

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

22 août 2022

Inflation ou croissance ?

La Fed nous dit qu'elle va continuer à relever ses taux directeurs.

Les marchés financiers ne semblent pas le croire : les marchés actions ont fortement rebondi depuis un mois et les taux longs ont reflué de manière considérable.

Les dernières *minutes* de la Réserve fédérale sont là pour attester de ce décalage. Ses représentants ont délivré trois messages importants :

- L'inflation est toujours présente et doit être combattue,
- Le pourcentage de hausse de taux à chaque réunion sera adapté en fonction des données économiques,
- Après avoir atteint le pic de taux, il serait judicieux de ne pas entamer tout de suite une phase de baisse.

Les marchés financiers n'ont voulu retenir dans un premier temps que les éléments suivants :

- Une hausse de 75bps en septembre ne serait pas certaine,
- La Fed régirait vite face à un ralentissement de la croissance afin de protéger l'économie.

Il a fallu l'intervention de James Bullard remettant sur la table la probabilité forte d'une hausse de 75 bps ainsi qu'un chiffre d'inflation annualisé de 10% au Royaume Uni pour que les taux d'intérêt obligataires commencent à se réajuster à la hausse, particulièrement en Europe.

Il est vrai que par le passé récent, la Réserve Fédérale a toujours réagi rapidement à la baisse de la croissance économique ou à un évènement de marché mettant en risque le système financier. Mais, à l'époque, l'inflation n'était pas à des niveaux proches de 9%. La Banque Centrale ne peut donc pas se permettre d'échouer dans cette bataille face à l'inflation en baissant trop tôt sa garde.

Il existe un précédent dans l'histoire. Quand Paul Volcker est devenu président de la FED dans les années 70, il succédait alors à Arthur Burns qui avait sous-estimé (comme la FED en 2021) le risque inflationniste. Paul Volcker s'est donc vu contraint d'adopter une politique monétaire restrictive. Ce qu'on a oublié, c'est qu'il a fait temporairement machine arrière en 1980, pensant avoir terrassé l'inflation. Il a dû par la suite redoubler d'efforts en portant les taux courts au niveau exceptionnel de 19,1% en juin 1981.

Un tel scénario serait très dommageable pour les marchés financiers. Contrairement à Paul Volcker à son époque, Jerome Powell doit donc à la fois combattre l'inflation et gérer les anticipations du marché, la récente baisse des taux longs allant à l'encontre de son action de restriction monétaire.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Lucile Loquès

Directrice du Pôle Actions Internationales



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	19/08/22	22/06/22	T-12 mois	22/06/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,004	1,057	1,168	-5,0	-14,0
€ / £	0,848	0,862	0,856	-1,5	-0,9
€ / Yen	137,56	143,99	128,14	-4,5	7,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	97	112	66	-13,4	45,6
Indice CRB*	589	612	563	-3,8	4,6
Prix de l'once d'Or	1 748	1 834	1 780	-4,7	-1,8
Prix de la tonne de cuivre	8 079	8 773	8 894	-7,9	-9,2
Indice Baltic Dry**	1 279	2 349	3 976	-45,6	-67,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3 430	4 222	2 869	-18,8	20

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Suite aux chiffres d'inflation au Royaume-Uni et à une nouvelle hausse des prix du gaz, les inquiétudes concernant l'inflation sont à nouveau la préoccupation principale du marché. Les taux souverains se sont orientés à la hausse de façon significative. Le taux 10 ans américain, en hausse de 15pbs se rapproche des 3% alors que le taux 10 ans allemand repasse au dessus des 1% à 1.23% en hausse de 24pbs. Les primes de risque se sont écartées, à la fois sur les pays du Sud et sur les obligations du secteur privé. La prime de risque de l'Italie 10 ans est maintenant de 227pbs par rapport à l'Allemagne, en hausse de 19pbs sur la semaine. L'indice de référence synthétique sur le crédit de la catégorie investissement est lui en hausse de 12pbs à 103pbs, de nouveau au dessus des 100pbs. Les volumes sont encore faibles, notamment sur le marché du crédit. De même, le marché primaire sur le crédit d'entreprises connaît des volumes extrêmement faibles.

Le Focus de la semaine : La « People's Bank of China » à contre-courant des autres banques centrales

Alors que toutes les banques centrales du monde montent leurs taux pour combattre désespérément l'inflation, la banque centrale chinoise (PBoC - People's Bank of China) a baissé cette semaine ses taux de référence pour les prêts bancaires, celui à un an est passé de 3.70% à 3.65% et celui à cinq ans, qui sert de référence pour les prêts immobiliers, de 4.45% à 4.30%. Ces baisses font suite à celles de la semaine précédente, où elle avait décidé de baisser de 10pbs le taux de prises en pension inversées à sept jours à 2% et le taux de facilité de prêt à un an à 2.75%.

La deuxième économie mondiale fait face depuis un an à des difficultés économiques liées notamment à la politique zéro Covid menée depuis le début de la pandémie et à la crise immobilière. La dynamique inflationniste liée à la demande intérieure et au marché de l'emploi est faible à la suite des périodes de confinement successives. L'inflation reste ainsi contenue sur des niveaux inférieurs à 3% (cf suivi macroéconomique du suivi hebdomadaire du 16/08/2022). D'après les données publiées par le Bureau National des Statistiques chinois, le secteur de l'immobilier continue à peser sur l'économie avec des ventes au détail en baisse de 7.8% sur un an pour les matériaux de construction et de 6.3% pour l'ameublement, des ventes de logement et des mises en chantier en baisse de respectivement 28% et 44% sur un an. Les difficultés financières des développeurs immobiliers ont abouti à des retards dans les livraisons de logements neufs, amenant certains acquéreurs lésés à « boycotter » leurs remboursements d'emprunt. En continuant à baisser ses taux, 135pbs de baisse des taux d'emprunts hypothécaires depuis le début de l'année, la PBoC essaie de relancer les crédits bancaires et plus globalement son économie.



