

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

29 août 2022

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Entre « Ode à la joie » et « Crépuscule des Dieux »

L'Union Européenne, entre solidarité et chacun pour soi ? L'heure de vérité va t'elle sonner ?

Si aujourd'hui l'UE présente un espace institutionnel où s'exerce une partie du gouvernement des sociétés européennes par les normes (droit communautaire) qu'elle établit ou encore les financements qu'elle accorde (politique agricole, politique de cohésion) ou contrôle (aides d'Etat), la construction et le renforcement de cet espace de pouvoir se sont reposés sur la capacité des institutions européennes à ne pas frontalement retirer aux responsables politiques, et aux peuples sur lesquels s'appuient leur position de dirigeants, le monopole des arbitrages démocratiques les concernant. Les échecs de la Communauté européenne de défense et du projet de Communauté politique européenne (1954) et du traité constitutionnel européen (2005) en sont des exemples.

Néanmoins, l'Union européenne actuelle est bien plus qu'une simple zone de libre-échange ; mais elle est également bien moins qu'un acteur politique à part entière. Elle est une organisation mettant aux prises deux sources de légitimité : la légitimité européenne incarnée par la Commission et le Parlement européen, la légitimité nationale représentée par les États. L'impuissance, subie ou assumée, de l'Union européenne, mais également ses réussites, louées ou contestées, sont le résultat de cette lutte continue et de cet équilibre perpétuellement instable entre acteurs opposés.

Les Etats membres doivent s'épauler mutuellement dans la réalisation des buts de l'UE, et en particulier quand une crise survient. En principe, rien de tel qu'une menace pour souder une alliance. Que constatons-nous aujourd'hui avec la crise énergétique et la guerre à nos frontières ?

Depuis le second semestre de 2021, les prix de l'énergie ont fortement augmenté dans l'UE et dans le monde. Les prix des combustibles ont encore augmenté à la suite de la guerre en Ukraine. Dans ce contexte, la sécurité de l'approvisionnement en énergie et en denrées alimentaires suscite des préoccupations grandissantes tant dans l'UE que dans le monde.

Les États membres doivent mettre à jour leurs plans d'urgence nationaux de réduction de la demande de gaz de 15% d'ici la fin du mois de septembre.

Sur le plan politique, la solidarité signifie que ceux qui ont le plus besoin de gaz, comme les ménages et les infrastructures critiques, doivent recevoir du gaz de leurs voisins européens en cas de pénurie.

Ce principe a été largement accepté par les pays de l'Union européenne (UE) à la suite des problèmes d'approvisionnement du gaz russe pendant l'hiver 2008/2009.

Cela fait également écho à la crise énergétique qu'a connue le Japon en mars 2011. Les leçons qu'il en a tirées sont riches d'enseignements pour les Européens.

Dans les semaines et les mois qui ont suivi l'accident survenu dans la centrale nucléaire de Fukushima, les centres commerciaux ont désactivé les escaliers mécaniques et les usines ont réduit le temps des chaînes de montage. En mai de la même année, le gouvernement a exhorté les citoyens et les entreprises de Tokyo et du nord du Japon à réduire de 15 % la consommation d'électricité aux heures de pointe de l'été. Le ministère de l'Environnement s'est ensuite fixé pour objectif une réduction de 25%. Le constructeur automobile Nissan Motor a modifié les horaires de travail des usines pour alléger la charge sur le réseau aux heures de pointe.

L'UE, à son tour, va devoir gagner en indépendance énergétique, c'était déjà le cas avant le début de la guerre, et cela devient d'autant plus pressant. Mais les crises politiques en cours dans certains pays pourraient rendre la tâche compliquée.

Chaque État membre mène au sein de l'Union Européenne une politique de plus en plus claire de défense de ses propres intérêts, au sens le plus réaliste du terme mais qu'en est-il de la solidarité ? Les prochains mois seront révélateurs de l'avenir de l'Union Européenne.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



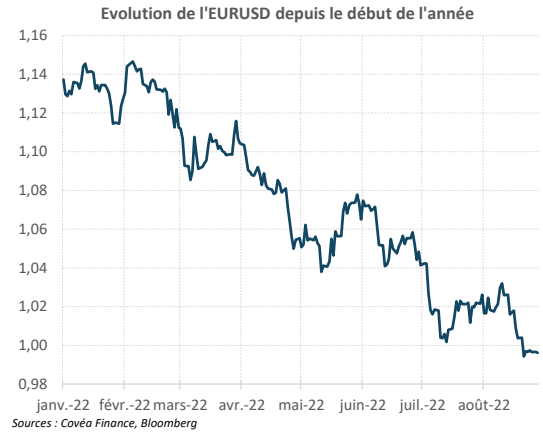
Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En amont du discours très attendu de Jérôme Powell à Jackson Hole vendredi, la semaine a été marquée par une remontée significative des taux d'intérêt sur l'ensemble des marchés. Les prix des matières premières alimentent toujours les tensions inflationnistes : le prix du gaz poursuit sa hausse dans le contexte de la nouvelle fermeture de Nord Stream 1 pour maintenance et celui du pétrole augmente alors que les membres de l'OPEP envisagent une réduction de leur production eu égard aux possibles avancées sur l'accord nucléaire iranien.

