

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

14 août 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés Page 2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique Page 6

Etats-Unis
Europe
Asie



Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

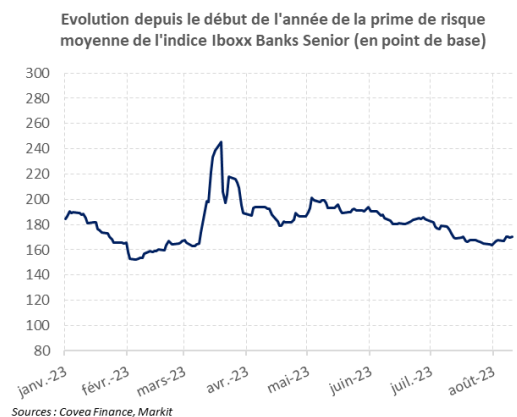
La semaine dernière, les marchés de taux ont été volatils dans un contexte de faible liquidité. Les statistiques décevantes en provenance de Chine, confirmant les craintes d'une reprise moins vigoureuse de son économie, ont entraîné une baisse généralisée des taux sur l'ensemble des zones et des maturités entre 10 et 15 points de base. Ainsi, les taux souverains français et américains de maturité 10 ans passent respectivement en-dessous de 3% et 4%. Par ailleurs, l'annonce d'une taxation des revenus exceptionnels des banques en Italie, ainsi que la dégradation de la notation de plusieurs banques régionales américaines par l'agence Moody's a renforcé les inquiétudes des marchés et a affecté les primes des actifs risqués qui se sont écartées de quelques points de base. 24h après son annonce et face à la forte réaction des marchés, le gouvernement italien modère la proposition de taxation sur les banques. Le sentiment s'améliore au fur et à mesure. Les adjudications du Trésor américain rencontrent des niveaux satisfaisants de demande, malgré des volumes en nette progression. En milieu de semaine, le mouvement s'inverse et les taux montent, notamment sur la partie courte, effaçant la baisse précédente. La bonne surprise des statistiques britanniques (rebond du PIB du 2ème trimestre, tiré par le secteur manufacturier), et la publication de l'inflation américaine, closent la semaine sur des niveaux de rendements obligataires plus élevés : le taux français 10 ans termine à 3.15%, le taux américain à 4.15%.

Le Focus de la semaine : Un secteur bancaire européen plus résistant ?

Le 28 juillet dernier, les autorités européennes de supervision bancaire, BCE et ABE*, ont dévoilé les résultats de l'édition 2023 de leur test de résistance. Comme tous les 2 ans, elles ont soumis les banques à un test extrême afin de mesurer l'impact sur leur solvabilité. Pour cet exercice, le scénario économique défavorable se veut sévère : récession de -3.5% en 2023, de -4.2% en 2024, avec une inflation à 9.7% en 2023 et de 5% en 2024. 75% du secteur bancaire européen a été testé. Au niveau consolidé, l'impact sur le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (CET1**) serait en moyenne de -459 points de base (pbs), à 10,4 %. Ce sont principalement le risque de crédit, le risque de marché et la génération de revenus plus faibles qui ont exercé une incidence négative sur les fonds propres. Ce résultat est plus encourageant que celui du précédent exercice qui, avec un scénario moins sévère, s'était traduit par une contraction de 485 pbs du ratio CET1. Selon l'ABE, malgré des pertes cumulées de 496 Md€, les banques restent suffisamment capitalisées pour continuer à soutenir l'économie. Cette analyse globale ne doit pas masquer la disparité des résultats au niveau individuel. Si, dans l'ensemble, il y a peu de surprises négatives, il n'en demeure pas moins que le secteur bancaire français, par exemple, enregistre l'une des plus fortes contractions du ratio CET1 dans ce scénario. Et cela, même si l'on isole le cas de La banque postale dont le ratio CET1 atteint 0%, pénalisé à la fois par l'importance des activités d'assurances dans son bilan (60% depuis la prise de contrôle de 100% de la CNP en 2022), et par la prise en compte de normes comptables moins favorables pour ces activités. D'autres banques européennes se retrouvent dans ce même cas de figure comme DZ Bank ou Bank of Ireland. Au total, ce sont 6 banques qui voient leur ratio CET1 passer en-dessous de 8%. A contrario, parmi les facteurs qui ont joué en faveur de meilleurs résultats, on relève : une proportion plus importante de crédits à taux variables, une faible part des dépôts rémunérés et une moindre dépendance au financement de marché, dont le coût augmente fortement en cas de scénario économique défavorable. Ces éléments contribuent notamment à une plus forte génération de revenus nets d'intérêts, essentielle au renforcement du capital des banques. Ainsi, le secteur bancaire espagnol, qui compte le plus de taux variables à son bilan et qui bénéficie d'une structure actif-passif favorable aux hypothèses du test, affiche de meilleurs résultats avec une contraction du ratio CET1 de seulement 291pbs. Cependant, il faut noter que cet exercice ne traite pas de l'autre risque majeur pour les banques : le risque de liquidité, risque à l'origine de la crise bancaire aux Etats-Unis. Il n'en demeure pas moins que ces résultats, aux yeux des autorités européennes, renforcent le sentiment d'une robustesse du secteur bancaire européen dans un contexte économique encore très incertain.