Dans le même temps, la PBoC a également réduit ses opérations de prêt au système bancaire à un an en ne renouvelant que 400MdsCNY sur les 600Mds arrivant à échéance, soit un retrait de 200 Mds CNY de liquidités. Depuis plusieurs mois, le marché interbancaire fait face à un excédent de liquidités dû à une divergence entre la croissance de la masse monétaire et celle des crédits bancaires. Cette divergence s'explique d'une part par des remboursements de TVA de l'ordre de 2000 Mds CNY depuis le mois d'avril pour stimuler l'économie, qui restent sur le bilan des banques pour le moment, et d'autre part par la croissance faible des crédits bancaires. La demande pour les produits financiers sur le marché interbancaire a, de ce fait, beaucoup augmenté, pesant sur le taux interbancaire à sept jours qui est maintenant à 1.5%, très inférieur au taux de prises en pension inversée à sept jours de la PBoC.

Par ces actions, la banque centrale chinoise essaie donc à la fois de baisser les taux d'emprunts pour favoriser le crédit aux particuliers et aux entreprises et d'augmenter les taux monétaires pour limiter la spéculation sur le marché interbancaire. Les marchés ont réagi par une baisse de 13pbs des rendements des obligations d'Etat à 10 ans de la Chine à 2.62%, au plus bas depuis mai 2020.

Marie Edmée de Monts de Savasse

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	19/08/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
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	2,97	2,83	3,16	1,51	1,24	14	-18	146	173	-26	24
Allemagne	1,23	0,99	1,64	-0,18	-0,49	24	-41	141	172	42	17
France	1,81	1,55	2,18	0,20	-0,14	26	-37	161	195	111	51
Italie	3,50	3,07	3,55	1,17	0,56	43	-4	233	294	174	20
Royaume-Uni	2,41	2,11	2,50	0,97	0,54	30	-9	144	187	-8	30
Japon	0,20	0,19	0,25	0,07	0,02	1	-4	13	19	29	89
Crédit											
Indice Itraxx Main	103,5	91,9	111,5	47,8	47,1	11,6	-8,0	55,8	56,4		
Indice Itraxx Crossover	524,9	462,6	552,3	241,7	237,6	62,3	-27,5	283,2	287,3		

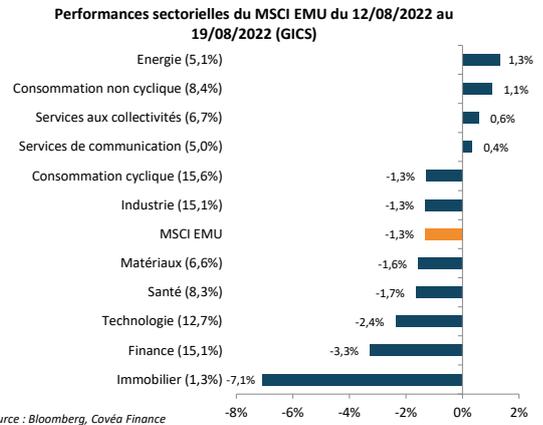
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés

Les marchés européens sont en repli de 1,3% sur la semaine (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire) ce qui porte à -14,2% leur baisse depuis le début de l'année. La configuration sectorielle sur la semaine est très proche de celle depuis le début de l'année à savoir une surperformance des secteurs les moins sensibles au ralentissement de la demande finale et en particulier la consommation non cyclique, les services aux collectivités et les services de communication. Le secteur de l'énergie affiche la meilleure performance hebdomadaire comme annuelle (+14,1% depuis le début de l'année et seule performance positive en valeur absolue). Du côté des baisses, le secteur Immobilier ferme la marche (-7,1% sur la semaine et -30,3% depuis le début de l'année) dans un contexte de hausse de taux et alors même que la confiance des consommateurs au Royaume-Uni ressort au plus bas depuis 1974 pénalisée par une inflation au plus haut sur 40 ans (+10,1% en juillet 2022). Enfin, l'environnement géopolitique reste perturbé que ce soit par la situation en Ukraine ou à Taiwan. En termes de performances géographiques, on notera la surperformance de l'indice MSCI Europe sur le MSCI EMU sur la semaine comme depuis le début de l'année, en raison de la surpondération des valeurs minières et pétrolières au sein de cet indice. Au sein des indices des pays cœurs, le CAC40 poursuit également sa surperformance par rapport au DAX car l'Allemagne reste pénalisée par sa grande dépendance d'approvisionnement au gaz russe.