Les dégradations modérées des statistiques économiques n'ont ainsi pas suffi à réduire les anticipations de hausse de taux qui demeurent élevées. Les interventions des membres des banques centrales, FED et BCE, confirment leur détermination à lutter contre l'inflation, quel qu'en soit le prix sur la croissance économique et sur le marché du travail. Des hausses de taux de 75 pbs sont donc envisagées par le marché aux Etats-Unis mais à présent également en Europe, dès la prochaine réunion de la BCE le 8 Septembre. Aux Etats-Unis, le taux à 2 ans sous-performe le reste de la courbe, en hausse de 18 pbs à 3.42% alors que le taux à 10 ans progresse de 6 pbs à 3.03% en fin de semaine, amplifiant l'inversion de la courbe. En Europe, le mouvement se fait essentiellement sur la zone 10 / 15 ans, avec une surperformance de l'Allemagne à 1.39% (+16 pbs) sur le 10 ans. Le 10 ans français s'écarte de 21 pbs à 2.02% et l'Italie de 19 pbs à 3.69%. L'euro continue de sous-performer et se maintient sous le dollar. A l'image de l'ensemble des actifs risqués, les indices crédit s'écartent. Notons les niveaux de 555 pbs sur l'indice du Haut-rendement synthétique iTraxx Cross Over (+31 pbs). Le marché primaire du crédit reste atone avec un nombre très limité d'émissions, essentiellement concentrées sur les émetteurs bancaires.



Le Focus de la semaine : Le changement climatique, un risque aussi financier...

Les risques climatiques se sont manifestés cet été avec intensité, notamment au travers de violents incendies, orages, crues, et de la canicule persistante dans toute l'Europe. Au-delà des drames humains, les chocs provoqués par les risques climatiques impactent l'ensemble des acteurs économiques et pourraient se propager au secteur financier. Les régulateurs suivent de près ce sujet. L'analyse de ces risques se fait au travers de stress tests climatiques appliqués aux banques par la BCE, et de travaux visant à mettre en place des réponses politiques macro-prudentielles par le Comité Européen du Risque Systémique (CERS). Ces travaux mettent en lumière le fait que l'interconnexion entre les entreprises et les banques est susceptible d'amplifier l'impact des chocs climatiques. Les mécanismes sont mis en lumière : les destructions physiques d'actifs d'entreprises provoquées par les catastrophes naturelles (incendies, inondations, crues...) entravent la capacité des entreprises à poursuivre leur activité et à se maintenir à flot. Par ailleurs, la transition énergétique qui s'impose pour atteindre les objectifs des Accords de Paris passera par la hausse des prix du carbone affectant les entreprises les plus polluantes. Des défauts d'entreprises en cascade sont à craindre. Les banques exposées à ces entreprises sont à risque. Les premiers stress tests climatiques appliqués aux banques ont fait état de pertes potentielles de 70 Mds€* pour le système bancaire, un montant possiblement sous-évalué du fait des immenses difficultés de collecte d'informations auxquelles les banques sont confrontées. Le rapport du CERS de juillet étend l'analyse à la propagation de ces risques aux portefeuilles de fonds d'investissement, de fonds de pension et des compagnies d'assurances. Les travaux concluent à la nécessité d'une transition ordonnée afin de réduire l'impact de ces chocs climatiques sur l'ensemble des acteurs. Ceci permettrait de réduire les défaillances d'entreprises de l'ordre de 13% à 20% en 2050. Dans le cas contraire, une transition non organisée vers l'objectif Zéro Emission nettes de Carbone d'ici 2050, affecterait les portefeuilles des assureurs et des fonds d'investissements pour des montants pouvant aller respectivement jusqu'à 3% et 25% des actifs testés... Mais, à l'heure où l'Europe fait face à une pénurie de gaz, la transition ordonnée plébiscitée par les instances européennes pour réduire les risques financiers potentiellement systémiques pourrait prendre du retard...

* Source : Rapport du CERS

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)			Pente* (en pbs)		
	26/08/22	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	3,04	2,97	3,16	1,51	1,35	7	-12	153	169	-36	15
Allemagne	1,39	1,23	1,64	-0,18	-0,41	16	-25	157	180	42	12
France	2,02	1,81	2,18	0,20	-0,05	21	-16	182	207	122	48
Italie	3,70	3,50	3,55	1,17	0,67	20	16	253	303	177	14
Royaume-Uni	2,60	2,41	2,50	0,97	0,60	19	10	163	200	-20	27
Japon	0,22	0,20	0,25	0,07	0,03	2	-2	15	20	31	93
Crédit											
Indice Itraxx Main	113,2	103,5	111,5	47,8	46,0	9,7	1,7	65,5	67,2		
Indice Itraxx Crossover	559,5	524,9	552,3	241,7	232,5	34,6	7,1	317,7	326,9		

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

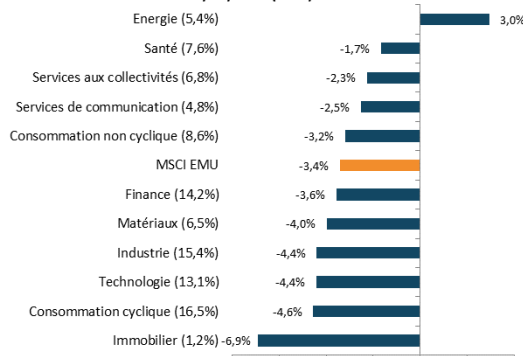
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le MSCI EMU dividende non réinvesti est en baisse de -3.4% sur la semaine. L'atteinte de niveaux records pour les prix du gaz, de l'électricité en Europe a certes profité à l'énergie, en hausse sur la semaine (+3%), mais a fait plier l'ensemble des autres secteurs. Les plus sensibles à l'activité économique ont fortement reculé (Technologie -4.4%, consommation discrétionnaire -4.6%, industrie -4.4%). Cette semaine contraste avec les précédentes qui auront été le théâtre d'une vive remontée du prix des actions et des obligations. Le MSCI EMU est ainsi remonté de 12.55% entre son point haut, le 16 août, et le point bas annuel du 05 juillet. L'une des explications mise en avant, aura été la résistance des résultats des entreprises publiés pendant la période.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 19/08/2022 au 26/08/2022 (GICS)



Source : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : la hausse des prix principal moteur de croissance des résultats

Mais qu'en est-il de la qualité de ces résultats ? Nous avons montré dans nos perspectives économiques et financières qu'une grande partie du rebond des chiffres du commerce mondial provenait d'effets prix, bien plus que des volumes. La reprise nous semblait de moins bonne qualité que les données agrégées ne le laissaient transparaître. C'est exactement ce que confirment les chiffres publiés par les entreprises ces dernières semaines.

