

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

07 août 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Bloc contre bloc

Le 04 juillet dernier, la république islamique d'Iran est devenue le 9ième membre de l'Organisation de Coopération de Shanghai (OCS). Observatrice de l'instance depuis 2005, l'Iran rejoint au statut de membre la Chine, la Russie, le Kazakhstan, le Kirghizistan, le Tadjikistan, l'Ouzbékistan, l'Inde et le Pakistan.

Avec plus de 40% de la population mondiale pour plus de 20% du PIB en 2022, l'OCS est un mastodonte sur le plan géographique et économique. Créée en 2001 à l'initiative de la Chine sur le socle du traité de Shanghai d'avril 1996, l'OCS a progressivement étendu sa zone d'influence en intégrant au fil des décennies de nouveaux membres (Inde et Pakistan (2017), Iran (2023)), de nouveaux Etats observateurs (Mongolie (2004), Afghanistan (2012), Biélorussie (2015)) et de nouveaux partenaires de dialogue (Sri Lanka (2009), Turquie (2012), Arménie, Azerbaïdjan, Népal et Cambodge (2015), Arabie Saoudite, Egypte, et Qatar (2022), Emirats Arabes Unis, Koweït, Myanmar et Maldives (2023)).

Les objectifs officiels de cette organisation sont multiples : renforcer les relations de confiance et de bon voisinage entre les états membres; encourager la coopération dans divers domaines (politique, économie, science, éducation, énergie etc...); maintenir la paix, la sécurité et la stabilité de la région; promouvoir un nouvel ordre international politique et économique démocratique, juste et rationnel. Ainsi, ses membres les plus importants, la Chine et la Russie, utilisent volontiers l'organisation comme vitrine pour la promotion d'un modèle alternatif aux démocraties « occidentales ». Lors de ses dernières allocutions de 2022 et 2023, Xi Jinping, le président chinois, évoque ainsi une « modernisation à la chinoise », qui selon ses propres termes, a contribué à créer une « nouvelle forme de civilisation humaine »...

Cette intégration de l'Iran, et l'élargissement futur de l'OCS à la Biélorussie, renforcent encore davantage le contraste de ce groupement de pays relativement à d'autres pôles régionaux, par la nature des régimes politiques au pouvoir dans les pays qui la composent. Un contraste s'illustrant d'ores et déjà dans le positionnement de ces pays aux divers votes de l'assemblée générale des Nations Unies portant, de près ou de loin, sur le conflit Russo-Ukrainien. Un positionnement en l'occurrence particulièrement conciliant vis-à-vis de Moscou.

Ces développements s'inscrivent dans la continuité d'un mouvement de polarisation du monde de plus en plus net, que nous avons déjà constaté sur la précédente décennie et détaillé dans nos Perspectives Economiques et Financières. Un contexte que nous gardons à l'esprit dans l'analyse de nos investissements, dans la capacité des entreprises à naviguer dans un environnement mondial de moins en moins coopératif.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

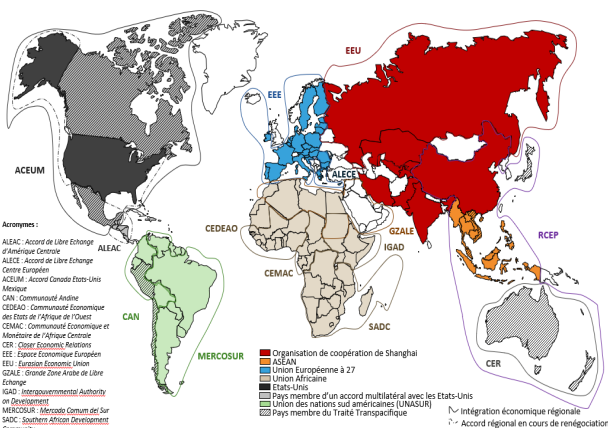
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Une polarisation du Monde de plus en plus affirmée... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	04/08/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,101	1,087	1,025	1,3	7,4
€ / £	0,863	0,861	0,843	0,2	2,5
€ / Yen	156,06	157,28	136,16	-0,8	14,6
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	86	74	94	16,0	-8,4
Indice CRB*	558	545	583	2,2	-4,4
Prix de l'once d'Or	1 940	1 918	1 789	1,1	8,4
Prix de la tonne de cuivre	8 573	8 178	7 728	4,8	10,9
Indice Baltic Dry**	1 136	1 112	1 603	2,2	-29,1
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1039	954	3740	9,0	-72,2

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché des taux d'intérêt a été principalement animé par les chiffres américains. En début de semaine, après la publication des émissions du Trésor à venir et la dégradation par Fitch de la note des Etats-Unis, les taux à 10 ans sont revenus sur leurs niveaux les plus hauts. Le mouvement s'est fortement inversé vendredi suite à la publication des chiffres de l'emploi américain. Après être monté jusqu'à 4.20%, le taux 10 ans américain termine la semaine à 4.03% en hausse de 9 points de base (pbs). Dans le même mouvement, le taux 10 ans français clôture à 3.09% en hausse de 6pbs après un plus haut à 3.18%. Cette hausse s'est accompagnée d'un mouvement de pentification, à savoir une surperformance des taux courts par rapport aux taux longs. L'écart entre le 10 ans et le 2 ans allemands est ainsi passé de -65pbs à -45pbs. Dans ce contexte, les actifs risqués ont moins bien performé, l'écart entre les taux 10 ans italien et allemand s'est écarté de 3pbs à 165pbs.