Source : Bloomberg, Covéa Finance

Le focus de la semaine : capacité d'adaptation des groupes agro-alimentaires à l'inflation

Alors que l'inflation en zone Euro affiche un nouveau sommet en juillet à +8,9% en glissement annuel (contre +8,6% en juin), les groupes européens d'agroalimentaire font preuve d'une solide résistance lors de la publication de leurs résultats pour le premier semestre de l'année. Pourtant concernés au premier chef par l'inflation des matières premières agricoles, en témoignent les records historiques affichés mi-mai par le cours du blé à +54% depuis le début de l'année dans un contexte de sécheresse climatique et de conflit Ukrainien, les groupes agroalimentaires se sont illustrés en répercutant les hausses de prix sans toutefois altérer leurs volumes. Ils ont également fait preuve d'un contrôle strict de leurs coûts opérationnels afin de s'adapter à ce contexte de prix adverse. Ainsi le leader mondial Nestlé publie un chiffre d'affaires en croissance organique de 8,1% pour le premier semestre dont un effet de hausse de prix de 6,5% tout en augmentant ses volumes de 1,7%. Le groupe suisse a su anticiper son repositionnement et ses investissements vers des catégories à plus forte croissance au travers d'un programme dynamique d'acquisitions et de cessions développé au cours des dernières années. Il est notamment positionné sur des segments affichant des taux de croissance soutenus, en particulier la nutrition animale, le café ou les eaux minérales. Concernant le café, le groupe néerlandais JDE Peet's (marques L'Or, Jacobs, Douwe Egberts, Senseo...) se distingue lui aussi avec une hausse de ses prix de 15,9% sur le premier semestre et parallèlement une baisse modérée de 0,2% de ses volumes, une publication saluée par une réaction haussière de 10% de son cours de bourse. Autre exemple, le groupe Danone, pourtant positionné sur des catégories évoluant dans un environnement particulièrement compétitif comme les produits laitiers, a été en mesure d'augmenter ses prix de 6,8% sur le premier semestre tout en augmentant ses volumes de 0,9%. Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous demeurons particulièrement attentifs à la capacité des entreprises à s'adapter et force est de constater que les entreprises de consommation non cycliques viennent d'en faire la preuve, au titre de ce premier semestre, dans un environnement inflationniste particulièrement complexe.

Valérie Maillard

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	19/08/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	132,2	134,0	123,8	154,1	149,4	-1,3	6,8	-14,2	-11,5	
MSCI EMU Mid Cap	928	944	883	1 094	1 087	-1,8	5,1	-15,2	-14,7	
MSCI EMU Small Cap	358,4	376,6	374,7	487,4	493,5	-4,8	-4,4	-26,5	-27,4	
MSCI Europe	146,7	147,7	135,9	161,7	154,3	-0,6	8,0	-9,2	-4,9	
France CAC40	6 496	6 554	5 917	7 153	6 606	-0,9	9,8	-9,2	-1,7	
Allemagne DAX30	5 541	5 644	5 378	6 696	6 664	-1,8	3,0	-17,2	-16,8	
Italie MIB	22 535	22 971	21 789	27 445	25 929	-1,9	3,4	-17,9	-13,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 550	7 501	7 089	7 385	7 059	0,7	6,5	2,2	7,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 899	8 872	8 227	8 777	8 245	0,3	8,2	1,4	7,9	

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

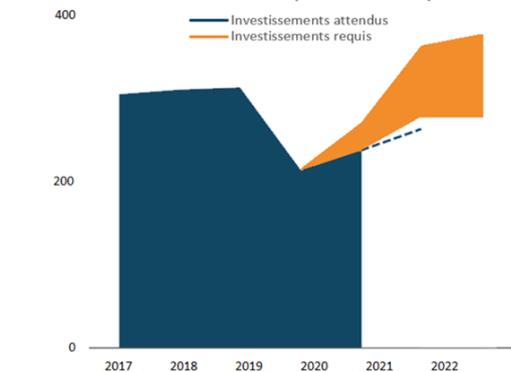
En **Asie**, les marchés ont baissé, affichant néanmoins de grandes disparités géographiques. La hausse des taux américains a globalement pesé sur l'appétit pour le risque actions. On notera que les pays producteurs de matières premières (Australie, Indonésie) et le Japon tirent leur épingle du jeu. Le Japon continue de bénéficier d'un yen faible du fait de données d'inflation ne présageant pas de revirement de politique monétaire. A l'inverse, la Chine figure parmi les moins bons performeurs sur la semaine. Les baisses de taux annoncées n'ont pu compenser les données macroéconomiques dégradées et l'annonce de retrait de la cote américaine de cinq nouveaux ADRs chinois. Parmi les éléments transverses en Chine, notons que Tencent a enregistré, pour la première fois, depuis son introduction en bourse une baisse de ses revenus, tandis que Country Garden, le plus grand promoteur immobilier du pays, a prévenu que son chiffre d'affaires pourrait être en baisse de 70% sur le premier semestre de l'année.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en baisse, pénalisé par la hausse des taux longs américains suite aux commentaires de certains membres de la FED en faveur de la poursuite de la dynamique de resserrement monétaire. En termes sectoriels, les investisseurs ont privilégié les secteurs défensifs, notamment la consommation non cyclique et les services aux collectivités. La consommation de base surperformait l'indice suite aux résultats meilleurs qu'attendus de Walmart. L'énergie rebondissait du fait de la baisse des stocks de pétrole brut américain. A l'inverse, les secteurs cycliques et/ou de croissance sous-performaient comme les services de communication ou les matériaux de base. Parmi les nouvelles transverses, dans la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, notons qu'Apple envisage de produire son Apple Watch et son Macbook sur le sol vietnamien, une première. Enfin, dans la thématique des sociétés technologiques incontournables, Qualcomm souhaite revenir sur le marché des serveurs avec une nouvelle puce avec, comme objectif, la réduction de sa dépendance vis-à-vis du mobile.

Le Focus de la semaine : Un retour des investissements dans les énergies fossiles ?

