

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

25 juillet 2022

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Flux des investisseurs européens au 2ème trimestre

Au deuxième trimestre de l'année 2022, la collecte sur les fonds et ETF en Europe ressort, à nouveau, en territoire négatif. Les sorties s'élèvent à près de 56 Mds€ sur la sphère obligataire et à plus de 22 Mds€ sur les produits actions. Sur un pas mensuel, on note une nette accélération de la décollecte en juin.

Le second trimestre de l'année marque une hausse constante de l'aversion pour le risque des investisseurs. Cette hausse de la perception du risque se traduit par une accélération des flux sortants sur les produits actions (-22 Mds€). Ces sorties se portent principalement sur les actions européennes (-26 Mds€) en lien avec la proximité du conflit russo-ukrainien qui s'enlise. Les fonds composés d'actions mondiales de droit européen font figure d'exception et affichent une collecte trimestrielle positive (+15 Mds€). Par produit, on note une fois encore la dichotomie entre flux entrants sur les ETF (+13 Mds€) et flux sortants sur les OPC (-36 Mds€).

Dans le détail, les choix d'allocation sont francs. Sur les fonds Monde, les investisseurs se sont portés sur les fonds indexés aux thématiques dites défensives comme le « rendement du dividende » ou les ETF à volatilité contrôlée. Au sein des actions émergentes, la collecte sur les ETF de plus de 2 Mds€ est dominée par les fonds indices exposés à la Chine. Enfin, on notera un maintien de l'attrait pour les fonds estampillés ESG qui composent la majorité des 10 premiers fonds d'actions mondiales en collecte sur ce second trimestre.

A l'instar de la sphère actions, les fonds et ETF obligataires décollectent pour près de 56 Mds€ sur le trimestre. Les fonds et ETF exposés aux obligations de la Zone euro sont particulièrement affectés et totalisent plus de 20 Mds€ de sorties. La dette émergente n'échappe pas à la hausse de l'aversion pour le risque avec des flux sortants pour près de 21 Mds€. Enfin, on note l'« étonnante » collecte positive sur les ETF exposés aux obligations américaines qui bénéficient de niveaux de taux relativement plus attractifs aux Etats-Unis.

En résumé, le second trimestre 2022 acte une nouvelle hausse de la perception du risque pour les investisseurs. La hausse des rendements obligataires couplée au risque de récession des économies américaine et européenne font croître les incertitudes et amplifient les sorties sur les OPC et ETF dans le monde. En Europe, le conflit russo-ukrainien amplifie la perception du risque et entraîne des sorties importantes sur toutes les classes d'actifs exposées à la Zone.

Francis Jaisson

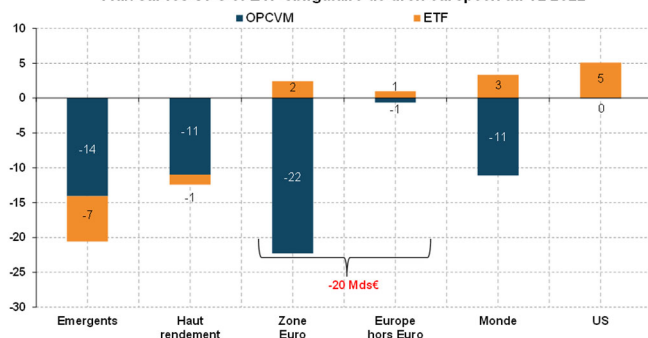
Directeur général délégué en charge des gestions



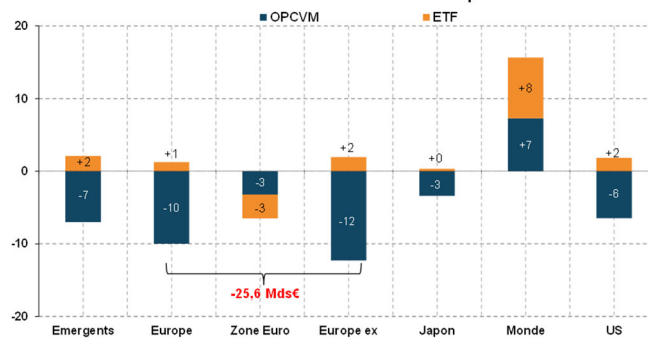
Focus de la semaine

« ...une hausse de la perception du risque »

Flux sur les OPC et ETF obligataire de droit européen au T2 2022



Flux sur les OPC et ETF actions de droit européen au T2 2022



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine est marquée par des mouvements volatils sur les taux qui termineront au global par des baisses pour les pays cœurs, d'une ampleur allant de 10 à 16 pb, pour l'ensemble des zones géographiques. Cette évolution est le reflet de la faiblesse de certains indicateurs économiques, accompagnée des premières publications de résultats des entreprises et des décisions de politique monétaire prises par différentes banques centrales et notamment la BCE qui agite le marché avec une hausse de 50 points de base de ses taux directeurs.

En Italie, la démission de M. Draghi se traduit par un écartement de la prime BTP/Bund de 22 pb, portant l'écart à 230 pb au plus haut. Le taux 10 ans Italien est le seul taux européen en hausse sur la semaine dernière à 3,32%.

Avec une hausse des taux courts, et une baisse des taux longs, nous assistons à un aplatissement des courbes de taux européennes.

Le Focus de la semaine : Point sur le dollar

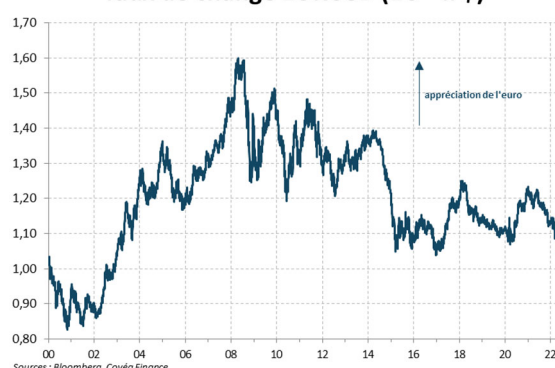
Depuis le début de l'année, le dollar s'est apprécié contre euro de manière significative, dépassant même un court instant le niveau symbolique de la parité mi-juillet. La performance du dollar atteignait alors 12,5% depuis le début de l'année. Cette performance n'est pas seulement vraie contre euro, mais également au global puisque l'indice DXY* (indice de la performance du dollar contre un panier de devises) progressait de plus de 14% au plus haut.

Plusieurs éléments se conjuguent et permettent d'expliquer cette progression du billet vert face à la monnaie unique. Tout d'abord, en termes de croissance, les Etats-Unis comme la Zone euro font face à un ralentissement conséquent. Ensuite l'écart des taux souverains 2 ans entre les 2 zones a atteint un point haut depuis plus de 3 ans à 270 points de base, ce qui reste un atout pour le dollar. Un écart de taux favorable à la monnaie américaine d'autant plus que le différentiel d'inflation est quasi nul. Enfin, le dollar bénéficie du statut de puissance militaire dominante des Etats-Unis.