Le Focus de la semaine : La dette américaine, toujours plus haut !

Le Trésor américain a publié en début de semaine dernière son rapport sur ses prévisions d'émissions obligataires pour les deux prochains trimestres. Entre juillet et septembre, il prévoit d'émettre 1007Mds\$ soit 274Mds\$ supplémentaires par rapport à leurs estimations du mois de mai. C'est le trimestre avec le montant le plus élevé depuis le deuxième trimestre 2020 où il avait fallu faire face aux dépenses liées à la pandémie et où ils avaient émis 2753Mds\$. Pour le quatrième trimestre de l'année, ils prévoient 852Mds\$ d'émissions, ce qui est également important, bien supérieur à la moyenne de ces dernières années. Le comité consultatif en charge des emprunts du Trésor explique sa décision par le souhait d'augmenter l'encours du compte du Trésor à la Fed (TGA) mais également par des dépenses plus importantes que prévues et des recettes fiscales moindres. Cette hausse des montants émis sera visible sur toutes les maturités, du 2 au 30 ans. Le comité a également indiqué qu'il souhaitait conserver une part importante de la dette en bons du Trésor, actuellement de 22,4%, supérieure aux 15-20% recommandés sur le long terme.

Cette tendance à l'augmentation de la dette et du déficit risque de continuer et même de s'accroître dans la mesure où les perspectives de croissance se détériorent et que la charge de la dette américaine ne cesse d'augmenter à la suite des hausses de taux, ce qui contribue aux besoins de financement supplémentaires.

Ces annonces d'émissions plus importantes ont contribué à une hausse des taux américains la semaine dernière, le 10 ans américain dépassant à nouveau les 4%.

Alors que l'agence Fitch vient de dégrader la notation des Etats-Unis, notamment pour des raisons d'augmentation de dette et de déficit (voir le suivi Macroéconomique pour plus de détails), la question est de savoir, comme évoqué lors de nos Perspectives Economiques et Financières du mois de juin, quels investisseurs peuvent acheter cette dette supplémentaire. La Réserve fédérale américaine réduit tous les mois un peu plus sa détention et depuis le début de l'année les banques domestiques ont fait de même. La demande de la part des étrangers reste stable, mais la hausse des taux japonais pourrait inciter les investisseurs japonais à préférer leurs taux domestiques à la dette américaine moins attractive après couverture de la devise. Pour le moment, le Trésor indique que ce sont les fonds monétaires et les fonds d'investissement plus longs, dont les encours continuent d'augmenter du fait de la hausse des taux, qui absorbent l'offre supplémentaire à la fois sur les bons du Trésor et la dette plus longue.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)		
	04/08/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y	
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,25	4,50	2,50	0,00	0,25	1,00	3,00			
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,00	2,50	0,50	0,00	0,25	1,75	3,75			
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,50	2,00	0,00	0,00	0,25	1,75	3,75			
Banque d'Angleterre	5,25	5,00	5,00	3,50	1,75	0,25	0,25	1,75	3,50			
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	4,03	3,95	3,84	3,87	2,69	8	20	16	135	-73	17	
Allemagne	2,56	2,49	2,42	2,57	0,80	7	15	-1	176	-45	6	
France	3,09	3,03	2,95	3,12	1,35	6	14	-2	174	-20	42	
Italie	4,21	4,11	4,10	4,72	2,94	10	11	-50	128	54	43	
Royaume-Uni	4,38	4,33	4,38	3,67	1,91	5	0	71	247	-50	19	
Japon	0,65	0,57	0,39	0,42	0,18	8	26	23	47	62	97	
Crédit												
Indice Itraxx Main	70,0	66,3	76,3	90,6	100,4	3,6	-6,3	-20,6	-30,4			
Indice Itraxx Crossover	393,4	376,1	411,0	474,1	508,4	17,3	-17,6	-80,7	-115,1			

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

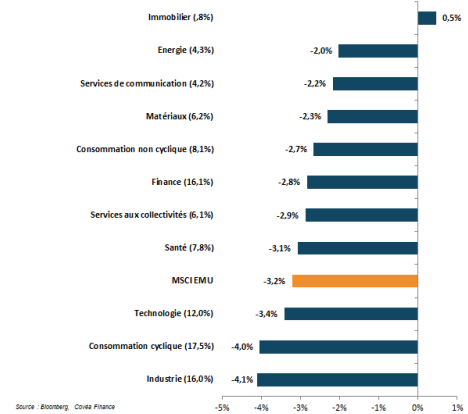
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) a connu, après le rebond en juillet, une consolidation de -2,7%. Il a été pénalisé par des publications décevantes des indicateurs macroéconomiques montrant une contraction de l'activité manufacturière, ainsi que par une remontée des taux souverains. La dynamique de resserrement monétaire a continué à inquiéter les investisseurs. La publication des chiffres de l'emploi aux Etats-Unis en dessous des attentes vendredi a inversé le mouvement sur les taux et entraîné une légère hausse des marchés. Du côté des secteurs, ils sont tous en baisse à l'exception du secteur énergie qui est en hausse de +1,3%. La plus forte baisse revient au secteur des services aux collectivités (-4,4%), suivi du secteur de la technologie (-4,3%) et des Telecom (-4,2% sur la semaine). Depuis le début de l'année, le marché est en hausse de +12%. Seuls les secteurs de l'énergie et de l'immobilier affichent une performance négative.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 30/06/2023 au 07/07/2023 (GICS)



