaise nouvelle pour le pays, engagé dans une course contre la montre pour limiter l'usage du gaz et remplir ses réservoirs. D'autant que la Norvège, fournisseur important d'électricité du pays, mais aussi du Royaume-Uni, des Pays-Bas et du Danemark, subit aussi les conséquences de cette sécheresse. Les niveaux d'eau des barrages proches des zones d'export sont trop bas. Les autorités ont donc décidé de conditionner les exportations d'électricité à la remontée de l'eau dans les réservoirs. Risque que les autres producteurs d'hydro-électricité pourraient d'ailleurs connaître prochainement. De quoi aggraver la crise énergétique en Europe et alimenter la hausse des prix de l'électricité qui atteignent des sommets ces derniers jours, notamment en France.

Le Rhin est également un axe de transit pour l'alimentation animale. Or, le conflit en Ukraine a déjà provoqué des pénuries pour les fermiers allemands. L'Allemagne est le principal producteur de lait et de produits à base de porcs de l'Union européenne, le deuxième pour le bœuf selon Eurostat. De nouvelles difficultés d'approvisionnement pourraient amputer les rendements de production, ce qui amplifierait la crise actuelle, et pousserait à la hausse les prix alimentaires et l'inflation en Europe.

\* selon la Commission Centrale pour la navigation sur le Rhin

\*\* selon l'association fédérale pour la navigation intérieure en Allemagne (BDB)

**Jacques-André Nadal**

Responsable du Pôle Gestion Actions Europe



# Analyse de l'évolution des marchés

## Analyse de l'évolution des marchés

### Obligataire : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

Le mois de La semaine a été principalement marquée par les chiffres d'inflation aux Etats-Unis, qui sont sortis plus faibles qu'anticipé. Les attentes du marché de hausse des taux par la Réserve Fédérale pour le mois de septembre ont baissé, passant de plus de 75pbs à 60pbs. Les taux courts ont suivi la même direction avec un taux 2 ans américain en baisse de 15pbs sur la nouvelle, mais de seulement de 4pbs sur la semaine à 3.18%. Les rendements souverains à 10 ans sont également en légère baisse sur la semaine à 2.78% aux Etats-Unis et à 1.47% en France. La pente entre le 2 ans et le 10 ans américains a légèrement augmenté mais reste toujours inversée à -40pbs.

Alors que le marché primaire est quasiment à l'arrêt, avec seulement une émission de 500M€ de Volvo, les primes de risque du marché du crédit ont continué leur resserrement initié mi-juillet, sur les indices synthétiques comme sur le marché des obligations. Sur la catégorie investissement, elles sont en baisse de 8pbs et sur la catégorie haut rendement de 34pbs. Seul le secteur de la santé s'écarte suite au risque de procès visant notamment Sanofi et GlaxoSmithKline pour avoir commercialisé le Zantac, un traitement contre les brûlures d'estomac, qui s'est révélé contenir une impureté potentiellement cancérogène. L'écart de rendement par rapport au souverain de l'obligation Sanofi 2029 a augmenté de 18pbs mais reste sur un niveau très bas de 9pbs.

#### Le Focus de la semaine : La Banque Centrale Européenne face à l'augmentation du coût de la dette italienne

La Banque Centrale Européenne a publié début août les données concernant ses programmes d'achat sur les mois de juin et juillet. Comme annoncé, la taille du bilan n'augmente plus, seuls les remboursements ont été réinvestis. Les achats nets sont de -705M€ sur les deux mois pour le programme lié à la pandémie et de -1114M€ sur le mois de juillet pour le programme d'achats du secteur public. Les chiffres mettent surtout en lumière comment la Banque Centrale est prête à utiliser toute la flexibilité offerte par les remboursements en termes d'allocation aux différents pays : pour le programme lié à la pandémie, les achats nets sont positifs de 17Mds€ pour l'Italie (9.8Mds€), l'Espagne, le Portugal et la Grèce et négatifs de 18Mds€ pour l'Allemagne (14.3Mds€), la France et les Pays-Bas. Le même phénomène est constaté dans une moindre mesure sur les autres programmes.