Lors de la récente présentation des résultats d'Exxon Mobil, la société a insisté sur le sous-investissement chronique de l'industrie du pétrole et du gaz depuis le pic de prix de 2014, le désignant comme principale cause de la hausse des prix du pétrole. Patrick Pouyanné, PDG de Total Energies soulignait également récemment que ce sous-investissement résultait d'une volonté de faire évoluer le modèle de société pétrolière intégrée vers des énergies plus faiblement émettrices de CO2, contraignant les investissements sur le fossile et la capacité à répondre à une demande encore dynamique. En effet, les investissements dans les énergies fossiles traditionnelles (pétrole et gaz) ont chuté de 61% par rapport au pic de 2014 entraînant une réduction de 35% des investissements mondiaux dans l'énergie primaire, de 1,3 trillion \$ en 2014 à 0,8 trillion \$ en 2020 (selon des estimations de bureau d'analyses). Ces dernières années, l'accent a été mis sur la *durabilité* du système énergétique. Malheureusement la croissance globale des investissements dans les énergies renouvelables n'a pas été suffisante pour compenser la chute brutale des investissements dans les énergies fossiles, étant donné la base de production plus faible et l'intensité capitalistique plus élevée par unité de production énergétique. Le récent déclenchement du conflit russo-ukrainien, au-delà d'avoir mis en exergue la forte dépendance des pays européens au pétrole et au gaz russe, est venu perturber un équilibre offre/demande déjà précaire sur le marché de l'énergie mettant l'accent sur le besoin de diversification et de sécurité d'approvisionnement énergétique ; L'accent mis sur la *durabilité* et la *sécurité* énergétique aura comme effet un regain d'investissements pour soutenir une transition énergétique. Pour qu'elle ne s'accompagne pas d'un ralentissement économique trop brutal, des investissements additionnels dans d'autres énergies seront nécessaires (Nucléaire, gaz...). Si nous ne nous attendons pas à ce que l'industrie des hydrocarbures retrouve le niveau d'investissements observé en 2014, nous constatons qu'à court terme une hausse des investissements est en cours, notamment pour le gaz naturel/GNL (visible chez Cheniere, Royal Dutch Shell, Tellurian...).

Décalage entre les investissements et le besoin d'investissements selon Exxon Mobil (en milliards USD)



Sources : Covéa Finance, Exxon Mobil

Sophie Pons

Adjointe Gestion Action Monde & Emergents



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	19/08/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 228	4 280	3 760	4 766	4 406	-1,2 ↓	12,5 ↑	-11,3 ↓	-4,0 ↓	1,0 ↑	18,4 ↑	0,5 ↑	11,6 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	33 707	33 761	30 483	36 338	34 894	-0,2 ↓	10,6 ↑	-7,2 ↓	-3,4 ↓	2,0 ↑	16,4 ↑	5,1 ↑	12,4 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	12 705	13 047	11 053	15 645	14 542	-2,6 ↓	14,9 ↑	-18,8 ↓	-12,6 ↓	-0,5 ↓	21,0 ↑	-8,0 ↓	1,6 ↑
Japon Nikkei 300	422	418	393	420	422	1,1 ↑	7,5 ↑	0,6 ↑	0,0 →	0,9 ↑	11,8 ↑	-4,8 ↓	-6,9 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 493	2 528	2 343	2 993	2 463	-1,4 ↓	6,4 ↑	-16,7 ↓	1,2 ↑	-0,9 ↓	8,3 ↑	-16,1 ↓	4,0 ↑
Chine - Shanghai	3 258	3 278	3 267	3 640	3 278	-0,6 ↓	-0,3 ↓	-10,5 ↓	-0,6 ↓	0,3 ↑	3,4 ↑	-5,6 ↓	10,2 ↑
Hong Kong Hang Seng	19 773	20 176	21 008	23 398	25 316	-2,0 ↓	-5,9 ↓	-15,5 ↓	-21,9 ↓	0,0 ↑	-0,9 ↓	-4,9 ↓	-9,8 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 001	1 017	994	1 232	1 232	-1,5 ↓	0,8 ↑	-18,7 ↓	-18,7 ↓	0,7 ↑	6,1 ↑	-7,9 ↓	-5,5 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'Union européenne a dévoilé une loi visant à enrayer la perte de biodiversité

La Commission Européenne a présenté en juin ses premiers objectifs juridiquement contraignants, pour lutter contre l'extinction des espèces, l'utilisation de pesticides et l'érosion des sols. Virginijus Sinkevičius, le chef de la politique environnementale de l'Union européenne (UE), a déclaré que la proposition de réparation des habitats obligerait les pays de l'union à prendre des mesures pour restaurer la nature sur au moins 20 % des aires terrestres et maritimes d'ici 2030 et tous les écosystèmes dégradés d'ici le milieu du siècle. Selon les propositions, l'utilisation de pesticides chimiques serait réduite de 50 % d'ici la fin de la décennie.

La loi proposée définit des objectifs pour inverser le déclin des populations de pollinisateurs, augmenter les populations d'oiseaux, conserver les espaces verts urbains, augmenter la biodiversité dans les écosystèmes agricoles et forestiers, restaurer les habitats marins et transformer au moins 25 000 km de cours d'eau en cours d'eau à courant libre d'ici à 2030.

L'agriculture intensive, la sylviculture et l'urbanisation alimentent la dégradation des habitats naturels. Dans son rapport sur l'état de la conservation de la nature dans l'UE, la Commission européenne note que 10 % des espèces d'abeilles et de papillons sont au bord de l'extinction et 33 % d'entre elles sont en déclin. Aussi comme le graphique ci-joint le montre, l'état de conservation des espèces serait insuffisant pour 42% des espèces. Selon la Commission, les règles existantes relatives à la directive sur l'utilisation durable des pesticides se sont révélées trop faibles, et ont été mises en œuvre de manière inégale par les États membres.