Le Focus de la semaine : La chimie européenne sur une mauvaise pente

Cette semaine nous souhaitons faire un point sur le secteur de la chimie en Europe qui souffre d'une demande atone. Les sociétés du secteur ont été nombreuses dernièrement à revoir leurs perspectives à la baisse (BASF, Covestro, Lanxess, Evonik, Victrex, Clariant, Croda, DSM...). Ces révisions se justifient par la faiblesse des volumes et un recours des clients au déstockage. En effet, les sociétés avaient constitué des stocks après la pandémie du covid pour faire face au problème de logistique et en anticipation de prix plus élevés dans un contexte d'inflation des matières premières. Or une partie de la demande en Europe pourrait avoir été détruite et ne jamais revenir. Les chimistes européens ont en effet dû faire face à une forte augmentation des coûts énergétiques en 2022, ce qui les a rendus moins compétitifs. Les volumes sont proches des niveaux de 2015 éliminant ainsi huit années de croissance de la demande.

Lors du deuxième trimestre 2023, le chiffre d'affaires de BASF a baissé de 25% avec des volumes en contraction de 10%. Son PDG a précisé que la situation est particulièrement difficile sur le marché allemand à cause des prix du gaz et de l'électricité qui pèsent sur les marges.

Selon l'association des chimistes allemands VCI qui regroupe les principales sociétés allemandes du secteur, la production des six premiers mois de l'année était inférieure de 16,5% à celle de 2022. Avec une moyenne de 77%, les capacités n'étaient pas pleinement utilisées. Compte tenu de la faiblesse de l'économie, le VCI suppose que la production chutera de 8% pour l'ensemble de 2023. L'association attribue la faiblesse de l'Allemagne aux prix élevés de l'énergie et aux impôts sur les sociétés trop élevés, à la médiocrité des infrastructures, à la pénurie de travailleurs qualifiés, au retard dans la numérisation, et au manque d'incitation des autorités (90% des entreprises évaluent les coûts énergétiques comme non compétitifs). Le VCI demande un approvisionnement sûr en énergie et en matières premières et des prix compétitifs pour l'électricité et le gaz.

De même, le CEFIC (Conseil Européen de l'Industrie Chimique) a demandé à l'Union Européenne des mesures de soutien pour améliorer la compétitivité des sociétés européennes afin de pouvoir concurrencer les entreprises américaines qui bénéficient du plan de soutien « IRA » et chinoises sans quoi il sera difficile d'atteindre la neutralité carbone.

Les sociétés qui ont la capacité de s'adapter à ce changement s'inscrivent à part entière dans les thématiques que nous abordons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	04/08/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	148	152	147	132	133	-2,7	0,1	12,0	10,8	
MSCI EMU Mid Cap	959	978	937	907	938	-2,0	2,3	5,7	2,2	
MSCI EMU Small Cap	412	419	398	370	370	-1,6	3,5	11,3	11,2	
MSCI Europe	154	158	153	143	147	-2,5	0,4	8,1	4,7	
France CAC 40	7 315	7 476	7 313	6 474	6 513	-2,2	0,0	13,0	12,3	
Allemagne DAX 30	6 312	6 517	6 312	5 693	5 590	-3,1	0,0	10,9	12,9	
Italie MIB	28 586	29 500	27 928	23 856	22 646	-3,1	2,4	19,8	26,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 564	7 694	7 472	7 452	7 448	-1,7	1,2	1,5	1,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 761	8 974	8 675	8 417	8 837	-2,4	1,0	4,1	-0,9	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices ont terminé la semaine en baisse. La Chine affiche la meilleure performance, seul pays qui termine la période en territoire positif, profitant toujours de l'optimisme des investisseurs lié à l'imminence d'un plan de relance de l'économie. La publication d'un PMI Services robuste en Chine est également un facteur explicatif de la surperformance. A l'inverse, Taiwan souffre de dégagements importants dans le secteur technologique notamment, en lien avec une publication décevante du géant Qualcomm. Parmi les éléments transverses, plusieurs informations montrant une fois de plus la place grandissante de l'Inde dans la chaîne de valeur mondiale. En effet, Walmart a acquis une participation complémentaire de 1,4 milliard de dollars dans Flipkart (plateforme de commerce en ligne indienne). Toujours en Inde, Disco, champion mondial des équipements de découpe de semi-conducteurs japonais, a communiqué son souhait d'établir un centre de support et de marketing. Cela fait suite à des annonces similaires ces dernières semaines provenant d'autres acteurs des semi-conducteurs souhaitant établir des présences sur le territoire indien, tels que AMD et Micron. Aussi, Foxconn prévoit d'investir \$500 millions supplémentaires dans ses deux usines en Inde, portant le montant total des investissements à \$1,2 milliard. Enfin, au niveau étatique, le gouvernement indien a annoncé qu'il allait imposer une obligation de licence pour les importations d'ordinateurs portables ainsi que de tablettes, une mesure qui pourrait impacter des entreprises telles qu'Apple, Dell et Samsung et les contraindre à renforcer la production locale.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 2.3% pénalisé par la remontée des taux longs américains après la dégradation de la note de crédit de la dette américaine par Fitch et la bonne tenue du marché de l'emploi dans le secteur privé. Dans ce contexte, tous les secteurs terminaient en territoire négatif à l'exception de l'énergie, soutenue par la hausse des cours du pétrole après la décision de l'Arabie Saoudite de prolonger en septembre la réduction de sa production d'un million de barils par jour. La consommation cyclique bénéficiait des résultats d'Amazon et les financières de la pentification de la courbe des taux. Les segments à hauts dividendes comme les services aux collectivités ou croissance comme les services aux communications et la technologie affichaient les plus fortes baisses face à la remontée des taux longs américains. Le segment technologique était aussi affecté par la publication d'une série de mauvais résultats, notamment ceux d'Apple et de Qualcomm. Côté sociétés, on notera les bons résultats de l'entreprise d'engins de construction Caterpillar dont la croissance a été soutenue par les dépenses d'infrastructures, conséquence des plans de subventions de l'administration Biden.