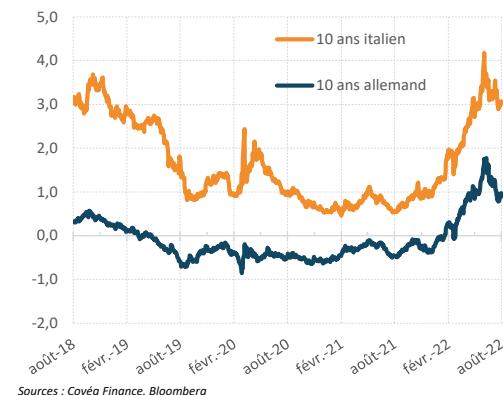
Cette flexibilité, ainsi que l'annonce de la mise en place de l'Instrument de Protection de la Transmission (IPT) qui permettra des achats d'obligations souveraines afin de « lutter contre une dynamique de marché injustifiée », a permis à la prime de risque liée à l'Italie de rester contenue, malgré la démission de Mario Draghi et les incertitudes politiques. L'écart de rendement entre les taux 10 ans italien et allemand n'a pas dépassé le niveau de 240pbs du mois de juin qui avait provoqué la réunion exceptionnelle de la BCE sur la mise en place de l'IPT.

En Italie, les élections auront lieu le 25 septembre. L'issue est encore très incertaine, mais le prochain gouvernement risque d'être moins favorable à l'Union Européenne et peut être, même si cela reste très hypothétique, de ne pas respecter les étapes importantes pour la mise en place du plan de relance pour l'Europe. Dans ces conditions, le soutien apporté à l'Italie par l'Union Européenne via les emprunts mutualisés et celui par la Banque Centrale via un potentiel IPT pourraient être remis en question.

Par ailleurs, les programmes d'émissions des Etats de la zone Euro vont encore être importants d'ici la fin de l'année, de l'ordre de 350Mds€ dont environ 100Mds€ pour l'Italie alors que les achats bruts de la BCE vont être moins importants.

La détermination de la BCE à maintenir la prime de risque de l'Italie sur des niveaux qu'elle considère acceptables pourrait donc être mise à l'épreuve par les marchés d'ici la fin de l'année.

Evolution des taux 10 ans italiens et allemands



Marie-Edmée de Monts de Savasse

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)			Pente* (en pbs)	
	12/08/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y
Taux directeurs										
Réserve Fédérale Américaine	2,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,00	0,75	2,25	2,25	
BCE - Taux Repo	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,50	0,50	
BCE - Taux Facilité de dépôt	0,00	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,50	0,50	0,50	
Banque d'Angleterre	1,75	1,75	1,25	0,25	0,10	0,00	0,50	1,50	1,65	
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	2,83	2,83	3,16	1,51	1,36	0	-32	132	147	-42
Allemagne	0,99	0,96	1,64	-0,18	-0,46	3	-65	116	145	39
France	1,55	1,49	2,18	0,20	-0,13	5	-63	135	167	105
Italie	3,07	3,02	3,55	1,17	0,54	5	-48	190	253	171
Royaume-Uni	2,11	2,05	2,50	0,97	0,60	6	-39	114	151	8
Japon	0,19	0,17	0,25	0,07	0,03	2	-6	12	16	27
Crédit										
Indice Itraxx Main	91,9	102,3	111,5	47,8	46,1	-10,3	-19,6	44,2	45,8	
Indice Itraxx Crossover	462,6	518,7	552,3	241,7	232,2	-56,0	-89,7	220,9	230,4	

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Analyse de l'évolution des marchés

### Actions Europe : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, Les marchés actions européens sont en hausse de 1.4% (MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) sur la semaine en raison d'apaisements des craintes liées à l'inflation notamment outre-Atlantique et à l'espoir d'un resserrement monétaire moins strict que prévu par la Réserve Fédérale. Depuis le début de l'année, le MSCI EMU est en recul de 13.0%.

Les secteurs de la l'Energie, l'Immobilier et les Services aux collectivités affichent les plus fortes progressions sur la semaine avec des hausses de respectivement 5.0%, 4.1% et 2.7%.

A contrario, les secteurs des Services aux communications et de la Technologie ferment la marche avec des hausses limitées à respectivement 0.1% et 0.4%. Le secteur de la Santé est en baisse de 3.6%.

Sur le plan des valeurs, les plus fortes hausses hebdomadaires sont la société de paris Flutter Entertainment (+24%), l'assureur-vie Aegon (+12.7%) et le transporteur AerCap (+11.8%) qui ont publié des résultats solides. L'équipementier Knorr-Bremse corrige de 9.0%. Le groupe a publié des résultats semestriels sans surprise mais a fait part d'un message de prudence sur ses activités ferroviaires en Chine. Sanofi abandonne 12.4% en raison de craintes de poursuites judiciaires aux Etats-Unis visant le médicament Zantac (traitement des ulcères et des douleurs à l'estomac) possiblement cancérogène.