Les revenus ont cru, mais très souvent sous l'effet des prix. Dans la chimie de spécialité, la construction, les emballages, le papier, les hausses de prix sur une année ont été bien supérieures à 10%, parfois au-delà de 25%. Ces hausses sont à la mesure de l'augmentation des coûts, qu'il s'agisse de matières premières, de l'énergie ou de l'inflation salariale selon les secteurs. Les entreprises ont augmenté leur prix pour tenter de préserver au mieux leurs marges, ce qui a soutenu la diffusion de l'inflation depuis plusieurs mois.

Au détriment des volumes ? Oui, en partie car, dans nombre d'entreprises de ces secteurs où les hausses de prix ont été exceptionnelles, les volumes de vente ont au mieux stagné, et souvent reculé. Le secteur de la consommation n'est pas épargné non plus. Certains pans de la consommation, les plus cycliques, parce que moins essentiels, ont vu les volumes de vente reculer nettement. L'arbitrage des consommateurs en faveur des produits de base est d'ailleurs confirmé par les annonces des distributeurs américains, ainsi que nous l'avons déjà décrit à plusieurs reprises.

Dans les prochains mois, sans l'apport des volumes, les marges seront, à leur tour, fortement sous pression. Les entreprises aux coûts fixes élevés ne pourront plus bénéficier de l'effet de levier opérationnel. Il sera probablement aussi plus délicat d'augmenter à nouveau les prix quand les clients seront moins nombreux, et même si les coûts de l'énergie sont plus élevés. La baisse des volumes devrait aussi gonfler les stocks, ce qui dégradera les bilans, les flux de trésorerie et la rentabilité des entreprises. Plus généralement, le recul des volumes forcera les entreprises à faire des économies, ce qui représentera un risque pour l'économie.

A l'instar de notre prudence sur la qualité des chiffres macro-économiques présentés ces derniers trimestres, nous restons très prudents quant à l'interprétation de ces résultats en trompe l'œil.

Jacques-André Nadal

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	26/08/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	127,7	132,2	123,8	154,1	150,7	-3,4	3,2	-17,1	-15,2	
MSCI EMU Mid Cap	894	936	883	1 094	1 094	-4,5	1,2	-18,3	-18,3	
MSCI EMU Small Cap	345,3	358,4	374,7	487,4	503,5	-3,6	-7,8	-29,2	-31,4	
MSCI Europe	143,1	146,7	135,9	161,7	155,3	-2,5	5,3	-11,5	-7,9	
France CAC40	6 274	6 496	5 917	7 153	6 666	-3,4	6,0	-12,3	-5,9	
Allemagne DAX30	5 307	5 541	5 378	6 696	6 676	-4,23	-1,3	-20,7	-20,5	
Italie MIB	21 895	22 535	21 789	27 445	25 862	-2,8	0,5	-20,2	-15,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 427	7 550	7 089	7 385	7 125	-1,6	4,8	0,6	4,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 753	8 899	8 227	8 787	8 305	-1,6	6,4	-0,4	5,4	

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

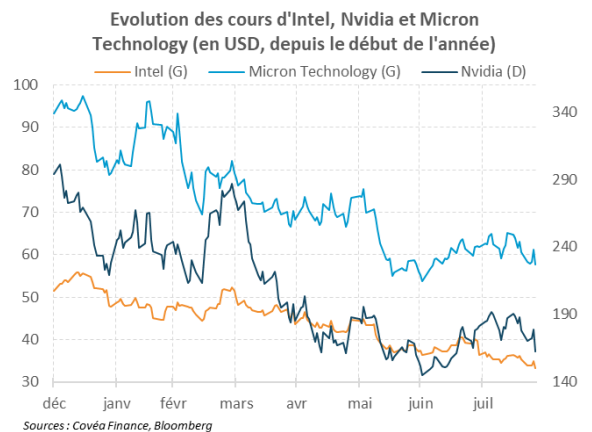
L'analyse des marchés :

L'Asie termine la semaine proche de l'équilibre avec des performances contrastées. Parmi les meilleures performances, notons que la Chine bénéficie de l'annonce par le Conseil d'Etat de mesures de soutien à l'économie tandis qu'à Hong Kong, les géants Internet chinois profitent de l'annonce de discussions entre la Chine et les Etats-Unis afin de tenter d'éviter un retrait de cote américaine des ADR chinois. La bonne tenue des matières premières et du pétrole bénéficie à l'Indonésie et à la Thaïlande, mais pénalise l'Inde qui termine en baisse. Au niveau sectoriel, c'est donc l'énergie qui tire les indices à la hausse dans l'ensemble des marchés asiatiques. A ce titre, on retiendra que le premier ministre japonais a ordonné de réfléchir au développement et à la construction au Japon de réacteurs nucléaires de nouvelle génération et appelé au redémarrage de sept réacteurs d'ici à l'été prochain. La Corée du Sud a de son côté remporté un contrat de \$2,25 milliards pour construire une centrale nucléaire en Egypte dont les réacteurs seraient fournis par la société russe Atomstroyexport.