Par ailleurs, les risques baissiers sur la Zone euro apparaissent beaucoup plus importants eu égard aux craintes sur l'approvisionnement énergétique. Une des conséquences de cette crise énergétique et de la hausse des matières premières est la forte dégradation de la balance commerciale notamment pour l'Allemagne et l'Italie, tout deux dépendant du gaz Russe. Au global, l'Europe affiche un déficit commercial pour la première fois depuis 2012. A cela s'ajoute également les risques politiques et financiers, en particulier à la lumière des derniers développements en Italie.

Du côté des banques centrales, la FED a entamé la normalisation de sa politique monétaire depuis mars dernier et adopte un ton de plus en plus restrictif avec déjà 150 points de base de hausse de son taux directeur. L'avance que prend la FED sur la BCE se reflète dans l'écart des taux courts. La BCE de son côté, malgré une hausse de 50 points de base de son taux directeur de la semaine dernière, devra composer à l'avenir entre poursuivre une politique monétaire plus restrictive, afin de ramener l'inflation vers son objectif de long terme, au risque d'entraîner une récession et limiter les risques de fragmentation de la zone sans sortir de son mandat.

Taux de change EURUSD (1€ = .. \$)



*Indice DXY composé des devises suivantes : EUR (57,6%), JPY (13,6%), GBP (11,9%), CAD (9,1%), SEK (4,2%), CHF (3,6%)

Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	22/07/22	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	1,75	1,75	1,75	0,25	0,25	0,00	⇒	0,00	⇒	1,50	↑	
BCE - Taux Repo	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	↑	0,50	↑	0,50	↑	
BCE - Taux Facilité de dépôt	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,50	↑	0,50	↑	0,50	↑	
Banque d'Angleterre	1,25	1,25	1,25	0,25	0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	1,00	↑	
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒	
Taux 10 ans												
Etats-Unis	2,75	2,92	3,16	1,51	1,28	-16	↓	-41	↓	124	↑	22
Allemagne	1,03	1,13	1,64	-0,18	-0,43	-10	↓	-61	↓	121	↑	25
France	1,62	1,75	2,18	0,20	-0,08	-13	↓	-56	↓	142	↑	60
Italie	3,32	3,28	3,55	1,17	0,64	4	↑	-23	↓	215	↑	25
Royaume-Uni	1,94	2,09	2,50	0,97	0,57	-15	↓	-56	↓	97	↑	51
Japon	0,22	0,24	0,25	0,07	0,02	-2	↓	-3	↓	14	↑	102
Crédit												
Indice Itraxx Main	104,9	122,5	111,5	47,8	47,0	-17,6	↓	-6,6	↓	57,2	↑	
Indice Itraxx Crossover	532,3	606,3	552,3	241,7	234,8	-74,0	↓	-20,0	↓	290,6	↑	

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine passée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU dividendes non réinvestis) progressent de 3.3%. Sur fonds de démarrage de la saison de publication des résultats d'entreprises pour le second trimestre des événements tels que la reprise des livraisons de gaz russe via Nord Stream 1, l'intervention de la BCE jeudi ainsi que la publication des indices PMI pour la Zone Euro vendredi ont influencé l'évolution des marchés sur la période. Le secteur de la technologie (+8.4%) arrive en haut du classement, porté par des commentaires d'ASML et d'ASM International concernant le dynamisme de la demande, et ce malgré des contraintes persistantes sur les chaînes d'approvisionnement comme nous le verrons dans le focus de la semaine. De manière contre intuitive, ce sont les secteurs les plus liés à la dynamique de la demande finale qui tirent également leur épingle du jeu, aidés notamment par des rachats de positions vendeuses. Ainsi, le segment de la consommation cyclique (+5.2%) et l'industrie (+3.4%) surperforment. A l'inverse, les secteurs plus résistants sous performent avec les Services aux Collectivités (+1%), la Santé (+0.4%) et les Services de communication, qui ferment la marche à -1.5%. Enfin, plus spécifiquement, notons la poursuite de la baisse d'Uniper (-20%) après l'annonce de la prise de participation de l'Etat allemand via une augmentation de capital.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU perd près de 17%. La hiérarchie sectorielle est inchangée avec l'Energie à +5.6%, seul secteur à afficher une performance positive et la Technologie en bas de tableau à -25.2%, réduisant néanmoins son écart avec l'indice sur la semaine.

Le focus de la semaine : poursuite des contraintes liées aux chaînes d'approvisionnement

Cette semaine, la saison des publications a officiellement démarré en Europe et sans surprise, le sujet des perturbations au sein des chaînes d'approvisionnement revient régulièrement dans les commentaires des sociétés.

Dans un environnement toujours plus incertain où les perturbations persistent, l'ensemble des acteurs souffre toujours de l'allongement des délais de livraison, de diverses pénuries de composants ou de matériaux et parfois du manque de main d'œuvre. Dans ce contexte, les sociétés n'ont d'autre choix que de faire preuve d'agilité. Diverses mesures sont donc prises pour faire face à ces difficultés comme la constitution de stocks pour pallier au risque de pénurie, la diversification des fournisseurs ou encore la relocalisation de tout ou partie de la production quand cela est possible.

Au sein de la cote européenne, plusieurs entreprises ont déjà fait état de problèmes continus impactant leur activité lors de la publication des résultats du second trimestre. C'est le cas d'ASML, leader mondial des équipements de gravure de puces semi-conductrices, qui peine à répondre à une demande toujours très dynamique et dont les décalages de facturation engendrés par ces sujets l'ont amené à revoir ses objectifs de chiffre d'affaires à la baisse pour 2022. Ces contraintes de production en aval ne manquent pas d'impacter la sphère industrielle au sein de laquelle nous pouvons citer Thalès, qui a indiqué mettre un accent tout particulier sur le renforcement de la résilience de sa chaîne pour faire face aux tensions qu'elle perçoit encore sur les semi-conducteurs. Le groupe a néanmoins relevé ses prévisions de chiffres d'affaires pour cette année grâce, là aussi à la solidité de la demande sur ses marchés finaux.

Notons également que des exceptions existent et que certaines sociétés affirment à l'inverse que la tendance est à l'amélioration, laissant entrevoir un message plus encourageant. C'est le cas d'Alfa Laval (industrielle suédoise spécialisée dans l'échange thermique et la séparation des fluides) qui cite une amélioration séquentielle des contraintes d'approvisionnement qu'elle connaissait jusque-là. Ces dernières perdurent mais sont en recul par rapport au trimestre précédent. ABB (industrielle suisse spécialisée dans l'automatisation industrielle et du bâtiment) rapporte également le même message lors de la diffusion de ses informations financières pour le deuxième trimestre.