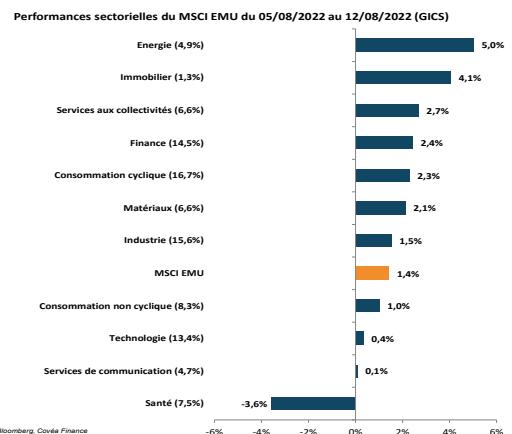
#### Le Focus de la semaine : Quel impact du conflit entre la Chine et Taiwan sur le secteur des semi-conducteurs en Europe ?

Les tensions générées à la suite de la visite de Nancy Pelosi à Taiwan rappellent à quel point l'augmentation du risque géopolitique est un marqueur important de la crise actuelle. Comme nous l'avons décrit dans nos Perspectives Économiques et Financières, cela nous incite à prendre particulièrement en compte dans nos travaux le niveau d'éclatement des chaînes de valeurs des entreprises et la localisation des différents sites de production. Cette situation illustre parfaitement la question de la dépendance de la Chine et du reste du monde à l'égard de Taiwan pour la fabrication de semi-conducteurs.

Pour rappeler les ordres de grandeur, les entreprises taiwanaises ont représenté environ 65% de la production mondiale de semi-conducteurs en 2021 selon la société de recherche spécialisée TrendForce. Le fondateur TSMC à lui seul, fournit plus de 50% de la production mondiale et la plupart de ses sites de production sont basés à Taiwan. Les Etats-Unis et l'Europe en fournissent chacun seulement 10% tandis que la Chine ne produit pour son compte qu'un seizième des composants dont elle a besoin.

Face à cette domination des acteurs taiwanais et face au risque d'une paralysie des sites de production basés à Taiwan, l'Europe a proposé début 2022 un ensemble de mesures, le Paquet législatif sur les semi-conducteurs (European Chips Act), afin de garantir la sécurité de ses approvisionnements et tenter de sauver une partie de sa souveraineté technologique. Parmi celles-ci, la plus emblématique est la mobilisation d'investissements publics et privés pour plus de 43 milliards d'euros ce qui permettrait à l'Europe de représenter 20% de la production mondiale d'ici 2030. Une réponse qui devrait être également soutenue par des partenaires tiers comme Intel qui a annoncé en mars dernier l'installation d'une nouvelle méga usine à Magdebourg en Allemagne pour un investissement estimé à 17 Mds €

La recherche d'une plus grande indépendance vis-à-vis de l'écosystème asiatique est un enjeu majeur pour l'Europe car, même si elle possède certains domaines d'excellence dans la production d'équipements pour les usines de semi-conducteurs avec des champions comme ASML, elle fait preuve de carences importantes par ailleurs. Elle n'a pas aujourd'hui la capacité de produire à grande échelle des composants à forte valeur ajoutée comme les processeurs, élément indispensable au fonctionnement d'un ordinateur, d'un téléphone mobile ou d'un serveur par exemple. Une tâche déjà difficile mais qui pourrait se compliquer davantage si TSMC confirme l'abandon définitif de ses projets d'implantation d'usines en Europe.



Sébastien Duros

Gérant Actions Europe



Actions Europe	12/08/22	J-7	Niveaux			J-7	Variation (en %)		
			22/06/22	31/12/21	T-12 mois		22/06/22	31/12/21	sur 12 mois
MSCI EMU	134,0	132,1	123,8	154,1	152,6	1,4	8,2	-13,0	-12,2
MSCI EMU Mid Cap	944	926	883	1 094	1 095	1,9	7,0	-13,7	-13,8
MSCI EMU Small Cap	376,6	366,6	374,7	487,4	501,4	2,7	0,5	-22,7	-24,9
MSCI Europe	147,7	146,1	135,9	161,7	157,1	1,1	8,6	-8,7	-6,0
France CAC40	6 554	6 472	5 917	7 153	6 882	1,3	10,8	-8,4	-4,8
Allemagne DAX30	5 644	5 553	5 378	6 696	6 737	1,6	5,0	-15,7	-16,2
Italie MIB	22 971	22 587	21 789	27 445	26 558	1,7	5,4	-16,3	-13,5
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 501	7 440	7 089	7 385	7 193	0,8	5,8	1,6	4,3
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 872	8 821	8 227	8 777	8 467	0,6	7,8	1,1	4,8