Aux Etats Unis, le S&P 500 poursuit sa baisse entamée la semaine précédente, achevant le rebond observé depuis mi-juin. Les investisseurs restaient dans l'attente du discours du président de la FED à Jackson Hole. Or ce dernier, en confirmant sa volonté de poursuivre le resserrement monétaire, a pesé sur les secteurs des communications, de la consommation et de la technologie qui avaient profité des espoirs de détente au cours de l'été. Dans ce contexte, seules les valeurs énergie terminent en territoire positif. L'actualité des sociétés n'en est pas moins demeurée riche avec plusieurs publications décalées de résultats. Dans la distribution spécialisée Advance Auto Parts subit l'affaiblissement de la demande chez les clients à faibles revenus tandis que Dollar Tree, malgré de bons résultats, dégrade ses perspectives de profits compte tenu de nouveaux investissements pour soutenir la croissance. De son côté, Salesforce abaisse ses prévisions de croissance des ventes, constatant un ralentissement des dépenses du côté des PME.

Le Focus de la semaine : Les valeurs technologiques : simple ralentissement ou vrai retournement de cycle ?

Après un début d'année chaotique, les valeurs technologiques ont fortement rebondi durant l'été, à la faveur d'une détente sur les taux d'intérêts mais aussi d'une saison de publications de résultats « plus solides qu'attendus ». Si dans l'ensemble les chiffres publiés font état d'activités encore robustes, les messages envoyés par les dirigeants sont plus contrastés, parfois au sein même de métiers aux profils assez similaires. L'exemple des semi-conducteurs est sans doute le plus parlant. En effet, Intel, Micron et Nvidia signalent un net retournement notamment sur les équipements électroniques grand public (mobiles, PC, jeux vidéo...) dont la demande a été largement saturée après 2 années de pandémie (les messages récents de Huawei ou Xiaomi vont aussi dans ce sens). En revanche, d'autres comme TSMC, Texas Instruments et On Semiconductor, moins exposés aux produits de grande consommation, tournent à plein régime. Mais il y a sans doute une autre explication. Dans un cycle « normal », la logique voudrait que les premiers à être pénalisés par un retournement soient justement les « fondeurs » (producteurs pour tiers) dont le modèle économique, basé sur des coûts fixes importants, dépend d'un niveau d'utilisation élevé des capacités de production. Or, étonnement les marges de ces derniers résistent mieux que celles de certains donneurs d'ordres. Il faut dire que le rapport de force des fondeurs vis-à-vis de leurs clients a nettement évolué en leur faveur ces 2 dernières années. Face à la saturation de leurs capacités de production et alors que les clients sécurisaient leurs approvisionnements, ils ont signé des contrats d'engagement à long terme, à des conditions très favorables et n'ont pas à assumer d'éventuels stocks devenus excédentaires. Concernant la demande pour les équipements de centre de données, toujours forte, il semble plutôt s'agir d'un ralentissement. Certaines entreprises se montrent plus prudentes dans leurs budgets de migration vers le cloud, à en juger par les indications données par AWS sur la dynamique de ses investissements pour le second semestre.



Grégoire Ginoux

Gérant Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	26/08/22	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	4 058	4 228	3 760	4 766	4 470	-4,0 ↓	7,9 ↑	-14,9 ↓	-9,2 ↓	-3,4 ↓	14,4 ↑	-2,9 ↓	7,0 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	32 283	33 707	30 483	36 338	35 213	-4,2 ↓	5,9 ↑	-11,2 ↓	-8,3 ↓	-3,5 ↓	12,3 ↑	1,4 ↑	8,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	12 142	12 705	11 053	15 645	14 946	-4,4 ↓	9,8 ↑	-22,4 ↓	-18,8 ↓	-3,8 ↓	16,5 ↑	-11,5 ↓	-4,2 ↓
Japon Nikkei 300	411	422	393	420	411	-2,7 ↓	4,7 ↑	-2,1 ↓	0,0 →	-2,2 ↓	10,0 ↑	-6,5 ↓	-5,4 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 481	2 493	2 343	2 993	2 427	-0,5 ↓	5,9 ↑	-17,1 ↓	2,2 ↑	0,2 ↑	8,5 ↑	-15,9 ↓	5,9 ↑
Chine - Shanghai	3 236	3 241	3 267	3 640	3 241	-0,1 ↓	-0,9 ↓	-11,1 ↓	-0,1 ↓	-0,5 ↓	2,3 ↑	-6,6 ↓	10,8 ↑
Hong Kong Hang Seng	20 170	19 773	21 008	23 398	25 416	2,0 ↑	-4,0 ↓	-13,8 ↓	-20,6 ↓	2,7 ↑	1,9 ↑	-2,3 ↓	-7,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 007	1 001	994	1 232	1 266	0,5 ↑	1,3 ↑	-18,3 ↓	-20,5 ↓	1,2 ↑	7,4 ↑	-6,8 ↓	-6,3 ↓