Quoi qu'il en soit, les perturbations des chaînes d'approvisionnement et leurs conséquences sur les entreprises sont un sujet bien identifié dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières et restent un enjeu majeur. Nous adoptons une grande vigilance sur ce point d'autant plus qu'un nouvel écueil pourrait attendre certaines sociétés européennes au troisième trimestre avec la baisse du niveau du Rhin. Une situation qui s'annonce pour l'instant similaire à celle de 2018, période durant laquelle le transport fluvial avait été fortement perturbé et avait causé, déjà à l'époque, des problèmes d'approvisionnement.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	22/07/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	128,0	123,9	123,8	154,1	146,3	3,3	3,4	-16,9	-12,5	↓
MSCI EMU Mid Cap	904	874	883	1 094	1 057	3,4	2,4	-17,4	-14,5	↓
MSCI EMU Small Cap	361,0	342,5	374,7	487,4	483,0	5,4	-3,7	-25,9	-25,3	↓
MSCI Europe	142,7	138,9	135,9	161,7	151,0	2,7	5,0	-11,7	-5,5	↓
France CAC40	6 217	6 036	5 917	7 153	6 482	3,0	5,1	-13,1	-4,1	↓
Allemagne DAX30	5 422	5 263	5 378	6 696	6 563	3,0	0,8	-19,0	-17,4	↓
Italie MIB	21 212	20 933	21 789	27 445	24 805	1,3	-2,6	-22,7	-14,5	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 276	7 159	7 089	7 385	6 968	1,6	2,6	-1,5	4,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 551	8 421	8 227	8 777	8 151	1,5	3,9	-2,6	4,9	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, la semaine a été marquée par un rebond technique sur l'ensemble des marchés, avec une surperformance marquée des secteurs cycliques. Ce mouvement est largement lié à la poursuite de la baisse des prix des métaux (cuivre, minerai de fer, nickel, aluminium, zinc, ...) et des denrées agricoles (maïs, soja, blé, huile de palme, ...). En devise locale, le Japon a été le marché le plus performant (+4,7% pour le Nikkei), tiré par les valeurs technologiques et industrielles, suivi par le marché indien, en hausse de 4,2%, avantagé par les banques et les services informatiques. Ces mêmes secteurs tirent également la performance à Taiwan et en Corée du Sud. La Chine affiche une performance plus mitigée (+1,3% à Hong Kong) en raison de chiffres économiques décevants et de la persistance des risques sanitaires. Les sociétés de la région impliquées dans la chaîne d'approvisionnement de l'industrie automobile poursuivent leurs investissements afin de fluidifier et sécuriser les livraisons : Rio Tinto et Ford ont ainsi signé un accord global de fourniture de matériaux pour batteries électriques tandis que Nippon Denka a annoncé la construction aux Etats-Unis d'une usine de bobines de cuivre destinées aux véhicules électriques.

Aux Etats-Unis, Wall Street enregistre un rebond sensible cette semaine (+2,5% pour le S&P500 et +3,3% pour le Nasdaq), encouragé par les propos de Janet Yellen (bonne santé du marché de l'emploi et de la consommation domestique). En termes sectoriels, les investisseurs ont privilégié les secteurs plus cycliques, comme la consommation discrétionnaire, les matières premières et les industrielles. A l'inverse, les services publics, la consommation courante et la santé ont été délaissées. Une semaine après le début de la saison de publication, certains résultats de sociétés font apparaître des signes de faiblesse de la part des ménages américains (cf. focus ci-dessous) tandis que les commentaires des dirigeants restent prudents à l'horizon 2023.

Le Focus de la semaine : La pression monte sur le consommateur américain, contraint de prioriser ses dépenses.

Les résultats du second trimestre mettent en avant de nouvelles failles sur les dépenses de consommation des ménages les plus modestes. Au cours des derniers mois, nous avons pu constater et commenter sur les arbitrages faits en matières de dépenses discrétionnaires, particulièrement visibles dans les publications de Target et Walmart (baisse des ventes d'équipements ménagers et de loisirs). Cette semaine, les publications de Netflix et AT&T (1er opérateur télécom américain) sont venues mettre en évidence la criticité des contraintes budgétaires subies par les consommateurs. Ainsi, Netflix a constaté une forte accélération des désabonnements des ménages américains au cours du second trimestre (-600.000 au premier, passant à -1.3 million au second). De ce fait, le groupe accélère son changement de modèle pour permettre à certains ménages de ne plus payer l'abonnement mensuel, en leur proposant un service gratuit sur lequel le groupe se rémunérera en plaçant de la publicité. De son côté, le géant mondial des télécoms a annoncé une réduction de sa projection de génération de flux de trésorerie pour 2022, la ramenant de 16 milliards à 14 milliards de dollars. Derrière cette révision, une volonté de gagner des parts de marché par une forte activité marketing et promotionnelle, mais surtout une très forte hausse des niveaux de créances douteuses et une extension des délais de paiements. Les niveaux dépassent désormais les seuils atteints avant le COVID. A l'inverse, et comme évoqué dans notre suivi de la semaine dernière, les pertes de crédit dans la banque de détail continuent d'être très limitées A force de régulation, de mesures prudentielles et d'investissements technologiques pour mieux appréhender les risques de crédit, les banques auraient-elles réussi à éviter les segments de clientèle les plus risqués ? Ou les prochains trimestres rattraperont des banques encore peu impactées par les conséquences d'une inflation élevée et pénalisante pour les ménages.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	22/07/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	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	3 962	3 863	3 760	4 766	4 367	2,5	5,4	-16,9	-9,3	1,2	9,0	-7,5	4,5
Etats-Unis - Dow Jones	31 899	31 288	30 483	36 338	34 823	2,0	4,6	-12,2	-8,4	0,6	8,3	-2,3	5,6
Etats-Unis - Nasdaq	11 834	11 452	11 053	15 645	14 685	3,3	7,1	-24,4	-19,4	2,0	10,8	-15,8	-7,1
Japon Nikkei 300	412	401	393	420	412	2,6	4,8	-1,9	0,0	3,0	8,6	-7,7	-6,7
Corée du Sud KOSPI	2 393	2 331	2 343	2 993	2 404	2,7	2,1	-20,0	-0,4	1,9	3,8	-19,6	0,9
Chine - Shanghai	3 270	3 250	3 267	3 640	3 250	0,6	0,1	-10,2	0,6	-0,5	3,0	-6,0	11,1
Hong Kong Hang Seng	20 609	20 298	21 008	23 398	27 724	1,5	-1,9	-11,9	-25,7	0,3	1,5	-2,6	-15,2
Marchés Emergents - MSCI	990	962	994	1 232	1 326	3,0	-0,3	-19,6	-25,3	1,6	3,1	-10,5	-13,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Focus : Economisons le gaz pour un hiver sûr*

La Commission Européenne a publié le 20 juillet une proposition de réglementation pour une réduction coordonnée de la demande de gaz dans les pays de l'Union. Cette proposition s'inscrit dans le cadre de l'article 122 du traité de l'Union Européenne qui précise que « ... le Conseil, sur proposition de la Commission, peut décider ... des mesures appropriées à la situation économique, en particulier si de graves difficultés surviennent dans l'approvisionnement en certains produits, notamment dans le domaine de l'énergie. »

Dans un premier temps, ce texte permet d'organiser **une réduction volontaire** de la demande de gaz d'au-moins 15%, entre le 1er août et le 31 mars 2023, par rapport au niveau de consommation moyen observé les cinq dernières années sur la même période (soit environ 60 milliards de mètres cubes, représentant un peu plus d'un tiers des importations de gaz russe). Toutefois, sur demande d'au moins 3 Etats membres, ce texte permettra également à la Commission Européenne de déclencher « **une alerte de l'Union** » sur la sécurisation des approvisionnements. Dans ce cas, la Commission Européenne pourra **imposer une réduction de la consommation de gaz** d'au-moins 15% à tous les Etats membres de l'Union Européenne. La réduction imposée de la consommation est quantifiée en tenant compte des volumes économisés par les efforts précédemment consentis durant la période de réduction volontaire et du niveau de remplissage des stocks de gaz. Les Etats sont ainsi incités à réduire leur consommation dès la période « volontaire ».