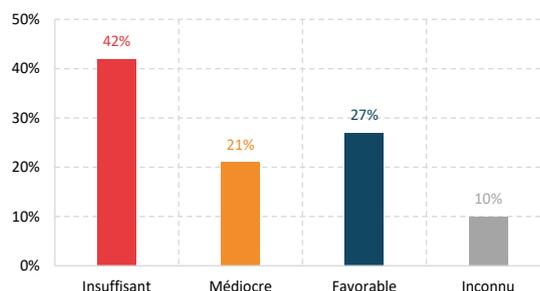
Face à la guerre en Ukraine, la hausse des prix de l'énergie et l'inflation, la loi sur la restauration de la nature pourrait générer des bénéfices pour l'économie européenne. En effet, selon le rapport de la Commission, des écosystèmes sains et résilients préservent la capacité de la nature à fournir de la nourriture, des matières premières, de l'eau potable, des puits de carbone, et protègent contre les risques naturels, y compris ceux liés au changement climatique. À titre d'exemple, le déclin des pollinisateurs constitue une menace concrète pour le secteur agricole notant que cinq milliards d'euros de la production agricole dépendent directement de la pollinisation. L'étude d'impact menée par la Commission européenne a aussi montré que les avantages de la restauration de la nature l'emporteraient largement sur les coûts avec un euro investi rapportant huit euros de bénéfices.

Les deux propositions portant sur la restauration des écosystèmes et la réduction des pesticides seront examinées par le Parlement européen et le Conseil conformément à la procédure législative ordinaire. Après l'adoption de la législation, les États membres auront deux ans pour préparer leurs projets et déterminer les écosystèmes les plus importants. D'ici à 2030, les mesures de restauration de la nature devront être mises en place et les objectifs en matière de pesticides devront être atteints.

Dans les faits, la mise en œuvre de la législation pourrait s'avérer difficile au regard de l'exemple de l'application de la loi biodiversité de 2016. En effet, cette loi, qui avait banni l'usage d'insecticides néonicotinoïdes, néfastes pour les abeilles, dans les cultures dont celles de betterave, a été suspendue temporairement en France depuis 2020, sous la menace de pertes anticipées de rendement des cultures de 30 à 50% liées à la propagation du virus de la jaunisse par les pucerons auxquels les néonicotinoïdes font barrage, jugeant les alternatives techniques peu crédibles.

Les secteurs qui pourraient être affectés par cette nouvelle législation sont ceux de l'agrochimie, des produits agricoles, de la pêche, mais aussi de la construction et des énergies renouvelables. En effet, il est à noter qu'il existe actuellement un projet de loi sur la facilitation des projets éoliens et photovoltaïques, qui vise notamment à simplifier les procédures pour implanter des éoliennes et panneaux solaires sur le territoire (par exemple en relevant les seuils de soumission à évaluation environnementale), et qui pourrait se heurter à la règle de non-régression environnementale instaurée par la loi sur la biodiversité.

État de conservation des espèces au niveau de l'UE



Source: Commission européenne, rapport réalisé en 2020.

Note: les espèces comprennent les reptiles, les plantes vasculaires, les amphibiens, les arthropodes, les mammifères, les plantes non vasculaires, les mollusques, les poissons, les autres invertébrés.

Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

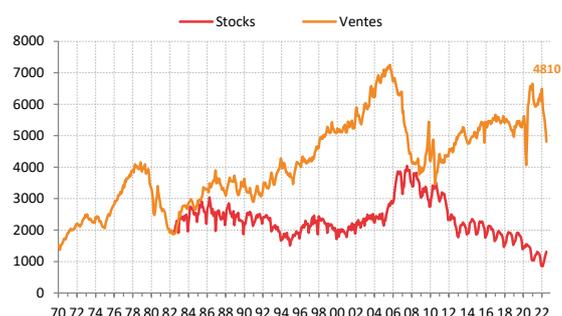
États-Unis

« La Réserve fédérale devrait poursuivre le resserrement de sa politique monétaire »

Le secteur immobilier résidentiel poursuit son ralentissement au mois de juillet. Les ventes de logements anciens ont enregistré une baisse de 5,9% en glissement mensuel au mois de juillet, soit le 6^{ème} mois consécutif de recul. Depuis le début de l'année, le niveau des ventes a fléchi de plus de 25%. Le stock de maisons à vendre est en légère hausse mais demeure à des niveaux très bas : le nombre de logements disponibles représente 3,3 mois de ventes au rythme actuel contre 3 en juin. La légère amélioration du niveau des stocks de maisons à vendre permet une certaine modération des prix. Le prix médian a ainsi diminué de 2,4% en glissement mensuel en juillet, la première baisse depuis janvier 2022, mais reste au-dessus du seuil des 400 000\$.

Par ailleurs, les mises en chantier et les permis de construire montrent également un ralentissement du secteur. Les mises en chantier ont chuté de 9,6% en glissement mensuel en juillet tandis que les permis de construire ont diminué de 1,3%. Dans ce contexte, l'indice de confiance des constructeurs immobiliers NAHB a chuté en août passant de 55 à 49 points, soit le plus bas niveau depuis mai 2020. Cet indice a fortement baissé tout au long de l'année, la hausse des taux ayant pesé globalement sur le secteur immobilier.