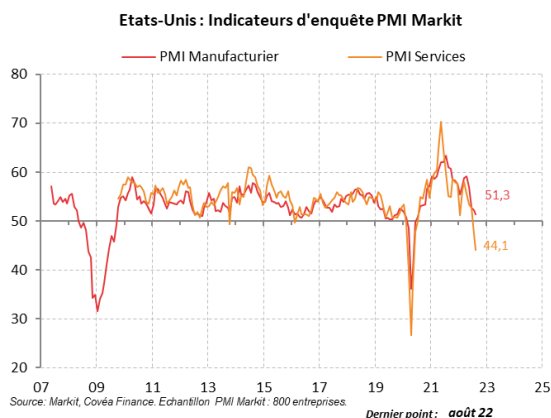
Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les dépenses de consommation et les revenus des ménages progressent faiblement »

Aux États-Unis, les indicateurs d'enquête PMI suggèrent une dégradation des perspectives d'activité en août, particulièrement dans le secteur des services. Le PMI service s'établit à 44,1 points en août après 47,3 au mois de juillet, soit bien en-dessous du seuil des 50 points indiquant une contraction de l'activité. Dans le secteur manufacturier, l'indice recule également pour atteindre 51,3 points en août. Dans le détail, on note que la sous-composante production est en zone de contraction pour le 2^{ème} mois consécutif à 49,3 points, un léger recul imputable à la faiblesse de la demande et à des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement toujours présentes. La sous-composante nouvelles commandes reste également en zone de contraction mais enregistre une légère amélioration en s'établissant à 48,9 en août après 48,6 en juillet.



Dans l'industrie, les commandes de biens durables sont restées inchangées entre juin et juillet, soit une croissance mensuelle de 0% en juillet après 2,2% enregistré en juin. Cette dynamique est tirée à la baisse par les équipements de transport qui enregistrent un déclin de 0,7% en glissement mensuel. Hors transport, la dynamique reste néanmoins favorable avec une hausse de 0,3%.

Du côté des ménages, l'indice des prix des dépenses de consommation (PCE) s'est réduit au mois de juillet de 0,1% par rapport au mois précédent. Ce ralentissement semble surtout refléter la dynamique baissière des prix des carburants observée au mois de juillet. En glissement annuel, la dynamique de l'indice PCE a ralenti à 6,3% contre 6,8% en juin. Malgré ce ralentissement apparent de l'inflation PCE, on note que **la hausse des prix de l'électricité pèse sur les ménages les plus modestes.** Selon l'agence Bloomberg, plus de 20 millions de ménages américains, soit un foyer sur six, auraient pris du retard dans le paiement de leur facture d'électricité, pour un total de 16 Mds\$. En parallèle, les revenus personnels enregistrent une hausse modérée en juillet (+0,2% en terme nominal), tirée par la croissance de la rémunération des employés (+0,8%). Le taux d'épargne est resté inchangé et s'établit à 5% au mois de juillet. Enfin, les dépenses de consommation progressent faiblement en juillet (+0,1% en terme nominal), reflétant une augmentation des dépenses de consommation pour les services qui a été partiellement compensée par une diminution des dépenses de consommation pour les biens. La faiblesse de la consommation de biens se traduit dans les

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Ventes logements neufs	Milliers d'unités Vol, CVS, GA%	juil.-22	511	585	831	769
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	juil.-22	-3,7	-3,2	6,2	2,3
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	juil.-22	2,2	1,7	-3,8	7,9
PIB	Vol, CVS, GA%	T2 22	1,7	3,5	-3,4	5,7

*Du 22/08/2022 au 28/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

données de commerce. Ainsi, **le déficit commercial américain s'est réduit au mois de juillet**, le solde de la balance des biens étant passé de -98,6Mds\$ en juin à -89,1Mds\$ en juillet. Bien que les exportations enregistrent un léger repli (-0,2% en glissement mensuel), c'est le recul des importations (-3,5% en glissement mensuel), notamment des biens de consommation (-10,4%), qui a permis l'amélioration du solde commercial.

Dans l'immobilier, les ventes de logements neufs sont en baisse pour le 7^{ème} mois consécutif et diminuent de 12,6% en glissement mensuel en juillet. Le prix médian des logements neufs est en légère hausse sur le mois et affiche une croissance mensuelle de 5,9% ce qui efface une partie de la baisse des prix enregistrée aux mois de mai et juin. En glissement annuel, le prix médian des logements neufs est en hausse de 8,2% en glissement annuel, un niveau qui reste élevé mais néanmoins bien en dessous des niveaux observés sur les derniers mois. Cette publication est en ligne avec les autres indicateurs du secteur immobilier publiés la semaine dernière, qui confirment un ralentissement du secteur freiné par la hausse des taux.

Le Produit Intérieur Brut (PIB) du deuxième trimestre a été révisé en légère hausse à l'occasion de sa 2^{ème} estimation. Les données actualisées du BEA (*Bureau of Economic Analysis*) montrent que le PIB a diminué de -0,1% en glissement annuel au 2^{ème} trimestre, contre -0,2% initialement estimé. La quasi-totalité de cette révision s'explique par une croissance de la consommation mieux orientée que lors de la 1^{ère} estimation.