Bien que n'ayant fait l'objet d'aucune consultation en amont auprès des Etats membres, ce texte va être soumis au vote du Conseil Européen (possiblement le 26/7) et devra obtenir la majorité qualifiée pour être mis en application (15 des 27 Etats, représentant au-moins 65% de la population de l'Union Européenne). A aujourd'hui, l'issue du vote reste très incertaine puisque l'Espagne, le Portugal, la Grèce, la Pologne et Chypre semblent déjà s'y opposer. D'autant que l'incertitude sur la situation politique italienne fait planer un doute quant à l'issue de leur vote. La somme de ces pays représente 37% de la population de l'Union européenne.

La réglementation précise par ailleurs que chaque Etat doit mettre à jour son plan d'urgence nationale d'ici fin septembre 2022, à l'instar du plan allemand. Ce document doit présenter, notamment, la manière avec laquelle l'Etat compte parvenir à atteindre son objectif de réduction de consommation (à noter que ce plan devra être revu et présenté **tous les deux mois** à la Commission). Pour ce faire, la Commission Européenne oriente les Etats sur les mesures à adopter en définissant trois axes :

- La substitution du gaz par d'autres sources d'énergie (les renouvelables de préférence, mais également le nucléaire lorsque c'est possible et le charbon seulement si nécessaire et pour un temps limité),
- L'incitation à la réduction de la consommation des entreprises,
- Les économies d'énergie sur le chauffage et la climatisation pour les bâtiments publics.

Enfin, la Commission précise que l'approvisionnement en gaz doit être assuré pour les « consommateurs protégés » qui regroupent : les consommateurs résidentiels, les petites et moyennes entreprises, les services sociaux essentiels. En revanche, pour les consommateurs non protégés, la Commission demande aux Etats membres d'identifier et de prioriser les groupes de consommateurs avec les critères suivants :

- La criticité sociétale : santé, alimentation, sécurité, raffinage et défense,
- Les chaînes logistiques internationales (secteurs et industries qui fournissent des biens et services critiques au fonctionnement des chaînes d'approvisionnement de l'Union Européenne),
- La préservation de l'appareil productif (éviter d'arrêter des productions qui rencontreraient des difficultés à reprendre leur activité par la suite),

La possibilité de substituer des produits ou composants.

A cet égard, un point fait particulièrement débat et risque d'aller tester les limites de la solidarité entre Etats membres. En effet, les Etats membres sont soumis à un mécanisme de solidarité réglementaire qui les oblige à soutenir les Etats membres avec lesquels ils sont directement connectés pour **assurer l'approvisionnement des consommateurs protégés du pays sollicitant**, et cela, y compris au détriment des consommateurs non protégés du pays aidant.

Compte tenu de la portée de ce texte et des conséquences pour les populations, les entreprises et in fine les trajectoires de croissance et de dettes des Etats, les débats risquent d'être tendus dans les prochains jours. L'Espagne, par la voix de sa Ministre de la Transition écologique, Teresa Ribera a déjà rappelé que les conséquences positives de son mix énergétique actuel étaient le fruit d'importants sacrifices consentis par sa population dans les années antérieures, estimant que « son pays n'avait pas vécu au-dessus de ses capacités énergétiques ». Référence subtile à la situation actuelle de l'Allemagne et aux critiques faites aux pays du Sud de l'Europe pendant la crise des dettes souveraines. A bon entendeur !

A court terme, les taux de remplissage des moyens de stockage dépassent péniblement les 66% ...

Dans nos Perspectives Economiques et Financières de juin, nous décrivions en détail les difficultés auxquelles l'Union Européenne se confrontait déjà avec le plan ambitieux Repower EU présenté en avril. Les événements géopolitiques et climatiques que nous avons connus depuis ne font que renforcer la précarité de la situation gazière de l'Europe.

Texte rédigé par les collaborateurs du comité Pétrole, réalisé dans le cadre des travaux de suivi par la cellule de crise de Covéa Finance des conséquences à long terme de la guerre en Ukraine

*Titre du communiqué de presse de la Commission Européenne

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Ce rêve bleu

En ce début de « Décennie des océans » des Nations Unies (proclamation de l'ONU pour la période de 2021 à 2030) et dans un contexte de plus en plus strict et réglementé, le mois de juillet a légué de nouveaux objectifs aux gouvernements concernant **l'économie bleue**. Ce concept est défini par la Banque Mondiale par **l'utilisation durable des ressources océaniques** en faveur de la croissance économique, l'amélioration des revenus et des emplois, et la santé des écosystèmes océaniques, présentant une multitude d'opportunités et de menaces tant économiques qu'environnementales.

Durant la semaine du 24 juin au 1er juillet, la **Conférence des Nations Unies sur les océans** s'est tenue à Lisbonne réunissant organisations non gouvernementales, gouvernements et chefs d'Etat. Une « alerte rouge pour l'humanité » a été lancée par l'envoyé spécial des Nations Unies pour l'océan, Peter Thomson, suite à la déclaration de la conférence au vu de « l'état désastreux » des océans, selon les propres termes d'António Guterres, le secrétaire général de l'ONU. Lors de la conférence, les dirigeants reconnaissent un « échec collectif » des missions liées aux océans et revoient leurs ambitions.

Dans le cadre du développement durable, les écosystèmes marins jouent un rôle crucial. Par **la dissolution naturelle des gaz et la photosynthèse**, l'océan **absorbe 25% des émissions de dioxyde de carbone et génère 50% de l'oxygène** que nous respirons. Si la réduction des gaz à effet de serre est en partie possible grâce aux sédiments marins et aux phytoplanctons, le réchauffement des eaux fragilise cet écosystème et met en péril l'absorption de CO2.

L'élévation **du niveau de la mer, l'acidification des eaux, l'extinction d'espèces** ou encore **l'omniprésence des microplastiques** dans l'océan poussent les gouvernements et les entreprises à repenser leurs stratégies et à déployer de nouvelles solutions pour assurer l'alimentation et la protection des terriens. Au cours des dernières années certains dispositifs, comme les labels de pêche durable (écolabel lancé en 2017), le nettoyage de zones maritimes (nettoyage de plage, pêche et relocalisation de déchets) ou le « *Blue Food Assessment* » (repenser les aliments d'origine aquatique et la santé de leur source d'eau), ont été mis en place contre les dangers de l'exploitation des ressources vivantes aquatiques aussi nommée production halieutique.