* ABE — Autorité Bancaire Européenne, est une autorité indépendante de l'UE, en charge de la surveillance prudentielle de l'ensemble du secteur bancaire européen

** Ratio CET1 = Fonds propres de base de catégorie 1 (instruments de capital résultats non distribués + réserves + fonds pour risques bancaires généraux), rapportés au montant total des actifs moyens pondérés du risque



Sources : Covea Finance, Markit

Loubna Fassi +
Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	11/08/23	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	5,25	5,00	3,50	1,75	0,00	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	4,15	4,03	3,84	3,87	2,89	12	31	28	126	-73	11
Allemagne	2,62	2,56	2,42	2,57	0,97	6	21	5	165	-41	8
France	3,15	3,09	2,95	3,12	1,54	6	20	4	162	-18	42
Italie	4,25	4,21	4,10	4,72	3,03	4	15	-46	122	57	42
Royaume-Uni	4,53	4,38	4,38	3,67	1,95	15	15	86	258	-49	20
Japon	0,58	0,65	0,39	0,42	0,19	-7	19	16	39	57	97
Crédit											
Indice Itraxx Main	71,6	70,0	76,3	90,6	96,5	1,6	-4,7	-19,0	-24,9		
Indice Itraxx Crossover	402,7	393,4	411,0	474,1	484,8	9,3	-8,2	-71,4	-82,1		

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

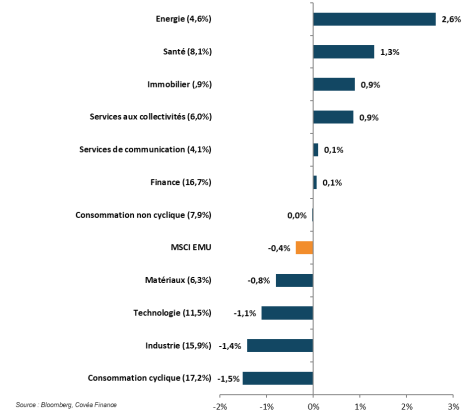
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice Européen (MSCI EMU) recule de 0,4% sur la semaine écoulée dans un contexte de ralentissement de la Chine. La forte décroissance des chiffres de commerce chinois et le risque déflationniste qui pèse sur la Chine entament la confiance des investisseurs. Dans cet environnement, les secteurs cycliques baissent le plus, l'automobile pèse sur la consommation cyclique (-1,5%). Le secteur de l'industrie (-1,4%) reflète la sanction boursière de Siemens qui annonce un fort recul des commandes. A l'inverse, le secteur de l'énergie (+2,6%) arrive en tête du classement, porté par le rebond du cours du gaz naturel suite aux annonces de grève en Australie. Au sein du secteur de la Finance (+0,1%) la bonne saison de publication des compagnies d'assurances l'emporte sur l'annonce surprise de la taxe bancaire italienne. D'un point de vue géographique, le Danemark (+8.5%) s'illustre par les résultats d'études cliniques de son champion Novo Nordisk qui indiquent une réduction significative des accidents cardiovasculaires pour son blockbuster, Wegovy, dans le traitement contre l'obésité.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 04/08/2023 au 11/08/2023 (GICS)