# Analyse de l'évolution des marchés

## Analyse de l'évolution des marchés

### Actions Internationales : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

En **Asie**, l'Inde affiche la meilleure performance de la région, aidée par de bonnes publications et des données économiques favorables tandis que Taiwan et Corée du Sud bénéficient de rebonds induits par la fin des exercices militaires chinois autour de Taïwan. La bourse chinoise affiche la moins bonne performance, handicapée par la situation géopolitique et les enquêtes pour corruption diligentées contre des partenaires du «Big Fund», le grand fonds d'investissement national destiné à soutenir le secteur des semi-conducteurs. Dans presque tous les pays, les valeurs énergétiques ont été les plus recherchées, en liaison avec la hausse du prix du baril. En revanche, les technologiques ont été délaissées, suite notamment aux messages prudents de plusieurs sociétés de semi-conducteurs (Tokyo Electron, ...). Dans un contexte géopolitique peu apaisé, Taiwan a demandé à Foxconn d'annuler un investissement de 800 M \$ en faveur de Tsinghua Unigroup (leader chinois des semi-conducteurs) tandis que CATL (leader des batteries pour véhicules électriques) annonçait 8 Mds \$ d'investissements en Hongrie, plutôt qu'en Amérique du Nord, son choix initial.

**Aux Etats-Unis**, Wall Street poursuit son rebond (+3,3% pour le S&P500 et +3,1% pour le Nasdaq), portée par des statistiques d'inflation moins fortes que prévu et un regain d'optimisme des investisseurs à l'égard d'une possible inflexion de la politique monétaire. En termes sectoriels, les secteurs les plus cycliques ont surperformé l'indice général : +7,1% pour l'énergie, +5,1% pour les matières premières et +5,5% pour les valeurs financières. A l'inverse, les compartiments de croissance ont été moins recherchés : +2,4% pour la technologie, +1,6% pour la santé et +1,2% pour la consommation courante. Au cours des derniers jours, quatre leaders américains de semi-conducteurs ont revu à la baisse leur prévisions de croissance 2022 : AMD et Nvidia ont mentionné un affaiblissement de la demande de cartes graphiques destinées aux PC et consoles de jeux vidéo ainsi que des tendances plus mitigées sur le marché des «Data Centers» (allongement des cycles de ventes). Parallèlement, Micron et Intel ont fait état d'ajustements de stocks chez les fabricants de PC et de smartphones et confirmé un risque accru dans les segments «Data Centers», automobile et industrie ...

#### Le Focus de la semaine : Les ambitions climatiques de l' « Inflation Reduction Act »

Le 12 août après plus d'un an de négociations, un plan intitulé Inflation Reduction Act (loi sur la réduction de l'inflation) a été adopté par le Congrès. Il constitue le plus important plan d'investissement climatique de l'histoire américaine. Ce plan devrait permettre aux États-Unis de respecter leurs engagements de réduction des émissions de gaz à effet de serre de moitié d'ici à 2030. Ces mesures viennent compléter les mesures dédiées au changement climatique déjà incluses dans le plan de modernisation des infrastructures voté au 4T 2021 par le Congrès. Ce plan prévoit notamment que le crédit d'impôt pour la production d'énergie éolienne soit prolongé de plus de 10 ans et sans réduction de l'avantage fiscal au fil des ans comme ce fut le cas à partir de 2020. Le solaire bénéficie également d'un crédit d'impôt pour la production pour la première fois, dans des conditions similaires à celles de l'éolien. Sur le papier, le montant de ce crédit peut sembler faible à 3\$/MWh, mais peut-être sensiblement plus élevé si l'on tient compte d'autres facteurs (prise en compte de l'inflation et du contenu national...) et stimuler fortement le développement de l'énergie solaire qui continue également de bénéficier du mécanisme de crédit à l'investissement à hauteur de 30%, prolongé pour 10 ans. Au-delà des énergies renouvelables, pierre angulaire de la transition énergétique, le plan fait également la part belle au nucléaire et à l'hydrogène. En effet un crédit de production de 10 ans est mis en place pour l'hydrogène à faible teneur en carbone (hydrogène vert) et serait applicable à toutes les installations en construction d'ici 2032. Pour le nucléaire, un crédit d'impôt à la production est également instauré, permettant aux producteurs indépendants de vendre leur électricité à un prix attractif tout en continuant à investir pour améliorer la qualité des installations existantes. Ce plan donne clairement aux acteurs américains les moyens d'investir afin d'assurer la transition énergétique à long terme. A court terme, les Etats-Unis peuvent compter sur l'abondance des ressources gazières du pays ainsi que sur celles de son voisin canadien pour réduire les émissions de gaz à effet de serre liées à l'activité sans pour autant la contraindre, le gaz étant nettement moins émetteur de CO2 que le charbon pour la production électrique. Des acteurs américains tels que Nextera, AES, Constellation Energy, Enphase, SolarEdge seront les premiers bénéficiaires de ce plan. Des acteurs européens présents sur le sol américain devraient également en profiter, tels que Vestas, Orsted...