Après la conférence « *One Ocean Summit* » tenue à Brest en février dernier, le 14e objectif de développement durable concernant **la vie aquatique** se voit renforcé par le déploiement de nouveaux objectifs afin d'agir contre le réchauffement climatique et la protection des océans en privilégiant **une aquaculture durable et en restaurant les stocks de poissons**. La conférence avait pour but de revoir les ambitions afin de préparer les futurs sommets et conférences. Parmi ces objectifs globaux, nous retrouvons :

- **La protection d'au moins 30% des zones maritimes nationales d'ici à 2030** (plus de 100 Etats membres engagés)
- **La neutralité carbone d'ici 2040**
- **L'allocation de milliards de dollars à la recherche** sur l'acidification des océans, aux projets de résilience climatique et au suivi, au contrôle et à la surveillance.

La déclaration de Lisbonne fait appel à un cadre mondial pour la biodiversité post-2020 et cela se traduira par l'augmentation des financements dédiés aux recherches sur l'économie bleue ainsi qu'à de futures négociations attendues en fin d'année 2022 lors de la COP27 en Egypte. Ces déploiements pourraient se traduire par de nouvelles opportunités concernant les entreprises opérant dans la thématique aquatique ou ayant fait du respect de l'eau et des océans un objectif majeur, tout en ajoutant potentiellement de nouvelles contraintes économiques et environnementales par un resserrement réglementaire en renforçant la prise en compte des externalités négatives des activités des entreprises sur l'environnement marin et les océans.

Malgré les engagements affichés par de nombreux chefs d'Etat lors de cette conférence, leur crédibilité est d'ores et déjà mis en doute, alors que certains pays s'interrogent en parallèle sur le développement de l'exploitation minière en eaux profondes (**deep sea mining**). L'idée : exploiter les fonds marins riches en minéraux que l'on ne trouve plus en grande quantité sur la terre ferme, ce qui mettrait potentiellement en péril la biodiversité marine. Dans ces vagues de contradictions, nous surveillons de près où les gouvernements mettront le cap.

Margot Lièvre-Cormier

Analyste financier et extra financier

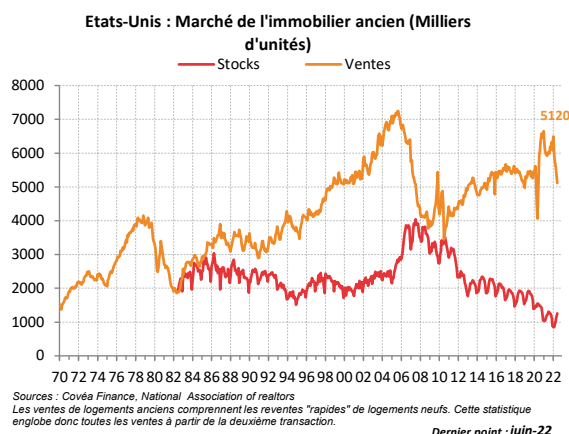


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les signaux de ralentissement de l'économie américaine se multiplient »

Les données relatives au secteur immobilier publiées cette semaine confirment le freinage de l'activité dans le résidentiel. Les ventes de logements anciens s'inscrivent en baisse de 5,4% en glissement mensuel en juin, et enregistrent ainsi un 5^{ème} mois consécutif de recul. Le niveau des ventes a désormais fléchi de 21% depuis le début d'année. Le stock de maisons à vendre connaît une inflexion haussière mais demeure encore très bas : le nombre de logements disponibles représente 3 mois de ventes au rythme actuel, contre 2,6 mois en mai. La faiblesse des logements disponibles à la vente maintient pour le moment une pression haussière sur les prix, en dépit du ralentissement des transactions. Le prix médian a encore progressé en juin et affiche un rythme de croissance annuel de 13,4%, en légère modération par rapport au mois précédent.



Indicateurs de la semaine*		Dernier point : juin 22				
		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juin-22	1,4	0,2	6,5	17,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juin-22	-6,3	-0,9	8,1	15,1
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	juin-22	5120	5410	5638	6127

*Du 18/07/2022 au 24/07/2022

Sources : Refinitiv, CoreLogic

Par ailleurs, les permis de construire et les mises en chantier ont enregistré un nouveau recul en juin, prolongeant la tendance baissière amorcée depuis le premier trimestre. Les permis affichent un repli de 0,6% sur le mois et s'inscrivent en croissance de 1,4% en rythme annuel, tandis que les mises en chantier sont en baisse de 2% sur le mois et se contractent désormais de 6,3% en rythme annuel.

Dans ce contexte, l'indicateur de confiance des constructeurs immobiliers NAHB a lourdement chuté en juillet, passant de 67 à 55 points. Il s'agit de la plus forte baisse mensuelle, hormis celle d'avril 2020 liée à la pandémie, depuis le début de la série statistique en 1985. Alors que la remontée des taux d'intérêt et le niveau très élevé des prix appliquent une contrainte croissante sur la demande, la hausse des coûts et les problèmes d'approvisionnements continuent de peser sur l'offre.

Les indicateurs d'enquête font part d'une dégradation des perspectives d'activité en juillet, tant dans les services que dans le secteur manufacturier. Le PMI services s'établit ainsi à 47 points sur le mois (52,7 en juin), et passe pour la première fois depuis juin 2020 sous le seuil de 50 indiquant une contraction de l'activité. Dans le secteur manufacturier, l'indice PMI résiste mieux et passe de 52,7 à 52,3. Les sous-composantes production et nouvelles commandes s'établissent toutefois sous le seuil de 50 à respectivement 49,9 et 48,6 points. Par ailleurs l'indicateur d'enquête manufacturier de la Fed de Philadelphie a chuté à -12,3 en juillet (-3,3 en juin) et décrit une contraction marquée de l'activité sur le mois. La sous-composante nouvelles commandes se dégrade particulièrement à -24,8 points (pour cet indicateur, le seuil de 0 délimite contraction et croissance), tout comme les délais de livraisons (-10,2 après 9,9 en juin). Le recul de cette composante peut toutefois être vu favorablement dans la mesure où cela pourrait refléter une amélioration des difficultés d'approvisionnement.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

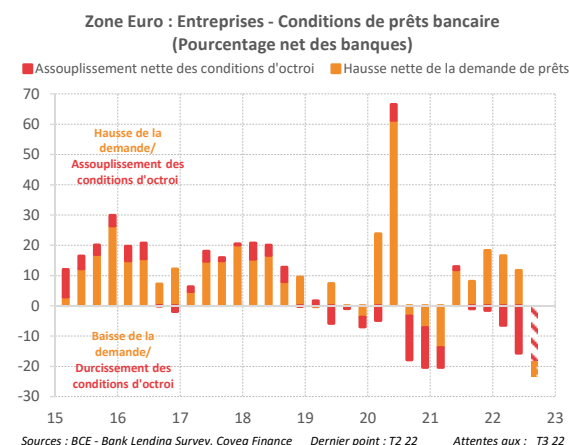
« Les données d'enquête signalent une contraction de l'activité »