Etats-Unis : Marché de l'immobilier ancien (Milliers d'unités)



Sources : *Covéa Finance, National Association of Realtors*
 Les ventes de logements anciens comprennent les ventes "rapides" de logements neufs. Cette statistique englobe donc toutes les ventes à partir de la deuxième transaction.
 Dernier point : juil-22

Les données d'activité montrent une certaine résilience du reste de l'économie américaine. Sur le mois, la production industrielle a augmenté de 0,6% en glissement mensuel, tandis que la production manufacturière est en hausse de 0,7%, après un déclin de 0,4% aux mois de mai et juin. Dans le détail, ce sont les biens durables qui ont tiré la production manufacturière, particulièrement les véhicules qui enregistrent une hausse de 6,6% en juillet en glissement mensuel. Du côté de la demande, les ventes au détail en valeur sont restées stables au mois de juillet par rapport au mois précédent. Les ventes des stations-services sont en baisse de 1,8% sur le mois, un recul imputable à la baisse des prix des carburants. Les ventes de véhicules enregistrent également un déclin de 1,7%. Néanmoins, les ventes au détail hors carburants et véhicules montrent une certaine forme de résilience puisqu'elles enregistrent une hausse de 0,7% en juillet par rapport au mois de juin.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-22	3,9	4,0	-7,0	4,9
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juil.-22	1,1	2,1	6,5	17,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juil.-22	-8,1	-3,9	8,1	15,1
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	juil.-22	4810	5110	5638	6127
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	juil.-22	10,3	8,5	0,6	19,7

*Du 15/08/2022 au 21/08/2022

Sources : *Refinitiv, Covéa Finance*

Le compte-rendu de la réunion du 27 juillet de la Réserve fédérale (Fed) confirme la volonté des autorités monétaires de contenir l'inflation. Les membres du comité de politique monétaire sont déterminés à maintenir le resserrement monétaire afin d'ancrer les anticipations d'inflation. Ils estiment que les risques de nouvelles pressions inflationnistes sont toujours présents, principalement en cas de hausse des coûts du logement, et qu'un ralentissement généralisé de l'activité économique pourrait se matérialiser au cours du 2^{ème}

semestre. Dans ce contexte, les membres du comité jugent qu'il est nécessaire que la Fed resserre davantage sa politique monétaire, mais qu'un ralentissement du rythme d'augmentation des taux directeurs pourrait être envisagé. Certains participants ont indiqué qu'une fois que le taux directeur aura atteint un niveau suffisamment restrictif, il serait probablement approprié de le maintenir stable pendant un certain temps. **A la suite de la publication de ce compte-rendu, plusieurs responsables de la Fed se sont exprimés et ont souligné l'importance de nouvelles hausses de taux pour lutter contre l'inflation.** James Bullard (Fed de Saint-Louis) a déclaré qu'une hausse de 75 points de base (pb) serait nécessaire compte tenu de la vigueur de l'économie et a ajouté qu'il souhaite que les taux atteignent la fourchette cible [3,75 ; 4%] d'ici la fin de l'année, soit 150 pb de hausse supplémentaire. Mary Daly (Fed de San Francisco) a réitéré ses déclarations de la semaine passée, en affirmant qu'une hausse de taux de 50 ou 75 pb lors de la prochaine réunion en septembre serait raisonnable. Ils ont par ailleurs tous deux déclaré qu'une fois que les taux auront atteint un certain niveau, il est peu probable que la Fed fasse rapidement machine arrière en procédant à une réduction des taux. Par ailleurs, Esther George (Fed de Kansas City) a affirmé que les membres de la Fed continueraient de débattre quant au rythme de hausses de taux et que le resserrement monétaire ne cessera pas tant qu'il n'y aura pas de signes convaincants de diminution de l'inflation. Neel Kashkari (Fed de Minneapolis) a également pris la parole, déclarant qu'il est urgent d'augmenter les taux d'intérêt afin de réduire l'inflation. Il n'a néanmoins pas exclu le fait que la réduction de l'inflation pourrait faire entrer l'économie en récession. Le discours de Jerome Powell lors du symposium de Jackson Hole prévu du 25 et 27 août pourrait donner plus d'indications quant au rythme de resserrement monétaire.

Sur le plan budgétaire, le Président Biden a officiellement promulgué le plan « Inflation Reduction Act », un plan d'investissement massif dans les secteurs du climat et de la santé notamment. Ce plan prévoit des dépenses qui devraient atteindre 437 Mds\$ sur 10 ans. Pour les financer, le plan prévoit, entre autres, l'adoption d'un taux d'imposition minimal de 15% pour toutes les sociétés dont les profits dépassent le milliard de dollars. Au global, les recettes supplémentaires devraient atteindre 737 Mds\$ ce qui permettrait de réduire le déficit public d'environ 300 Mds\$ à horizon 10 ans.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

Europe

« Au Royaume-Uni, l'inflation affiche un plus haut historique depuis 1982 »

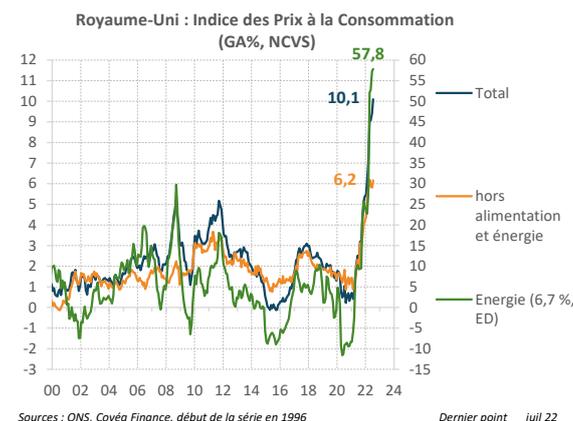
En Allemagne, les indicateurs de confiance sont toujours aussi dégradés. L'indice ZEW du sentiment des investisseurs sur les perspectives économiques est ressorti plus faible qu'anticipé à -55,3 en août après -53,8 en juillet. Le pessimisme des investisseurs traduit les multiples vents contraires auxquels fait face l'Allemagne notamment la hausse des prix de l'énergie et les risques de pénurie de gaz ainsi que les tensions sur les chaînes d'approvisionnements qui risquent d'être amplifiées par le déclin du niveau du Rhin.