Evolution des indices Global Clean Energy et S&P 500 (en USD, depuis le 31/12/2021)



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Sophie Pons

Adjointe Gestion Action Monde & Emergents



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)					en €			
	12/08/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	J-7	en devise locale	31/12/21	sur 12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois	
Etats-Unis - S&P500	4 280	4 145	3 760	4 766	4 461	3,3	13,8	-10,2	-4,1	2,5	17,2	-0,5	9,7	1,1
Etats-Unis - Dow Jones	33 761	32 803	30 483	36 338	35 500	2,9	10,8	-7,1	-4,9	2,2	14,1	3,0	8,7	1,1
Etats-Unis - Nasdaq	13 047	12 658	11 053	15 645	14 816	3,1	18,0	-16,6	-11,9	2,3	21,6	-7,6	0,7	1,1
Japon Nikkei 300	420	413	393	420	420	1,8	7,0	0,1	0,0	2,3	12,6	-4,3	-5,4	-1,1
Corée du Sud KOSPI	2 528	2 491	2 343	2 993	2 534	1,5	7,9	-15,5	-0,2	0,4	9,3	-15,3	1,3	1,1
Chine - Shanghai	3 277	3 278	3 267	3 640	3 278	0,0	0,3	-10,0	0,0	-0,7	3,0	-5,9	10,0	1,1
Hong Kong Hang Seng	20 176	20 202	21 008	23 398	26 518	-0,1	-4,0	-13,8	-23,9	-0,7	-0,9	-4,9	-13,6	-1,1
Marchés Emergents - MSCI	1 017	1 003	994	1 232	1 291	1,4	2,3	-17,5	-21,2	0,6	5,4	-8,5	-9,9	-1,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

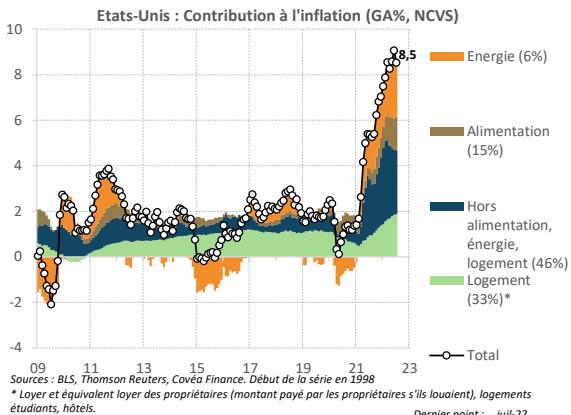
# Suivi Macroéconomique

## Suivi Macroéconomique

### États-Unis

« L'inflation ralentit en raison de la baisse des prix des carburants en juillet »

**Les pressions inflationnistes se sont atténuées au mois de juillet.** Sur le mois, l'indice des prix à la consommation est resté stable, après une hausse mensuelle de 1,3% en juin. Cette stabilité des prix reflète la baisse des prix des carburants, qui diminuent de 7,7% en juillet en glissement mensuel, tandis que les prix de l'alimentation et du logement sont eux en hausse de 1,1% et 0,5% respectivement. En glissement annuel, on note également un ralentissement des pressions inflationnistes, puisque l'inflation s'établit à 8,5% en juillet après 9,1% en juin. Cependant dans le reste de l'économie, les pressions sur les prix se maintiennent, l'inflation sous-jacente ayant atteint 5,9% en juillet, un niveau similaire à celui enregistré en juin. Même si ces chiffres sont meilleurs que prévu, il est encore trop tôt pour affirmer que le ralentissement de l'inflation se maintiendra dans les prochains mois, puisque certains facteurs qui pourraient alimenter la hausse des prix sont encore bien présents dans l'économie américaine tels que les difficultés d'approvisionnement, un secteur immobilier tendu ou encore un marché du travail toujours en tension.