Enfin, le Président Biden a tenu une de ses promesses de campagne en annonçant une annulation partielle de la dette étudiante. Les américains qui gagnent moins de 125,000\$ par an pourront bénéficier d'un effacement de 10,000\$ de leur dette étudiante, une somme qui pourrait être doublée pour les étudiants qui ont bénéficié d'une bourse fédérale. La Maison blanche estime que cette mesure effacerait une partie de la dette étudiante d'environ 20 millions de personnes. Le président américain a également annoncé une prolongation de quatre mois du moratoire sur les remboursements des prêts étudiants, ainsi que des plans visant à permettre aux emprunteurs de plafonner les remboursements à 5% de leur revenu mensuel.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

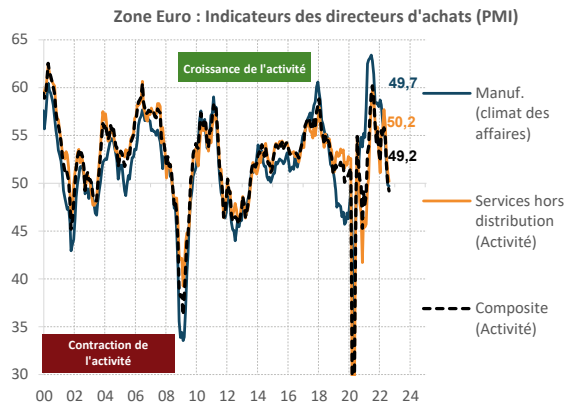


Suivi Macroéconomique

Europe

« Les craintes d'une récession en Zone euro s'accroissent »

L'indice de climat des affaires PMI composite recule à nouveau et atteint 49,2 points en août (contre 49,9 en juillet), un niveau indiquant une contraction de l'activité du secteur privé (hors distribution) relativement au mois précédent. Ce deuxième mois consécutif de repli suggère que le PIB de la Zone euro pourrait reculer dès le troisième trimestre, alors que l'accélération des prix de l'énergie pèse sur la consommation et les coûts de production. Les prestataires de services interrogés au cours de l'enquête rapportent d'ailleurs une quasi-stagnation de l'activité en lien avec un affaiblissement de la demande. Du côté de l'industrie, la contraction de la production se poursuit alors que l'indice PMI correspondant atteint 46,5. Les perspectives du secteur manufacturier apparaissent dégradées, les nouvelles commandes se contractent à nouveau et entraînent une accumulation des stocks tandis que le volume du travail en attente recule. Les tensions inflationnistes restent importantes : les prix payés et facturés poursuivent leur augmentation, à un rythme toutefois moins important qu'au cours des mois précédents. Enfin, les difficultés d'approvisionnement se réduisent sans pour autant se résorber : le rythme d'augmentation de délais de livraison est moins important, ce qui peut toutefois aussi illustrer le ralentissement de la demande mondiale. En Allemagne, l'indice IFO renvoie un message similaire et se maintient, en août, sur un niveau dégradé, suggérant une contraction à venir de l'économie germanique. Du côté des consommateurs, l'indice de confiance de la Commission européenne se reprend quelque peu mais demeure sur un niveau historiquement bas, témoignant des difficultés des ménages face à la hausse des prix.



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : août 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
ZE	PMI Services	Indice	août-22	50,2	51,2	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice	août-22	49,7	49,8	48,6	60,2
	Prêts aux Entreprises	Val. CVS, GA%	juil.-22	7,7	6,9	7,1	4,3
AL	PMI Services	Indice	août-22	48,2	49,7	44,6	53,1
	PMI Manuf.	Indice	août-22	49,8	49,3	49,1	61,6
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	août-22	80,2	80,3	92,5	100,1
FR	PMI Services	Indice	août-22	51,0	53,2	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice	août-22	49,0	49,5	47,8	56,7
RU	PMI Services	Indice	août-22	52,5	52,6	45,9	56,1
	PMI Manuf.	Indice	août-22	46,0	52,1	50,2	59,2

*Du 22/08/2022 au 28/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sur le plan de l'inflation, **en France, EDF a annoncé le prolongement de l'arrêt de quatre réacteurs nucléaires jusqu'au mois de novembre ce qui pourrait alimenter davantage la hausse des prix de gros de l'électricité qui se sont envolés depuis l'été 2021.** Le bouclier tarifaire mis en place par le gouvernement a permis de plafonner la hausse des prix depuis février 2022, mais celui-ci devrait arriver à son terme en fin d'année alors qu'il n'y a pas de signaux de détente des prix.

Les pressions salariales restent contenues en Zone euro au deuxième trimestre 2022 malgré la hausse des prix et la faiblesse du taux de chômage. L'indice des salaires négociés enregistre ainsi une croissance annuelle de 2,1% au deuxième trimestre, contre 2,8% le trimestre précédent. Ce ralentissement était largement attendu, la forte hausse du premier trimestre étant principalement attribuable à la distribution de primes en Allemagne. Les données les plus récentes suggèrent que les salaires devraient à nouveau accélérer au cours du trimestre à venir sans que cette dynamique suffise à compenser la hausse des prix.

Les prêts au secteur privé restent dynamiques malgré la détérioration des perspectives et la hausse des coûts de financement. Les flux mensuels de prêts aux entreprises et aux ménages demeurent dynamiques en juillet, principalement en Allemagne et en France. Cette résistance peut surprendre alors que les banques interrogées par la BCE ont rapporté une détérioration à venir de la demande et des conditions d'octroi de crédits.