Le Focus de la semaine : Le marché des engrais, un oligopole face à la baisse des prix

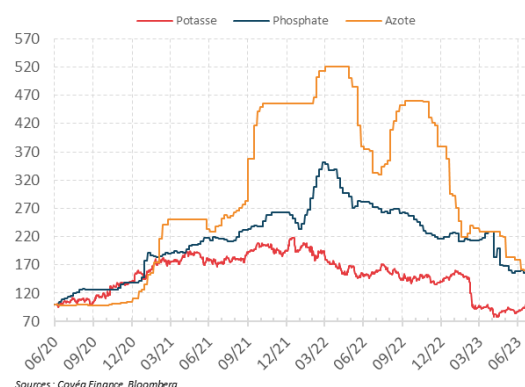
Nutrien, leader mondial des engrais, a publié des résultats trimestriels décevants et abaissé sensiblement ses prévisions de ventes et de résultat pour 2023.

Dans un environnement marqué par une poursuite des réductions des stocks mondiaux et une baisse sensible des prix des engrais, la direction a décidé de prioriser les flux de trésorerie en réduisant les dépenses d'exploitation (\$100M en 2023) et surtout d'investissements (entre \$2,5B et \$3,0 Mds sur 3 ans) : l'expansion des capacités de production de potasse (destinée à compenser la chute de plus de 40% des exportations biélorusses, sous embargo depuis fin 2021) a donc été abandonnée tandis que le grand projet de production d'ammoniac vert de Geismar (\$2 Mds sur 5 ans) et les projets d'expansion de capacités d'azote ont été suspendus.

Ces décisions reflètent la volonté de Nutrien de maintenir sa discipline de production et constituent un signal fort alors que les stocks d'engrais sont au plus bas, que l'offre reste tendue, et que les prix de l'azote, du phosphate et de la potasse enregistrent leurs premiers rebonds depuis longtemps, en réaction à une demande plus soutenue en Amérique du Nord et au Brésil.

Au total, nous sommes toujours favorables au secteur des engrais, un oligopole identifié par les Perspectives Economiques et Financières de Covéa Finance comme un des enjeux majeurs dans la poursuite de la souveraineté alimentaire.

Evolution des prix des engrais agricoles en USD (base 100 au 30/06/2020)



Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	04/08/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 478	4 582	4 396	3 840	4 145	-2,3 ↓	1,9 ↑	16,6 ↑	8,0 ↑	-2,2 ↓	0,6 ↑	13,4 ↑	0,0 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	35 066	35 459	34 122	33 147	32 803	-1,1 ↓	2,8 ↑	5,8 ↑	6,9 ↑	-1,0 ↓	1,4 ↑	2,9 ↑	-1,1 ↓
Etats-Unis - Nasdaq	13 909	14 317	13 591	10 466	12 658	-2,8 ↓	2,3 ↑	32,9 ↑	9,9 ↑	-2,8 ↓	1,0 ↑	29,3 ↑	1,7 ↑
Japon Nikkei 300	482	484	486	401	413	-0,5 ↓	-0,9 ↓	20,2 ↑	16,8 ↑	-0,9 ↓	-0,1 ↓	8,1 ↑	2,9 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 603	2 608	2 550	2 280	2 491	-0,2 ↓	2,1 ↑	14,1 ↑	4,5 ↑	-2,3 ↓	2,2 ↑	6,9 ↑	-3,2 ↓
Chine - Shanghai	3 288	3 198	3 182	3 089	3 227	2,8 ↑	3,3 ↑	6,4 ↑	1,9 ↑	2,6 ↑	3,1 ↑	-0,8 ↓	-11,4 ↓
Hong Kong Hang Seng	19 539	19 917	18 934	19 781	20 202	-1,9 ↓	3,2 ↑	-1,2 ↓	-3,3 ↓	-2,0 ↓	2,2 ↑	-4,0 ↓	-10,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 018	1 043	987	956	1 003	-2,4 ↓	3,1 ↑	6,4 ↑	1,5 ↑	-2,3 ↓	1,8 ↑	3,5 ↑	-6,1 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Des tensions se maintiennent sur le marché du travail »