**Malgré le ralentissement de l'inflation, la Réserve Fédérale (Fed) devrait poursuivre son resserrement monétaire selon plusieurs membres du FOMC.** Mary Daly (Fed de San Francisco) a souligné que l'inflation est toujours à des niveaux élevés et bien au-dessus de la cible des 2%, et qu'il est nécessaire que la Fed poursuive son resserrement monétaire afin que le taux directeur atteigne 3,5% d'ici la fin de l'année. Néanmoins, elle est restée prudente quant au rythme du resserrement et estime qu'en raison des incertitudes économiques, une hausse de 50 points de base (pb) en septembre est préférable à une hausse de 75pb. Les Présidents des Fed de Chicago et Minneapolis ont également tenu des discours en faveur du resserrement monétaire. Charles Evans (Chicago) estime que la Fed devrait porter son taux à 3,5% d'ici la fin d'année et 4% d'ici fin 2023 tandis que le gouverneur Neel Kashkari (Minneapolis) a une vision encore plus restrictive, puisqu'il a déclaré que le taux directeur devrait augmenter de 150pb d'ici la fin d'année pour limiter les pressions inflationnistes, même si une hausse aussi rapide des taux pourrait pousser l'économie américaine en récession selon lui.

**L'optimisme des petites et moyennes entreprises a légèrement augmenté en juillet selon l'indice NFIB.** La confiance des PME s'est légèrement améliorée en juillet pour la première fois depuis décembre 2021,

puisque l'indice s'établit à 89,9 après 89,5 au mois de juin, même s'il s'agit d'un niveau encore bien en-dessous des moyennes historiques. Cette amélioration de la confiance s'explique notamment par la baisse des prix des carburants et des offres d'emplois qui sont devenues légèrement plus faciles à pourvoir en juillet. En effet, 49% des PME n'arrivaient pas à combler leurs offres d'emplois en juillet, soit un point de pourcentage en moins par rapport à juin. Néanmoins, il s'agit d'un niveau qui demeure élevé et qui souligne des tensions toujours persistantes sur le marché du travail. Par ailleurs, l'inflation continue d'être au cœur des préoccupations, puisque 37% des entreprises estiment au mois de juillet que la hausse des prix est leur principale problématique, un chiffre qui n'avait jamais été aussi haut depuis la fin des années 70. **Concernant les ménages, l'indice de l'Université du Michigan de confiance des consommateurs a légèrement augmenté.** L'indice s'établit à 55,1 points pour l'enquête du mois d'août, soit un peu plus de 5 points au-dessus du plus bas historique observé en juin. La composante situation future s'est améliorée tandis que les anticipations d'inflation à 5 ans ont légèrement diminué, passant de 5,2% en juillet à 5% en août.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



# Suivi Macroéconomique

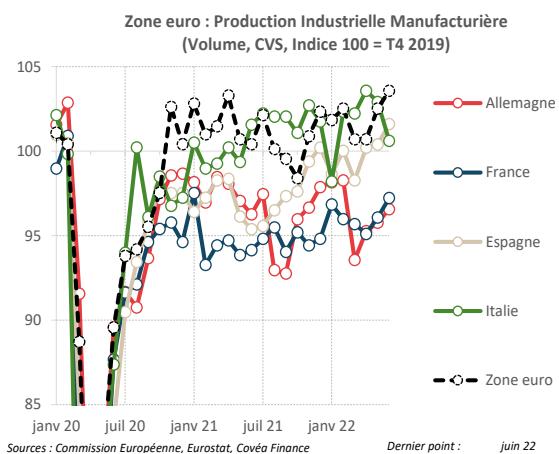
## Suivi Macroéconomique

### Europe

« L'industrie allemande devrait rester affectée par de nombreux vents contraires »