En zone euro, l'activité se contracte selon l'indice composite PMI du mois de juillet qui se replie à 49,4 après 52,0 le mois précédent. Dans l'industrie manufacturière, la production se contracte pour le 2^{ème} mois consécutif tandis que les entreprises font toujours face à un recul de la demande avec des nouvelles commandes en retrait depuis trois mois. Dans le secteur des services, la hausse des prix commence à peser sur l'activité qui reste stable au mois de juillet (50,6 points). Avec la détérioration des perspectives d'activité, les entreprises semblent limiter les embauches, et la croissance de l'emploi ralentit pour le 2^{ème} mois. En Allemagne, la baisse de l'activité dans le secteur manufacturier est particulièrement marquée et se traduit par une composante production qui recule de 49,2 à 45,4 et les nouvelles commandes qui sont en retrait ce qui n'est pas de bon augure pour les perspectives d'activité. L'activité dans les services se contracte aussi et

passse de 52,0 à 49,2, alors que le secteur bénéficiait jusque-là de la dynamique de rattrapage avec la levée des restrictions. Les entreprises interrogées signalent une baisse de la demande ainsi que des difficultés de recrutement. En France, la production manufacturière a enregistré sa plus forte baisse depuis le 1^{er} confinement en mai 2020 et atteint 44,0 en juillet après 45,6, pénalisée aussi par l'affaiblissement de la demande.

En Italie, Mario Draghi a démissionné suite au boycott du vote de confiance au sénat par le Mouvement 5 étoiles, la Ligue et Forza Italia. Mario Draghi devrait gérer les affaires courantes jusqu'aux élections législatives avancées à septembre 2022. Au-delà des incertitudes politiques que cette démission entraîne, les principales inquiétudes portent sur l'accès au reste des fonds du plan de relance européen dont l'Italie est le principal bénéficiaire. Selon la Commission européenne, ces fonds devraient augmenter le PIB italien de 1,5% à 2,5% à horizon 2026. Pour l'instant l'Italie n'a touché que 24% des 191 Mds€ accordés et le versement des tranches est conditionné à la mise en place de réformes dont Mario Draghi et le gouvernement en place étaient garants et dont la mise en œuvre pourrait s'avérer désormais plus incertaine.

Avec la normalisation de la politique monétaire et la dégradation des perspectives économiques, les critères de distribution de crédit aux entreprises et aux ménages se sont considérablement durcis au 2^{ème} trimestre 2022 selon l'enquête de la BCE auprès du secteur bancaire. En effet les banques interrogées ont signalé un risque plus élevé en lien avec la détérioration des perspectives économiques. La demande de crédit des entreprises est quant à elle toujours en hausse car elles doivent faire face à des besoins en fonds de roulement plus élevé avec le renchérissement des coûts des intrants. Du côté des ménages, la demande de prêts immobiliers a fortement reculé au 2^{ème} trimestre tandis que les demandes de prêts à la consommation augmentent. Pour le 3^{ème} trimestre 2022, les banques anticipent une détérioration des critères de distribution de même ampleur qu'au 2^{ème} trimestre



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Services	Indice	juil.-22	50,6	53,0	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice	juil.-22	49,6	52,1	48,6	60,2
AL	PMI Services	Indice	juil.-22	49,2	52,4	44,6	53,1
	PMI Manuf.	Indice	juil.-22	49,2	52,0	49,1	61,6
FR	PMI Services	Indice	juil.-22	52,1	53,9	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice	juil.-22	49,6	51,4	47,8	56,7
	PMI Services	Indice	juil.-22	53,3	54,3	45,9	56,1
	PMI Manuf.	Indice	juil.-22	52,2	52,8	50,2	59,2
RU	Taux de chômage	% de la pop. active	mai-22	3,8	3,8	5,1	4,0
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juin-22	9,4	9,1	0,9	2,6
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juin-22	5,8	5,9	1,4	2,4

* Du 18/07/2022 au 24/07/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

qui devrait se traduire par un repli des demandes de crédit des entreprises et des crédits immobiliers tandis que la demande de crédits à la consommation devrait rester inchangée.

Au Royaume-Uni, le marché du travail demeure solide en dépit du ralentissement de l'économie. Le taux de chômage reste stable en mai et atteint, en moyenne sur les trois derniers mois menant à mai, 3,8%, un niveau historiquement bas. Les tensions sur le marché du travail se maintiennent alors que le nombre d'emplois vacants continue d'augmenter et se situe au-dessus du nombre de chômeurs. Dans ce contexte, la croissance annuelle des salaires hebdomadaires est élevée mais ne suffit pas à compenser l'accélération des prix. **En juin, l'inflation poursuit d'ailleurs sa hausse et atteint 9,4% en juin, contre 9,1% en mai, un chiffre légèrement au-dessus des attentes qui reflète la forte accélération des prix de l'énergie, et dans une moindre mesure, de ceux de l'alimentation.** L'inflation sous-jacente se stabilise pour sa part à 5,8%. Alors que le marché du travail reste tendu, ce chiffre accroît la pression sur la Banque d'Angleterre et cela d'autant plus que le pic d'inflation est loin d'avoir été atteint. La BoE estime que l'inflation atteindra un pic autour de 11,5% en octobre lorsque les prix administrés de l'énergie augmenteront de plus de 50%. **L'érosion du pouvoir d'achat des ménages britanniques par la hausse des prix se fait ressentir dans les données d'activité:** les ventes au détail enregistrent un second mois consécutif de recul et s'inscrivent en baisse de 0,1% relativement au mois précédent. Depuis le début de l'année, le volume des ventes au détail a reculé de 2%.

Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe



Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Focus : La BCE dévoile son outil anti-fragmentation

La Banque Centrale Européenne (BCE) a surpris en procédant à une hausse de 50 points de base de ses taux directeurs, alors qu'elle avait précédemment communiqué explicitement sur un mouvement de 25 points de base. Avec ce premier resserrement en près de 11 ans, la BCE a ramené son taux de dépôt à 0% et mis fin à huit années de taux négatif. En parallèle, la BCE a également dévoilé le très attendu « outil anti-fragmentation », intitulé « instrument de protection de la transmission » (IPT). Le conseil des gouverneurs estime que l'intensification des pressions inflationnistes justifie cette hausse plus importante que prévu et que l'IPT permet à la BCE de bénéficier du soutien nécessaire pour le faire sans mettre en péril la stabilité des conditions de financement.

En rompant avec ses propres indications, Christine Lagarde montre la détermination de la BCE à lutter contre l'inflation mais affaiblit aussi quelque peu la crédibilité de sa communication. **La Présidente a d'ailleurs annoncé que la BCE éviterait désormais de s'engager à trop long terme, en privilégiant une approche « réunion après réunion », en fonction des données à disposition.** Le Conseil des gouverneurs indique tout de même que la normalisation des taux reste nécessaire, ce qui suggère que les taux directeurs devraient continuer d'augmenter au cours des prochaines réunions pour atteindre un taux qui sera jugé « neutre ». Ce taux neutre est estimé entre 1% et 2% selon les déclarations des divers membres de la BCE mais est considéré comme difficilement estimable *ex ante* selon C. Lagarde. **Reste à savoir si, avec une inflation qui pourrait atteindre plus de 7% en moyenne sur l'année, une hausse des taux nominaux de cette ampleur sera suffisante pour calmer les tensions sur les prix. La tâche de la BCE est d'autant plus compliquée qu'elle intervient dans un contexte d'endettement élevé sans perspectives de réduction à court terme.**

La BCE estime que l'« instrument de protection de la transmission » (IPT) permettra de « protéger les mécanismes de transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro ». Autrement dit, l'IPT vise à éviter un écartement des taux souverains qui ne serait pas justifié par les fondamentaux macroéconomiques d'un pays mais par des « dynamiques de marchés injustifiées ».