Afin de limiter la hausse de la facture de gaz pour les ménages et les entreprises suite à la mise en place d'une nouvelle taxe qui prendrait effet à partir du 1^{er} octobre, la Commission européenne a accepté que l'Allemagne baisse temporairement le taux

de la TVA sur le gaz de 19% à 7%. Ces mesures reflètent les difficiles arbitrages auxquels est confronté le gouvernement allemand : diminuer la consommation de gaz sachant que les difficultés d'approvisionnement se sont accentuées suite à l'annonce de Gazprom de suspendre les livraisons de gaz pour trois jours, tout en protégeant les ménages qui doivent faire face à une inflation galopante (8,5% en glissement annuel au mois de juillet) et pour qui la taxe annoncée devrait se traduire par un surcoût moyen de 500 euros par an par foyer (hors TVA). Olaf Scholz a par ailleurs indiqué qu'il y aurait d'autres annonces les prochaines semaines pour faire face à la crise énergétique.

Malgré un environnement économique dégradé, la croissance des grandes économies européennes a été relativement résiliente au T2 2022. Selon les estimations rapides, la croissance du PIB de la zone euro au T2 2022 serait de 0,6% en glissement trimestriel après 0,7%. Ces estimations n'intègrent pas encore les chiffres de plusieurs pays notamment l'Irlande. Alors que le PIB se stabilise en Allemagne, il progresse de 0,5% GT en France et +1,0% GT en Italie grâce au rattrapage des services notamment dans le secteur touristique.

Isabel Schnabel, membre de la BCE, a indiqué dans une interview avec Reuters que cette résilience ne devrait pas perdurer au second semestre et l'économie allemande serait particulièrement touchée. Outre la crise énergétique, la sécheresse et le déclin des niveaux des rivières pénaliseraient la croissance économique. Par ailleurs, elle estime que les tensions inflationnistes ne présenteraient pas encore de signe de détente ce qui pourrait se traduire par une nouvelle hausse de taux de 50 points de base (pb) lors de la prochaine réunion de septembre.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	juin-22	6,6	6,6	8,0	7,7
	PIB Vol, CVS, GA%	T2 22	3,9	5,4	-6,5	5,3
AL	ZEW Indice	août-22	-55,3	-53,8	40,6	54,9
RU	Taux de chômage % de la pop. active	juin-22	3,8	3,8	5,1	4,0
	Inflation IPC, NCVS, GA%	juil.-22	10,1	9,4	0,9	2,6
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	juil.-22	6,2	5,8	1,4	2,4

* Du 15/08/2022 au 21/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Royaume-Uni, l'inflation du mois de juillet est ressortie à 10,1% en glissement annuel (après 9,4%), tirée par les prix de l'énergie et des biens alimentaires. L'inflation s'élargit aux autres catégories de biens et l'inflation sous-jacente atteint en glissement annuel 6,2% après 5,8%. Selon les dernières estimations de la Banque centrale d'Angleterre (BoE), l'inflation devrait atteindre un pic de 13,3% au mois d'octobre en lien avec la hausse des tarifs régulés de l'énergie. Par ailleurs, le mouvement de grève de 1900 salariés dans le port de Felixtowe sur la côte est du pays pourrait perturber les chaînes d'approvisionnement et *in fine* alimenter davantage les tensions inflationnistes. **Malgré la hausse des prix, le volume des ventes au détail a augmenté de 0,3% au mois de juillet en rythme mensuel** mais cette hausse serait essentiellement liée à des promotions en ligne, les ventes en ligne ont d'ailleurs augmenté de 4,8% par rapport au mois précédent. En tendance, les volumes des ventes au détail sont en baisse de -1,2% sur les trois derniers mois par rapport à la période précédente. Les tensions sur le marché du travail semblent quant à elles diminuer au second trimestre avec une baisse des postes vacants par rapport au trimestre précédent même s'ils demeurent à des niveaux très élevés (1,274 millions). Le taux de chômage reste toutefois stable sur des niveaux historiquement bas (à 3,8% en mai). Du côté des salaires, la croissance annuelle hebdomadaire (hors bonus) accélère à nouveau pour atteindre 4,7% en moyenne sur les trois mois menant à juin. En termes réels, les salaires s'inscrivent toutefois en recul de 3%.

Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Asie

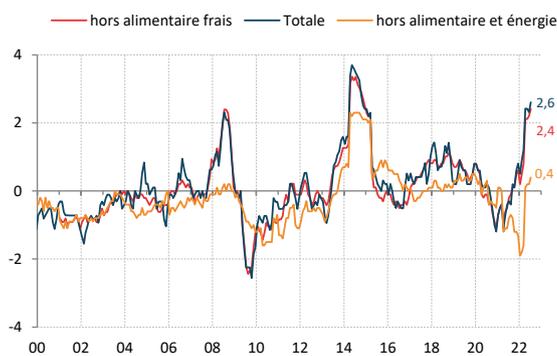
« Au Japon, les pressions inflationnistes semblent encore insuffisantes pour faire réagir la BoJ »

La dynamique des prix japonais reste bien inférieure à celle observée aux Etats-Unis et en Europe. Si l'inflation se maintient au-dessus de la cible de 2% de la Banque du Japon pour un quatrième mois consécutif à 2,6% en glissement annuel en juillet (contre 2,4% en juin), cela reflète essentiellement les pressions inflationnistes sur les prix de l'énergie (+16,2%) – qui restent néanmoins largement

contenues par le soutien gouvernemental – et de l'alimentation (+4,4%). Les pressions domestiques sur les prix demeurent toutefois modestes. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste en effet relativement faible malgré une accélération à 0,4% (contre 0,2% en juin) associée à la dépréciation du yen et à la hausse des prix des téléphones portables. Ainsi, l'inflation ne semble toujours pas s'inscrire durablement à la cible de la Banque du Japon qui attend la formation de pressions domestiques tirées par les salaires pour resserrer sa politique monétaire.

Malgré la bonne dynamique des exportations, la balance commerciale japonaise reste largement déficitaire en juillet à -1437 Mds de yens (-10,5 Mds\$). Les données de commerce restent dominées par la très forte croissance des importations à 51% en glissement annuel nominal. Cette dynamique reflète principalement la progression du prix des importations, tirée par les prix de l'énergie, des matières premières et la dépréciation du yen. La croissance réelle des importations reste en effet bien plus modeste à 4% en glissement annuel. Outre cet effet prix, cette dynamique reflète la progression des importations de machines en juillet qui fait écho au redressement des investissements non-résidentiels observé au cours des derniers mois. Les exportations enregistrent une bonne dynamique mensuelle grâce aux effets de l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement issues de Chine qui ont tiré les exportations d'équipements de transport et de machines. Toutefois, leur croissance en glissement annuel reste bien inférieure à celle des importations à 21,2% en termes nominaux et à 0,7% en termes réels.

Japon : Indice des Prix à la Consommation (GA%)



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
JP	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juil.-22	2,6	2,3	0,0	-0,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juil.-22	0,4	0,2	-0,1	-0,8
	Exportations	Val, CVS, GA%	juil.-22	21,2	18,4	-11,4	21,7
	Importations	Val, CVS, GA%	juil.-22	51,0	43,1	-14,1	25,0

*Du 15/08/2022 au 21/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Chine, les pouvoirs publics renforcent leur soutien aux promoteurs

face à la dégradation du secteur immobilier. Le gouvernement chinois a annoncé qu'une institution financière d'Etat fournira des garanties sur les émissions d'obligations de certains promoteurs immobiliers privés, favorisant ainsi leur accès aux capitaux. Alors que les difficultés financières des promoteurs se traduisent par d'importants retards dans les projets immobiliers, ce soutien gouvernemental vise également à favoriser la finalisation des constructions pour répondre au mécontentement des acquéreurs, victimes collatérales de la crise des promoteurs, qui « boycottent » le remboursement de leur crédit immobilier. De plus, le Ministère du logement a annoncé travailler sur un programme conjoint avec la Banque Populaire de Chine (PBoC) pour proposer des prêts avantageux pour soutenir les constructions de logements en retard. Peu de détail sont pour l'heure disponibles sur ce programme dont l'efficacité pourrait être amoindrie par l'aléa moral qu'il semble comporter : les promoteurs pourraient en effet avoir intérêt à afficher du retard dans leurs constructions pour bénéficier du dispositif. **Sur le plan monétaire, la PBoC a également renforcé son soutien avec des baisses de taux** de 5 points de base du LPR (Loan Prime Rate – le taux le plus favorable auquel une banque commerciale peut prêter des fonds) à 1 an et surtout une baisse de 15 points de base du LPR à 5 ans. Cette asymétrie de baisse de taux reflète un soutien ciblé au secteur immobilier, le LPR à 5 ans étant le taux de référence pour les prêts immobiliers (voir page 2 pour les implications de ces baisses de taux et de celles annoncées la semaine dernière dans le focus de la gestion obligataire).

Quelques semaines après la visite controversée de la présidente de la Chambre des représentants Nancy Pelosi à Taiwan, les États-Unis ont annoncé qu'ils allaient entamer des négociations commerciales officielles avec l'île. Ces négociations qui débuteront vraisemblablement au début de l'automne devraient principalement porter sur le commerce numérique et les normes anti-corruption. Ce rapprochement entre Taiwan et les Etats-Unis ne devrait pas favoriser l'apaisement des tensions avec la Chine qui avait vivement réagi à la visite de Nancy Pelosi en annonçant notamment des exercices militaires à grande échelle autour de l'île.

En Australie, les tensions se renforcent sur le marché du travail et les salaires accélèrent. Le taux de chômage a atteint un nouveau point bas historique à 3,4% en juillet (-0,1 point de pourcentage sur un mois) mais cela semble surtout illustrer le poids des absences d'employés, liées aux rebonds des contaminations et aux perturbations météorologiques sur le mois, qui s'observent à travers le recul du taux de participation (66,4%) et du nombre d'heures travaillées. Le resserrement du marché du travail observé au cours des deux dernières années se répercute sur les salaires qui progressent de 2,6% en glissement annuel au T2 2022. S'il s'agit d'un plus haut depuis 2014, cette évolution reste toutefois à nuancer par la croissance bien plus rapide de l'inflation à 6,1% qui se traduit donc par des gains salariaux réels négatifs.

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.