La publication du compte rendu de la réunion de politique monétaire de la BCE du 21 juillet a confirmé la forte probabilité d'une hausse de taux de 50 points de base (pb) au mois de septembre, les membres du Conseil des gouverneurs estimant que les tensions inflationnistes persisteraient à moyen terme. Les membres ont par ailleurs signalé que la dépréciation de l'euro représente « un changement important de l'environnement extérieur » et devrait se traduire par des pressions inflationnistes supplémentaires surtout sur la facture énergétique qui est souvent libellée en dollars. On notera beaucoup de prudence dans les échanges sur l'évolution de l'inflation. En effet, la publication de l'inflation du mois de juin a surpris à la hausse et les mesures mises en place par les gouvernements pour limiter l'envolée des prix énergétiques ne semblent pas atténuer l'inflation énergétique. Les membres ont d'ailleurs rappelé les difficultés de prévision de l'inflation qui a été souvent sous-estimée ces derniers mois. L'évolution des salaires sera un élément déterminant pour évaluer la persistance de l'inflation, sachant qu'à ce stade le conseil des gouverneurs estime qu'il n'y a pas de boucle prix-salaire. La première décision du conseil des gouverneurs a été l'adoption à l'unanimité de l'Instrument de Protection de la Transmission (IPT), l'outil anti-fragmentation visant à lutter contre l'écartement excessif du niveau des taux souverains entre les pays membres de la zone euro. La hausse des taux de 50 points de base (pb) a quant à elle été approuvée à la majorité, l'objectif étant qu'une hausse d'une telle ampleur puisse offrir plus de clarté aux acteurs du marché et confirmer la volonté de la BCE de réagir au « changement » des perspectives économiques. **Selon Reuters, plusieurs membres de la BCE plaideraient même pour une hausse de taux de 75 pb lors de la prochaine réunion de politique monétaire.**

Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe



Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Focus : les banquiers centraux durcissent le ton à Jackson Hole

Le symposium de Jackson Hole, qui réunit tous les ans des banquiers centraux, des décideurs politiques et des chercheurs économiques a eu lieu les 25 et 26 août derniers. Le discours de Jerome Powell, président de la Réserve Fédérale (Fed), était particulièrement attendu, les observateurs espérant plus de clarté sur la politique monétaire que mènera la Fed sur les prochains mois.

Le ton adopté par J. Powell a été particulièrement restrictif. Le président de la Fed a souligné l'importance d'un retour de la stabilité des prix même si la réduction de l'inflation nécessitera probablement une période prolongée de croissance inférieure à la tendance. Selon lui, la lutte contre l'inflation ne sera pas sans conséquences pour les ménages et les entreprises, mais ne pas réussir à rétablir la stabilité des prix aurait des répercussions bien plus importantes.

Bien que l'inflation ait montré des signes de ralentissement en juillet, à la fois pour l'indice des prix à la consommation (IPC) et pour l'indice des prix des dépenses de consommation (PCE), cette amélioration sur un mois n'est pas un signal suffisant pour convaincre d'une diminution de l'inflation. J. Powell a par ailleurs déclaré que maintenir une politique monétaire suffisamment restrictive sera donc nécessaire pour ramener l'inflation vers sa cible de 2%.

D'après J. Powell, des leçons peuvent être tirées de l'épisode d'inflation élevée observé durant les années 1970 et 1980 :

- i. **Les banques centrales doivent assumer la responsabilité d'une inflation faible et stable de manière inconditionnelle.** L'inflation élevée observée actuellement aux Etats-Unis est à la fois un phénomène de forte demande, mais est également due à une offre limitée. Bien que les outils actuels de la Fed agissent principalement sur la demande, cela ne diminue pas la responsabilité de la Banque centrale dans l'atteinte d'une stabilité des prix.
- ii. **Les anticipations d'inflation jouent un rôle important dans la trajectoire de l'inflation au fil du temps.** Pour le moment les anticipations d'inflation semblent bien ancrées, mais J. Powell a évoqué le risque d'une « inattention rationnelle ». Ce concept théorique suppose qu'en cas d'inflation élevée, les ménages et les entreprises y prêteront une attention particulière et l'intégreront dans leurs décisions économiques. A contrario, lors des épisodes d'inflation stable et faible, les agents économiques n'y prêtent que peu d'attention. Ainsi, si l'inflation continue de se maintenir sur des niveaux élevés, il y'a des risques d'un ancrage des attentes d'une inflation plus élevée.
- iii. **Il est nécessaire de maintenir une politique monétaire restrictive pour endiguer l'inflation élevée** et éviter l'installation d'une boucle prix/salaire.

Du côté de la BCE, le ton est tout aussi restrictif. En effet, selon Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, les banquiers centraux doivent agir avec force et détermination afin d'éviter de basculer dans une ère de « Grande Volatilité » par opposition à la « Grande Modération » qui a prévalu depuis la fin des années 80 jusqu'à la crise financière et qui se caractérisait par contexte macroéconomique stable. Dans son intervention, le gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau, habituellement assez modéré a rappelé que la BCE devait avancer « de manière soutenue et déterminée » et atteindre ainsi le taux neutre (estimé entre 1 et 2% en termes nominaux) d'ici la fin d'année après « une étape importante » en septembre. Il a par ailleurs indiqué que le durcissement de la politique monétaire n'est pas exclu, ce qui reviendrait à augmenter les taux au-delà du taux neutre. Enfin, selon lui, des indications prospectives trop précises sur l'évolution des taux (*forward guidance*) seraient « inopportunes » dans un contexte de forte incertitude. Le plus important reste l'atteinte de l'objectif final, c'est-à-dire un taux d'inflation de 2% à moyen terme d'ici 2024. Dans un contexte où la décision de la BCE est prise en fonction des données, Isabel Schnabel a indiqué que deux types de données seront particulièrement scrutés : (i) l'évolution des prix le long de la chaîne de production afin d'identifier le potentiel de hausse mais aussi les principaux facteurs à l'origine de l'inflation et (ii) l'évolution des déséquilibres entre l'offre et la demande face à la hausse des taux.

Ces interventions contrastent avec les discussions tenues lors du symposium 2021 durant lesquelles les banquiers centraux insistaient sur le caractère transitoire de l'inflation. La Réserve Fédérale semble aujourd'hui déterminée à maintenir une politique monétaire restrictive pendant un certain temps, mais aucune indication quant à l'ampleur et au rythme de resserrement monétaire sur les prochains mois n'a été évoquée à Jackson Hole.

Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe



Eloïse Girard-Desbois

Economiste



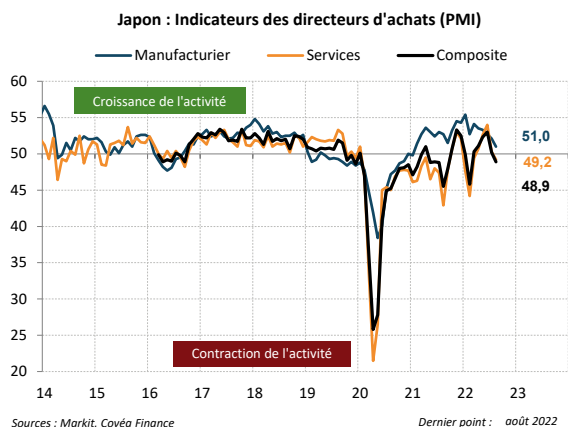
Suivi Macroéconomique

Asie

« Face aux obstacles à la croissance, la Chine mise sur les investissements en infrastructures »

Le gouvernement chinois renforce encore son soutien à l'économie face aux nombreux vents contraires. Le ralentissement de l'économie chinoise reflète notamment (i) la dégradation du secteur immobilier et les risques financiers associés ; (ii) la persistance des difficultés sanitaires et de la politique « zéro covid » ; (iii) le recul de la demande internationale dans un contexte inflationniste ; (iv) le maintien d'incertitudes géopolitiques et (v) les difficultés climatiques, visibles notamment à travers la vague de chaleur historique qui frappe le pays en août affectant la production hydroélectrique (principalement dans les provinces du Sichuan et du Chongqing) et ainsi l'activité économique confrontée au rationnement énergétique. Outre leurs conséquences directes, ces obstacles participent au maintien d'incertitudes généralisées qui pèsent sur

la propension des entreprises et des ménages à investir et consommer, d'autant que ces deniers ne disposent pas de filets de protection sociale significatifs. Dans ce contexte, les autorités cherchent depuis plusieurs mois à relancer la demande via une politique budgétaire largement expansionniste et la poursuite de l'assouplissement de la politique monétaire, à contre-courant de la dynamique internationale. La semaine passée, le gouvernement a annoncé une nouvelle série de mesures dont en particulier une hausse de 300 Mds RMB (44 Mds\$) des financements que pourront accorder les banques d'Etat et une hausse de 500 Mds RMB (73 Mds\$) du quota d'émissions d'obligations spéciales des gouvernements locaux (portant le total à 4 150 Mds RMB sur l'année) qui devra être atteint d'ici octobre prochain. Ces fonds devraient largement servir au financement d'investissements en infrastructures et permettre de compenser dans une certaine mesure le recul des recettes fiscales associées au ralentissement économique et aux moindres ventes de terrains.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice août-22	49,2	50,3	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice août-22	51,0	52,1	45,8	52,7

*Du 22/08/2022 au 28/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Au Japon, l'activité affiche une détérioration généralisée sur le mois d'août selon l'enquête PMI. Du côté de l'industrie, le PMI manufacturier continue de se dégrader à 51 après 52,1 le mois précédent en dépit de l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement visible notamment à la meilleure orientation des délais de livraison sur le mois. Si l'indice demeure en zone d'expansion, sa composante « production » se maintient en zone de contraction à

48,3. Cette modération généralisée de l'activité manufacturière est particulièrement visible au fort déclin des demandes domestique et étrangère. Toutefois, l'enquête rapporte de moindres pressions inflationnistes sur le mois, tant sur les prix des intrants que sur les prix facturés par les entreprises. Du côté des services, l'indice PMI poursuit son déclin et passe en zone de contraction à 49,2 points après 50,3 en juillet. Une modération qui reflète à la fois la fin de l'effet de redressement de l'activité associé à la réouverture de l'économie et aussi le retour de nombreux cas de covid-19 depuis début juillet qui, malgré l'absence de mesures de restriction du gouvernement, affecte le comportement des agents économiques.

La Banque de Corée (BoK) poursuit le resserrement de sa politique monétaire. Une hausse de taux de 25 points de base a été annoncée à l'occasion de la réunion de politique monétaire d'août, portant le taux directeur à 2,5%, soit 200 pb de hausse sur les 12 derniers mois. Le gouverneur de la BoK, Rhee Chang-Yong, a déclaré que les anticipations des marchés pour une hausse du taux directeur à 2,75% ou 3% d'ici la fin de l'année « semblent toujours appropriées ». Il a en effet continué de présenter la lutte contre l'accélération des prix comme la priorité de la Banque qui projette désormais une inflation annuelle à 5,2% en 2022 contre 4,5% dans leurs dernières prévisions. Toutefois, le gouverneur a alerté sur le fait qu'un fort ralentissement de la croissance économique se traduirait par une révision de la trajectoire de hausse de taux.

Sur le plan géopolitique, le gouvernement taiwanais propose une hausse massive de son budget militaire. Ce dernier devrait atteindre 19,4 Mds\$ pour 2022, soit une croissance de 13,9% sur un an. Ces fonds supplémentaires seront notamment destinés à l'achat d'avions de combat et d'autres équipements militaires. Cette hausse significative des dépenses est évidemment à mettre en relation avec la montée des tensions avec la Chine au cours des dernières semaines. A titre de comparaison, le budget militaire officiel de la Chine, annoncé en mars dernier, reste plus de 10 fois supérieur à celui de Taiwan.

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.