Le rapport d'emploi de juillet, publié par le Bureau des Statistiques du Travail (BLS), fait état d'une quasi-stagnation des embauches à un niveau faible relativement aux premiers mois de l'année. L'économie américaine a créé 187 000 postes sur le mois, après 185 000 en juin (révisé à la baisse après une estimation initiale à 209 000) et 281 000 en mai (révisé à la baisse après une estimation initiale à 306 000). Par secteur, c'est la santé qui alimente les créations de postes avec 63 000 emplois supplémentaires, loin devant les autres secteurs. En particulier, le secteur des hébergements et loisirs confirme son ralentissement avec seulement 17 000 créations de postes sur le mois. Le taux de chômage a légèrement diminué, à 3,5%, tandis que le taux de participation est resté stable pour le 5^{ème} mois consécutif à 62,6%. Du côté des salaires, les pressions haussières persistent : le salaire horaire a progressé de 0,4% sur le mois (comme les

trois mois précédents), sa croissance annuelle atteignant 4,4%. Ce rapport d'emploi confirme ainsi le caractère toujours tendu du marché du travail, en dépit de quelques signes de modération.

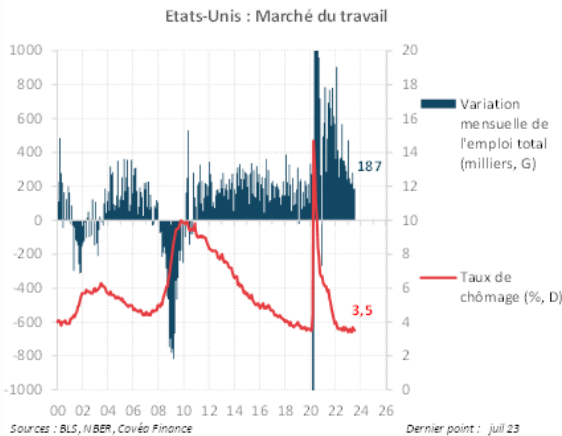
Par ailleurs, le rapport JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey) du BLS signale une légère baisse du nombre d'emplois vacants en juin, qui s'établit à 9,58 millions. Le ratio entre offres d'emploi et nombre de chômeurs se maintient ainsi à 1,6, mais il reste toutefois largement supérieur au niveau d'avant crise (autour de 1,2).

Dans ce contexte de maintien de tensions sur le marché du travail, **la membre du comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine (Fed), Michelle Bowman, a déclaré que la Fed pourrait être amenée à relever encore ses taux afin de rétablir pleinement la stabilité des prix.** Selon elle, des hausses supplémentaires pourraient également être annoncées si les progrès en matière de réduction de l'inflation devaient s'arrêter.

Concernant l'activité économique, les commandes à l'industrie américaine affichent une dynamique solide en juin, en hausse de 2,3% en glissement mensuel, après 0,4% en mai. Néanmoins, ce dynamisme reflète essentiellement la vigueur des commandes d'équipement de transport (+12%) et ce en particulier dans le secteur de l'aviation civile (+69,4%), une composante volatile.

Pourtant, l'enquête ISM rapporte toujours une dégradation de l'industrie américaine. L'indice pour le secteur manufacturier se maintient en zone de contraction pour un neuvième mois consécutif à 46,4 en juillet. Certes, la meilleure orientation des nouvelles commandes rassure quelque peu sur l'état de la demande, mais la composante emploi s'inscrit en forte dégradation sur le mois. Côté services, l'indice reste à 52,7 points en zone d'expansion bien qu'en ralentissement par rapport à juin (53,9). Cette modération se généralise aux différentes composantes de l'indice.

Par ailleurs, les dépenses nominales de construction affichent une



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ISM Manuf.	Indice	juil.-23	46,4	46,0	60,7	53,5
ISM Services	Indice	juil.-23	52,7	53,9	62,4	56,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	juil.-23	42,6	41,8	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	juil.-23	47,3	45,6	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	juil.-23	46,1	45,7	72,9	57,3
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	juin-23	-0,2	-0,9	19,8	12,5
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	juin-23	18,1	18,7	-1,3	9,0
Taux de chômage	% de la pop. active	juil.-23	3,5	3,6	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	juil.-23	187	185	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	juil.-23	4,4	4,4	4,3	5,3

* Du 31/07/2023 au 06/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

progression solide, de 0,5% en glissement mensuel en juin. Cette évolution favorable fait suite à une croissance mensuelle encore plus vigoureuse à 1,1% en mai (revue à la hausse après une estimation initiale à 0,9%). Avec un quatrième mois de hausses mensuelles consécutives, les dépenses de construction témoignent d'une certaine résistance au resserrement monétaire dans un contexte de pénurie de logement.