Concrètement, l'IPT prendra la forme d'un programme d'achats illimité d'obligations souveraines et quasi-souveraines sur le marché secondaire avec des maturités comprises entre un et dix ans. Des obligations privées pourront également être considérées si besoin. La BCE note, sans apporter plus de détails, que les achats effectués dans le cadre de l'IPT devront être traités de manière à ne pas modifier l'orientation globale de la politique monétaire ainsi que l'évolution du bilan. Cela suggère que les achats de l'IPT seront « stérilisés », soit en utilisant des mécanismes de reprise de liquidité, soit en vendant (ou en ne réinvestissant pas) des obligations déjà détenues par la BCE de manière à maintenir constante la taille du bilan.

La BCE a également apporté plus de détail quant aux conditions d'éligibilité de l'IPT. **Pour que l'IPT soit activé, le Conseil des gouverneurs considérera un ensemble de critères afin de s'assurer que les politiques économiques et budgétaires des pays bénéficiaires soient « saines et soutenables ».** Ces critères incluent (1) le respect du cadre budgétaire européen, notamment en n'étant pas soumis à une procédure de déficit excessif ou, dans le cas contraire, en suivant les recommandations européennes, (2) l'absence de déséquilibres macroéconomiques excessifs tels qu'identifiés par la Commission ou, dans le cas contraire, le respect des recommandations associées à cette situation, (3) la soutenabilité des finances publiques, telles que mesurée par la Commission, l'ESM, le FMI ou d'autres institutions et enfin (4) le respect des recommandations formulées dans le cadre des plans de relance de l'UE et du semestre européen.

Ces critères sont clairement inscrits dans le cadre institutionnel européen et renforcent le rôle de la Commission européenne. Ils n'impliquent pas, a priori, de contrôle ou de recommandations supplémentaires qui donneraient à l'IPT un caractère de prêts conditionnés. La BCE précise toutefois que ces critères sont indicatifs et que la décision d'utiliser l'IPT restera du ressort du conseil des gouverneurs. L'agence de presse Reuters a rapporté que tous les pays de la zone euro seraient actuellement éligibles au programme selon une source de la BCE. Il est toutefois fort probable qu'un changement de gouvernement en Italie ou, plus généralement, qu'une dégradation brutale de la situation économique rebatte les cartes.

Malgré toutes ces précisions, il demeure également une incertitude quant aux conditions d'activation de l'IPT. L'identification d'une « dynamique de marché injustifiée » qui mettrait en péril la transmission de la politique monétaire reste sujette à interprétation et la BCE s'est d'ailleurs bien gardée de donner des indications quant à un seuil de taux qui justifierait son intervention. Une source de la BCE a indiqué à l'agence Reuters que les conditions actuelles de marché ne justifiaient pas l'utilisation de l'IPT. Le caractère discrétionnaire de l'IPT reste important. **Les critères énoncés par la BCE montrent que l'IPT ne constituera pas un blanc-seing pour un pays comme l'Italie si des politiques macroéconomiques jugées peu compatibles avec le cadre européen étaient mises en place.**

Ce n'est d'ailleurs pas un hasard si la BCE a rappelé, dans son communiqué sur l'IPT, l'existence du programme OMT (Outright Monetary Transaction). Ce programme d'achats illimité sur le marché secondaire, créé en 2012, vise à préserver la stabilité financière des pays qui en font la demande et est assorti de conditionnalités très strictes (respect des plans du Mécanisme Européen de Stabilité). En cas de dynamique de marché mettant en péril la transmission de la politique monétaire mais justifiée par des caractéristiques fondamentales (comme un gouvernement qui serait jugé eurosceptique par exemple), l'OMT constituera donc la réponse privilégiée. Cependant, l'importance des conditionnalités attachées à l'OMT a, jusqu'alors, dissuadé son utilisation par les membres de la zone euro.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



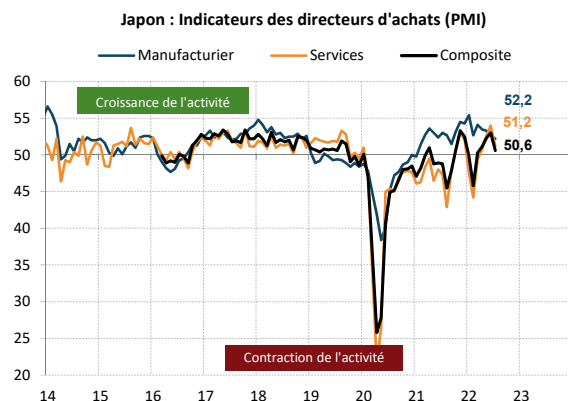
Suivi Macroéconomique

Asie

« Le retour de l'épidémie menace les perspectives économiques japonaises »

Au Japon, l'activité économique ralentit nettement en juillet d'après l'enquête de confiance des directeurs d'achats (PMI).

L'indice PMI composite a décliné de 2,4 pts pour atteindre 50,6 en juillet, interrompant ainsi la bonne dynamique du deuxième trimestre 2022 alors que l'économie bénéficiait de l'amélioration sanitaire. L'indice PMI services, qui avait particulièrement bénéficié de l'élan des derniers mois, s'est fortement modéré en juillet à 51,2 (-2,9 pts). Ce ralentissement, généralisé aux différentes sous-composantes de l'indice, reflète notamment le rebond des cas de covid-19 sur le mois. L'indice PMI manufacturier affiche un déclin plus modéré à 52,2 (-0,5 pt) qui masque toutefois un recul bien plus important de la sous-composante « production » de l'indice qui passe en zone de contraction à 49,5 (-1,2 pt). Ces baisses semblent principalement refléter le recul de la demande domestique et le poids toujours important des contraintes d'approvisionnement. Ces dernières ont toutefois affiché un modeste assouplissement sur le mois avec l'amélioration sanitaire en Chine, comme l'illustre la meilleure orientation des délais de livraison et des arriérés de production. Du côté des prix, les pressions à la hausse restent significatives mais elles se sont quelque peu modérées sur le mois, principalement dans les services. Enfin, les perspectives de production à 12 mois restent orientées à la hausse mais de façon plus modérée que lors des mois précédents.