**En zone euro, l'industrie conserve une croissance solide en juin.** La production industrielle (hors construction) a progressé de 0,7% en glissement mensuel après 2,1% en mai. Dans le détail, cela reflète principalement la poursuite de la dynamique de la production de biens d'équipement (+2,6%) et, dans une moindre mesure, d'énergie (+0,6%) alors que les productions de biens durables (-0,6%) et surtout non-durables (-3,2%) sont en baisse. Toutefois, cette dynamique reflète encore la forte croissance mensuelle de la très volatile production industrielle irlandaise (+6,7% après déjà +33,9% en mai), loin devant les dynamiques française (+1,3%), espagnole (+1%) et allemande (+0,6%). L'Italie, en revanche, voit sa production industrielle se contracter de 2,1%. La production manufacturière augmente quant à elle de 1%

en rythme mensuel en zone euro mais elle demeure toujours en dessous de son niveau d'avant crise en France et en Allemagne. D'un point de vue prospectif, l'industrie allemande devrait pâtir dans les prochains mois du recul des nouvelles commandes signalé dans l'enquête PMI du mois de juillet ainsi que du faible niveau du Rhin et des restrictions d'approvisionnement qui en résultent. Si le niveau poursuit son déclin, les livraisons par voie fluviale pourraient être intégralement interrompues.



Sources : Commission Européenne, Eurostat, Covéa Finance

Dernier point : juin 22

**En Allemagne le gouvernement a mis en place une taxe sur le gaz de 2,419 centimes par kWh qui s'appliquera à partir du 1er octobre sur la consommation des ménages et des entreprises.** Cette mesure devrait compenser les pertes des importateurs qui font face à la hausse des coûts d'achat du gaz sans pouvoir les répercuter aux consommateurs finaux. Cette taxe intervient dans un contexte de fortes tensions sur les approvisionnements de gaz, le président de l'Agence fédérale des réseaux ayant mis en garde contre un risque de rationnement de gaz en hiver si l'Allemagne n'arrivait pas à réduire sa consommation de 20%.

**En Italie, la coalition de droite mène dans les sondages alors que la gauche se divise.** En vue de l'élection générale italienne du 25 septembre prochain, l'alliance composée des partis d'extrême droite Frères d'Italie et Ligue du nord ainsi que du parti de centre-droite de Silvio Berlusconi Forza Italia semble en position de force pour succéder au gouvernement d'union nationale mené par Mario Draghi. En particulier, le parti Frères d'Italie, mené par Giorgia Meloni, qui n'avait pas participé au gouvernement d'union nationale, se positionne nettement comme le partenaire majeur de cette coalition avec près

d'un quart des intentions de vote. Si la coalition de droite s'est engagée à maintenir le soutien à l'Ukraine contre la Russie et à approfondir l'intégration dans l'UE en cas de victoire, elle devrait également tenter de réviser les priorités du plan de relance post-pandémie financé par des fonds européens ce qui pourrait provoquer des tensions avec l'UE. De l'autre côté de l'échiquier politique, l'alliance de centre gauche progressiste qui avait été scellée la semaine dernière entre le parti démocrate et le parti Azione a déjà volé en éclat. Le parti Azione s'est en effet retiré de cette coalition en lien avec l'adhésion de partis mineurs considérés comme trop éloignés des idées du parti.

**Au Royaume-Uni, le PIB réel se contracte de 0,1% en glissement trimestriel au T2 2022,** selon la première estimation du Bureau de statistique national (ONS). Ce déclin s'est principalement concentré sur le mois de juin où le PIB a baissé de 0,6% en glissement mensuel, notamment en lien avec les deux jours de congés exceptionnels accordés aux Britanniques pour le jubilé de platine de la reine et le recul des dépenses de santé associé à l'amélioration sanitaire. Dans le détail, la consommation a diminué de 0,2 % et les dépenses publiques ont chuté de 2,9 % alors que l'investissement des entreprises se redresse considérablement (+3,8%) et que le commerce extérieur a été bien orienté. Enfin, le déclin de l'activité en termes réels reflète également l'accélération des prix comme l'illustre la forte progression du déflateur du PIB (+1,1% en glissement trimestriel).