L'enquête trimestrielle de la Réserve fédérale sur le crédit bancaire (SLOOS) fait part d'une dégradation des conditions d'octroi au cours du deuxième trimestre. Les données collectées jusqu'au 30 juin témoignent d'un resserrement marqué pour les entreprises, tant pour les crédits industriels et commerciaux que pour l'immobilier commercial. La demande de crédits de la part des entreprises reste largement en baisse, sans dégradation supplémentaire. Alors que la croissance américaine a montré au premier semestre sa capacité de résistance, les niveaux actuels sur l'octroi de crédit sont associés au cours des 30 dernières années à des épisodes de récession, ce qui suggère un ralentissement à venir de l'activité. Pour les ménages, le resserrement des conditions d'octroi pour les cartes de crédit se poursuit, en relevant toutefois une légère amélioration sur le crédit automobile. La demande de crédit des ménages reste en recul sur le trimestre.

Enfin, la semaine a été marquée par la dégradation de la notation souveraine des Etats-Unis par l'agence Fitch de AAA à AA+. Fitch explique cette dégradation historique par une détérioration constante de la gouvernance budgétaire américaine au cours des 20 dernières années, notamment en lien avec les incertitudes chroniques sur le plafond de la dette et les perspectives durablement haussières sur la dette. L'agence de notation a également souligné l'augmentation du déficit public, qui devrait, selon ses estimations, atteindre 6,3% du PIB en 2023, contre 3,7% en 2022. Janet Yellen, Secrétaire au Trésor américain, a réagi en qualifiant cette dégradation d' « arbitraire et fondée sur des données obsolètes ».

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Louis Martin

Economiste

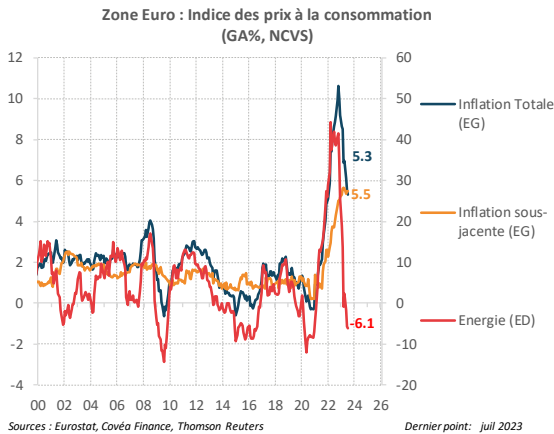


Suivi Macroéconomique

Europe

« En zone euro, la dynamique de l'inflation sous-jacente ne faiblit pas »

En zone euro, l'activité renoue avec la croissance au deuxième trimestre, mais cache une hétérogénéité entre pays. Le PIB est en hausse de 0,3% au deuxième trimestre, en glissement trimestriel, après une stagnation au premier trimestre et une baisse de 0,1% au quatrième trimestre 2022. En revanche, il convient de souligner que l'Irlande, dont les données sont très volatiles, explique près de la moitié de la croissance au deuxième trimestre. Le détail par composante sera disponible lors de la deuxième estimation du PIB. Les données de PIB pour les grands pays avaient été publiées en amont (*voir suivi hebdomadaire du 31 juillet*) : alors que la croissance est bien orientée en France et en Espagne (+0,5% et +0,4% respectivement en glissement trimestriel), le PIB a stagné en Allemagne après deux trimestres consécutifs de déclin, et a baissé de 0,3% en Italie.



Du côté des prix, l'inflation en zone euro reflue légèrement en juillet, mais la dynamique sous-jacente ne faiblit pas. L'indice des prix à la consommation est en hausse de 5,3% en juillet, la plus faible progression annuelle depuis janvier 2022, contre 5,5% le mois précédent. Ce léger recul du taux d'inflation reflète essentiellement l'accélération du recul des prix de l'énergie (-6,1% sur un an). En revanche, l'inflation sous-jacente (hors alimentation, énergie et tabac) ne faiblit pas et s'inscrit à 5,5% en juillet, un niveau similaire au mois précédent. Les services ont été le principal moteur de la hausse des prix, la croissance des prix ayant accéléré à 5,6%, après 5,5% en juin. Le marché du travail toujours tendu (*voir infra*) pourrait être un élément explicatif de la persistance de l'inflation dans ce secteur, particulièrement sensible à la hausse des salaires. Du côté des biens industriels, l'inflation reflue légèrement à 5% (après 5,5%), le secteur ayant pu bénéficier des effets de second tour de la baisse des prix de l'énergie. Les détails par sous-secteurs seront disponibles lors de la deuxième estimation de l'inflation du mois de juillet. Les données d'inflation pour certains pays avaient été publiées en amont (*voir suivi hebdo du 31 juillet*). La Banque centrale européenne continue de faire face à une forte hétérogénéité dans la dynamique d'inflation des pays qui partagent l'euro. Certains pays ont retrouvé une inflation proche de la cible, à l'image de l'Espagne (+2,1%), la Belgique (+1,6%) ou encore le Luxembourg (+2,0%). En revanche, l'Allemagne (+6,5%), l'Italie (+6,4%) ou encore les pays baltes ont toujours une inflation supérieure à la moyenne européenne.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	juin-23	6,4	6,4	7,7	6,7
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	juin-23	-1,3	-2,3	5,1	0,9
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	juil.-23	5,3	5,5	2,6	8,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	juil.-23	5,5	5,5	1,5	3,9
	PIB Vol, CVS, GA%	T2 23	1,1	1,6	5,4	3,4
AL	Taux de chômage % de la pop. active	juin-23	3,0	3,0	3,6	3,1
FR	Taux de chômage % de la pop. active	juin-23	7,1	7,1	7,9	7,3
IT	Taux de chômage % de la pop. active	juin-23	7,4	7,5	9,5	8,1
ES	Taux de chômage % de la pop. active	juin-23	11,7	11,9	14,8	12,9