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : juil 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
PMI Services	Indice	juil.-22	51,2	54,0	42,1	48,2
PMI Manuf.	Indice	juil.-22	52,2	52,7	45,8	52,7
Inflation	IPC, NCVS, GA%	juin-22	2,3	2,5	0,0	-0,3
JP Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juin-22	0,2	0,2	-0,1	-0,8
Exportations	Val, CVS, GA%	juin-22	17,9	15,5	-11,4	21,7
Importations	Val, CVS, GA%	juin-22	42,8	43,9	-14,1	25,0

*Du 18/07/2022 au 24/07/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

sa politique monétaire inchangée, à contre-courant de la dynamique internationale, comme nous l'expliquons plus en détail sur la page suivante.

Le commerce japonais se reprend quelque peu en juin avec l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement issues de Chine.

La croissance nominale des exportations accélère en juin à 17,9% en glissement annuel, notamment portée par le redressement des exportations de véhicules dont la volatilité très prononcée des derniers mois reflète l'exposition du secteur aux difficultés d'approvisionnement. Si elle se modère quelque peu sur le mois, la dynamique nominale des importations reste toujours bien plus prononcée (+42,8%) et continue de faire écho à la hausse des prix de l'énergie et des matières premières. Le déficit commercial reste ainsi considérable sur le mois à 1 384 Mds de yens sur le mois. Notons qu'en termes réels, les exportations reculent de 2,3% en glissement annuel alors que les importations progressent de 1%.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

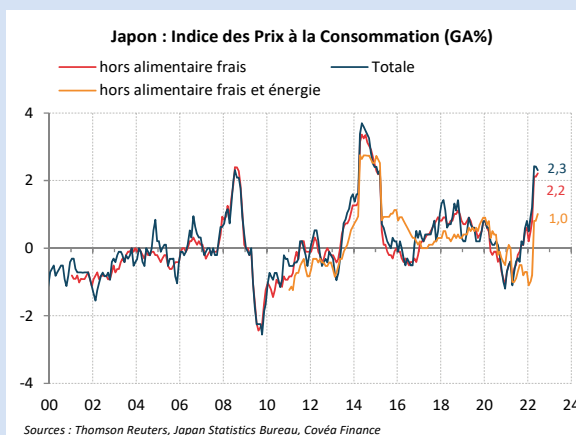
Focus : la Banque du Japon s'isole dans le maintien de l'assouplissement monétaire

La Banque du Japon conserve une politique extrêmement accommodante ...

A l'occasion de sa réunion de juillet, la Banque du Japon (BoJ) a maintenu sa politique monétaire et sa communication inchangées conformément aux attentes des observateurs. Le taux directeur est ainsi maintenu à -0,1% (inchangé depuis 2016) et la BoJ a réitéré son engagement en faveur du maintien du taux des obligations souveraines à 10 ans « autour de 0% » par le biais d'achats illimités de ces titres à 0,25%. La BoJ va également poursuivre ses achats d'ETF dans la limite d'environ 12 000 Mds de yens par an (90 Mds\$). La Banque continuera d'acheter des billets de trésorerie et des obligations d'entreprise à peu près au même rythme qu'avant la pandémie, de sorte que l'encours associé à ces titres revienne progressivement à environ 2 000 Mds de yens pour les billets de trésorerie et environ 3 000 Mds de yens pour les obligations d'entreprise – soit les niveaux en vigueur avant la crise pandémique. En septembre prochain, la Banque du Japon annoncera également si elle prolongera la durée du programme spécial de soutien au financement en réponse à la crise sanitaire dont l'échéance est, pour l'heure, prévue en septembre. La BoJ a enfin réitéré son engagement en faveur du maintien de l'assouplissement monétaire jusqu'à ce que la cible d'inflation à 2% soit durablement atteinte et se dit prête à prendre des mesures d'assouplissement supplémentaires si nécessaire.

... en dépit de projections revues à la hausse sur l'inflation ...

Les perspectives sur l'inflation (hors alimentaire frais) ont été revues à la hausse à 2,3% pour l'année fiscale 2022 (AF, d'avril à mars) contre 1,9% en avril dernier, notamment en lien avec la hausse des prix de l'énergie, de l'alimentation et la dépréciation du yen. Cette mesure de l'inflation devrait toutefois ralentir à 1,4% pour l'AF 2023 puis à 1,3% pour l'AF 2024 selon la BoJ du fait principalement de la dissipation des effets jugés temporaires sur l'inflation. En revanche, les perspectives sur l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaire frais) affichent une tendance légèrement haussière. Elle devrait augmenter progressivement de 1,3% pour l'AF 2022 à 1,5% pour l'AF 2024.

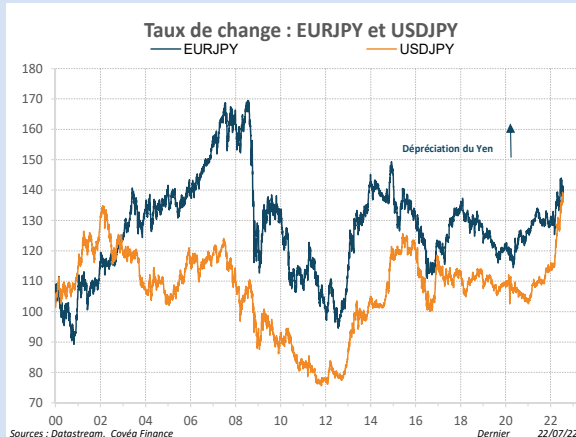


Néanmoins, ces projections sur les prix semblent encore bien trop modestes pour impliquer un resserrement de la politique monétaire. Même si l'inflation a désormais dépassée la cible de 2% depuis avril 2022, la BoJ attribue ces pressions inflationnistes à des facteurs extérieurs temporaires dont la gestion relèverait davantage de l'intervention du gouvernement que de la politique monétaire. En particulier, le gouverneur Kuroda avait mis l'accent sur la nécessité d'atteindre une croissance des salaires d'environ 3% pour envisager une dynamique durable de l'inflation à la cible. En mai 2022, la croissance des salaires était de seulement 1% en glissement annuel.

En outre, les perspectives de croissance du PIB ont été significativement revues à la baisse par la BoJ à 2,4% pour l'AF 2022 contre 2,9% pour les projections d'avril. Ce déclin reflète notamment des perspectives moins favorables au niveau des principaux partenaires économiques du Japon et le poids des contraintes d'approvisionnement sur l'économie. Les projections de croissance pour l'AF 2023 et l'AF 2024 ont toutefois été revues à la hausse à 2% et 1,3% respectivement, reflétant notamment un rebond après un exercice moins bien orienté que prévu en 2022.

... et des pressions importantes sur la devise.

Les conséquences du maintien de cette politique monétaire souple alors que la plupart des grandes banques centrales relèvent leur taux sont nettement visibles au regard de la forte dépréciation du yen contre le dollar américain. Si le gouverneur Kuroda a reconnu, lors la conférence de presse, qu'une dépréciation brutale du yen pouvait être dommageable à l'économie japonaise, il a également réitéré que la BoJ n'ajusterait pas sa politique en réponse aux évolutions du taux de change. Il a notamment déclaré que, pour soutenir le yen, la BoJ devrait drastiquement resserrer sa politique monétaire ce qui se ferait au détriment de l'activité économique.



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.