Louis Martin

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Suivi Macroéconomique

### Asie

« L'activité chinoise ralentit alors que les incertitudes géopolitiques et sanitaires se maintiennent »

**Les autorités chinoises ont annoncé la fin des exercices militaires autour de Taïwan mais laissent entendre que l'armée sera désormais plus présente dans la région.** Les forces navales et aériennes chinoises devraient en effet conduire « régulièrement » des exercices et des patrouilles autour de l'île. Les exercices qui se sont tenus du 4 au 10 août avaient été menés en répercussion à la visite de la

présidente de la Chambre des représentants américaine, Nancy Pelosi, sur l'île. L'annonce de leur interruption est intervenue après la visite en Chine de Andrew Hsia, vice-président du Kuomintang – le principal parti d'opposition taïwanais qui est considéré comme relativement favorable à Pékin. Cette visite allait toutefois à l'encontre des recommandations du gouvernement taïwanais et pourrait alimenter les divisions politiques à Taiwan sur la question chinoise. En outre, le gouvernement chinois a publié un nouveau Livre blanc pour exprimer sa vision pratique d'un rattachement de Taiwan à la Chine selon le principe « un pays, deux systèmes » déjà employé pour définir le cas hongkongais. Néanmoins, ce nouveau Livre blanc propose désormais moins d'autonomie à Taïwan. En particulier, l'engagement de ne pas envoyer de troupes ou d'administrateurs sur l'île n'est plus présent dans ce document, contrairement aux Livres blancs publiés en 1993 et en 2000. Les autorités taïwanaises ont réagi en rejetant fermement ce modèle. Outre ces préoccupations géopolitiques, la situation sanitaire reste une source d'inquiétude alors que le nombre de cas de Covid-19 est reparti à la hausse début août, principalement en lien avec la progression des contaminations dans la province insulaire de Hainan qui est une des principales zones touristiques en Chine.



Sources : Covéa Finance, National Bureau of Statistics

Dernier point : juil. 22

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PIB	Vol, NCVS, GA%	T2 22	1,0	0,9	-4,7
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	juil.-22	5,7	6,1	2,9
	Total des flux de crédit	GA%	juil.-22	10,7	10,8	13,3
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	juil.-22	3,8	3,9	3,4
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	juil.-22	2,7	3,1	-2,9
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juil.-22	2,7	2,5	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juil.-22	0,8	1,0	0,8

\*Du 08/08/2022 au 16/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

importantes alors que les évolutions sanitaires et géopolitiques ne semblent pas aller dans le sens d'un redressement de la confiance des agents économiques en août. Face à cette dégradation, les pouvoirs publics accentuent leur soutien et en particulier, la Banque Populaire de Chine a annoncé une baisse surprise de son taux MLF (Medium Term Lending Facility) à 1 an à 2,75%. Une annonce qui devrait aussi bénéficier au crédit dont la dynamique s'est également modérée en juillet.

**Les pressions inflationnistes modérées permettent à la PBoC de disposer de marges de manœuvre pour assouplir sa politique.** L'inflation CPI a accéléré à 2,7% en glissement annuel en juillet après 2,5% le mois précédent, reflétant principalement la dynamique des prix alimentaires et en particulier du porc alors que les prix des carburants étaient orientés à la baisse. L'inflation se rapproche ainsi de la cible de 3% de la banque centrale mais les pressions inflationnistes restent bien inférieures à celles observées en Europe et aux Etats-Unis, en lien avec une demande domestique toujours contenue en Chine par les incertitudes sanitaires. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) ralentit en effet à 0,8% en juillet après 1% en juin ce qui devrait permettre à la banque centrale de conserver une politique accommodante. Enfin, notons que l'écart entre les prix à la production et les prix à la consommation continue de se réduire puisque l'inflation PPI a reculé à 4,2% en juillet après 6,1% le mois précédent. Une modération qui reflète notamment le recul des prix internationaux du pétrole et des matières premières ainsi que la baisse des prix des matériaux de construction dans un contexte de faiblesse du marché de l'immobilier chinois.

**Au Japon, le PIB rebondit de 0,5% au T2 en glissement trimestriel mais reste toujours loin de son niveau d'avant crise.** L'activité se redresse ainsi significativement après le déclin de 0,1% enregistré au T1. Cette dynamique a été portée par la consommation (+1,1% en glissement trimestriel), qui a bénéficié de l'amélioration sanitaire, et dans une moindre mesure par l'investissement non-résidentiel (+1,4%). Ces évolutions positives ont fait plus que compenser la contribution négative des variations des stocks sur le trimestre. Néanmoins, le PIB trimestriel japonais demeure toujours inférieur de 1,9% à sa moyenne de 2019 et la perspective d'un recul de la demande internationale au second semestre pourrait encore retarder le retour au niveau d'avant crise.

Louis Martin

Economiste



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.