* Du 31/07/2023 au 06/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les données du taux de chômage en zone euro signalent un marché du travail toujours tendu. En juin, le taux de chômage est demeuré sur un plus bas historique en zone euro, à 6,4%. Alors qu'il est resté inchangé en Allemagne, et en France (à 3,0% et 7,1% respectivement), il a diminué de 0,1 point de pourcentage en Italie (à 7,4%) et de 0,2 point de pourcentage en Espagne (à 11,7%).

Bien que la Banque centrale européenne ait ouvert la voie à une possible pause dans son resserrement monétaire lors de la prochaine réunion, en fonction des données économiques, ces publications ne permettent pas d'écarter la possibilité d'une nouvelle hausse de taux en septembre. Le maintien de pressions inflationnistes significatives et d'un marché de l'emploi tendu restent en phase avec notre vision d'un contexte difficile pour la BCE.

La demande demeure mal orientée en zone euro. Les ventes au détail en volume sont en effet en baisse de 1,3% en juin en glissement annuel, bien que le rythme du déclin ralentisse (-2,3% en mai). La baisse se concentre dans le secteur de l'alimentation, boisson et tabac (-3,5%), tandis que le déclin est plus limité pour les carburants (-0,4%). Pour les produits non alimentaires, les ventes au détail sont restées stables en juin.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 25 points de base, le portant à 5,25%. Le compte-rendu de la réunion montre que la Comité de politique monétaire a décidé de relever une nouvelle fois ses taux (la 14^{ème} hausse consécutive depuis décembre 2021), en raison de certains indicateurs, tels que la hausse des salaires, qui suggèrent que des pressions inflationnistes plus persistantes se matérialisent. En revanche, des divisions persistent au sein du Comité : alors que 6 membres ont voté en faveur d'une hausse de 25 points de base, deux membres souhaitent remonter le taux directeur de 50 points de base tandis qu'un votant voulait laisser les taux inchangés, face aux risques qui pèsent sur l'économie britannique, où la majorité des prêts immobiliers sont à taux variables. Durant la conférence de presse, le gouverneur de la BoE Andrew Bailey a insisté sur la dépendance aux données, et a signalé qu'à ce stade, aucune décision n'avait été prise concernant la réunion de septembre. Le communiqué n'a pas été amendé et prévient toujours que, s'il existait des preuves de pressions inflationnistes persistantes, un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire. Néanmoins, le communiqué indique désormais que la politique monétaire est restrictive. Bien que cela puisse suggérer que le pic du taux directeur pourrait être proche, la vigueur de l'inflation (+7,9% en juillet) et des salaires (+7,3% en glissement annuel entre mars et mai) dans le pays pourrait obliger la BoE à poursuivre, plus longtemps, son resserrement monétaire.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

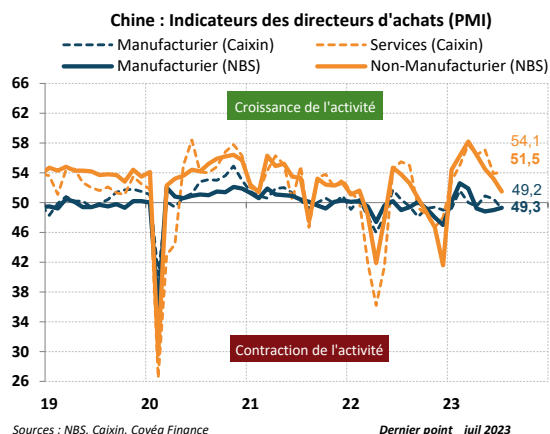


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'activité chinoise reste peu dynamique à l'amorce du deuxième semestre »

Les indicateurs PMI décrivent une économie chinoise toujours peu vigoureuse en juillet. Selon l'enquête du Bureau national des statistiques (NBS), l'industrie manufacturière se maintient en zone de contraction pour un 4^{ème} mois consécutif avec un indice à 49,3. Ce recul est toutefois moins prononcé que ceux des trois derniers mois, notamment grâce à la meilleure orientation de la demande. La perception d'un déclin manufacturier est corroborée par l'enquête manufacturière de Caixin dont l'indice recule significativement à 49,2 en juillet après s'être maintenu en zone d'expansion en mai et juin. Les deux enquêtes, de Caixin et du NBS, apportent toutefois une vision opposée de la dynamique des services. Alors que le PMI services du NBS rapporte un ralentissement de l'activité en juillet à 51,5 contre 52,8 juin, le PMI services de Caixin indique au contraire une vigueur légèrement plus prononcée sur le mois (54,1 contre 53,9 en juin).



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	Taux de chômage	% de la pop. act.	juin-23	2,5	2,6	2,8	2,6
	Prod. Industrielle	Vol. CV5, GA%	juin-23	-0,4	2,5	5,8	0,0
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	juil.-23	51,5	53,2	52,9	49,1
	PMI Manufacturier	Indice	juil.-23	49,3	49,0	50,5	49,1

* Du 31/07/2023 au 06/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Face au ralentissement économique, les autorités chinoises multiplient les annonces de soutien tout en restant vagues.

Le Conseil d'Etat a notamment indiqué que les autorités locales doivent jouer un rôle central dans le soutien à l'activité en développant des mesures adaptées à leurs préoccupations propres. Le coût budgétaire du soutien économique, qui reste inconnu, pourrait toutefois également peser sur les finances, déjà fragiles, des autorités locales. Dans ses dernières déclarations, le gouvernement a demandé aux autorités locales de renforcer les soutiens à l'achat de véhicules électriques, notamment à travers des baisses d'impôts supplémentaires sur les transactions, des primes à la casse ou encore le développement d'infrastructures de recharge supplémentaires. Les autorités ont également évoqué la mise en place d'incitations financières pour les travaux d'isolation énergétique des logements. Pour soutenir la demande, le gouvernement souhaite également améliorer l'environnement de consommation, notamment via le développement des infrastructures logistiques et de e-commerce, en particulier dans les zones rurales. Les infrastructures digitales devraient également être renforcées, notamment via une expansion du réseau 5G. Pour redynamiser les activités touristiques, le gouvernement a évoqué la mise en place de mesures incitatives telles que des baisses de coûts d'accès aux lieux touristiques. Ainsi, ces indications restent toujours peu précises et ne font pas, pour l'heure, référence à des soutiens directs aux revenus des ménages contrairement à ce que semblaient impliquer les déclarations du Politburo une semaine auparavant. En outre, les autorités ont indiqué qu'elles encourageraient les banques à fournir des soutiens financiers aux petites et moyennes entreprises

dans les secteurs clés. A l'occasion d'une réunion de travail, la Banque populaire de Chine a également indiqué qu'elle conduirait les banques à réduire les taux sur les encours de crédit immobilier.

Au Japon, l'industrie confirme sa bonne orientation au deuxième trimestre. La production industrielle s'est redressée de 2% en juin en glissement mensuel, après la baisse de 2,2% du mois de mai, et affiche ainsi une progression solide de 5,1% en rythme trimestriel. En juin, l'industrie a principalement été tirée par l'automobile (+6,1% en glissement mensuel) et les appareils et composants électroniques (+5,8%). Les perspectives sont toutefois moins bien orientées puisque l'enquête du gouvernement auprès des entreprises, à l'instar de l'enquête PMI, indique qu'un recul de l'activité industrielle est attendu en juillet.

La consommation faiblit quelque peu mais la dynamique reste très favorable sur l'ensemble du premier semestre. Les ventes au détail ont légèrement baissé en juin de 0,4 % en glissement mensuel, face à la faiblesse des ventes de vêtements, mais ce recul est loin d'effacer la hausse de 1,4% enregistrée en mai. Sur douze mois, la valeur des ventes au détail conserve une croissance robuste de 6% en juin. En outre, les perspectives restent favorables pour la consommation. Malgré le maintien d'une inflation relativement élevée, l'enquête sur la confiance des ménages poursuit son amélioration pour un 8^{ème} mois consécutif en juillet et se rapproche encore davantage de ses niveaux pré-pandémiques. Les ménages japonais semblent en effet profiter d'un marché du travail toujours tendu (chômage à 2,5%) et de la dynamique favorable des salaires suites aux négociations salariales de printemps.

Sur le plan monétaire, la Banque du Japon (BoJ) réitère son engagement pour une politique durablement accommodante.

Shinichi Uchida, gouverneur adjoint de la BoJ, a déclaré que la flexibilisation de la politique de contrôle de la courbe des taux souverains annoncée fin juillet ne constituait pas un prélude à une normalisation monétaire mais visait au contraire à permettre un assouplissement monétaire massif plus durable. Selon lui, il resterait un long chemin à parcourir avant que les conditions ne soient réunies pour que la BoJ relève son taux directeur, qui reste négatif à -0,1%. Il a ajouté que la BoJ était prête à intervenir pour enrayer les fortes hausses des taux souverains, même avant que le plafond de 1,0% nouvellement fixé pour les obligations à 10 ans ne soit atteint. En effet, au lendemain de cette déclaration, alors que le taux souverain à 10 ans avait atteint un plus haut depuis 2014 en dépassant les 0,65%, la BoJ est effectivement intervenue pour acheter 300 Mds de yens (2,1 Mds\$) d'obligations souveraines à des échéances de 5 à 10 ans et 100 Mds de yens (0,7 Mds\$) à des échéances de 3 à 5 ans. La BoJ était déjà intervenue sur les marchés en début de semaine pour canaliser ces pressions haussières sur les taux.

Louis Martin

Economiste



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.