Le Focus de la semaine : Les précieux dérivés du bois

La cellulose est principalement utilisée dans la production de pâte à papier, un produit intermédiaire à l'origine de nombreuses applications : papier, emballages carton et mouchoirs. Son utilité ne se cantonne toutefois pas à l'industrie du papier. On la retrouve notamment dans l'alimentaire pour la production de boyaux de saucisses au même titre que le collagène, ainsi que dans l'industrie du textile, transformée en viscosse. Elle se fait également une place au sein de l'industrie médicale, sous forme d'hydrogel, elle favorise la croissance et la division cellulaire lors de la phase de culture cellulaire, en amont de la chaîne de production des médicaments biologiques. Son utilisation dans les pansements permet aussi de maintenir un environnement humide qui favorise une meilleure cicatrisation des plaies.

Le bois recèle une autre fibre, plus discrète mais néanmoins précieuse : la lignine. Cette fibre est intéressante du point de vue gustatif, puisqu'elle contient de la vanilline, la molécule qui procure l'arôme de vanille. Elle apporte parfois une note parfumée de vanille au vin après une longue phase de maturation en barrique. La production de vanilline à partir de fibre de bois est d'ailleurs une spécialité du norvégien Borregaard.

Lors de la production de la pâte à papier, les fibres de lignine se liquéfient et se séparent des fibres de cellulose. La lignine liquide, sous-produit dans la production de la pâte à papier, trouvera son utilité en tant que fioul. Surnommé liqueur noire par les industriels, elle leur procure un degré d'autosuffisance énergétique. Chez le finlandais UPM, la liqueur noire représente environ la moitié de la consommation de fioul, un carburant d'autant plus précieux qu'il est neutre en carbone. Cette autosuffisance s'est révélée être un véritable atout dans le contexte de crise énergétique qui a frappé l'Europe depuis l'invasion de l'Ukraine. Une résilience qui fait écho au thème de la capacité d'adaptation que nous déclinons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Grégoire Du Mesnil du Buisson

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	11/08/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	147	148	147	132	134	-0,4	↓	-0,3	↓	11,6	↑	10,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	951	959	937	907	945	-0,8	↓	1,5	↑	4,9	↑	0,6	↑
MSCI EMU Small Cap	406	412	398	370	379	-1,3	↓	2,1	↑	9,8	↑	7,3	↑
MSCI Europe	154	154	153	143	147	0,0	↔	0,4	↑	8,2	↑	4,5	↑
France CAC 40	7 340	7 315	7 313	6 474	6 545	0,3	↑	0,4	↑	13,4	↑	12,2	↑
Allemagne DAX 30	6 265	6 312	6 312	5 693	5 603	-0,7	↓	-0,8	↓	10,0	↑	11,8	↑
Italie MIB	28 275	28 586	27 928	23 856	22 858	-1,1	↓	1,2	↑	18,5	↑	23,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 524	7 564	7 472	7 452	7 466	-0,5	↓	0,7	↑	1,0	↑	0,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 724	8 761	8 675	8 417	8 826	-0,4	↓	0,6	↑	3,6	↑	-1,2	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices affichent des performances mitigées mais le Japon enregistre encore la meilleure performance (+1,3%) grâce à de bonnes publications semestrielles. De son côté, la Malaisie progresse de 0,8%, dans l'espoir que les prochaines élections législatives pourraient consolider le gouvernement d'Anwar Ibrahim et mettre un terme à l'instabilité politique qui règne depuis 2020.

A l'inverse, les marchés chinois enregistrent de mauvaises performances (Chine -3,0% et Hong Kong -2,4%) en raison des inquiétudes des investisseurs à l'égard du secteur immobilier après un défaut de paiement de Country Garden, l'un des plus grands promoteurs immobiliers du pays ; cet incident rappelle les risques de faillite de l'entreprise et renforce les craintes de contagion au sein du secteur.

Du côté des technologies nouvelles, on notera que les 4 géants chinois de l'internet (Baidu, ByteDance, Tencent et Alibaba) ont passé des commandes d'une valeur totale de \$1 Md auprès de Nvidia afin de se procurer 100,000 processeurs GPU de type A800 destinés à des applications d'intelligence artificielle générative. Parallèlement, TSMC a annoncé la production de puces avancées de 2 nanomètres dans une fonderie en construction à Taïwan, sans toutefois préciser la date de production de masse.

Aux Etats-Unis, les indices américains ont clôturé la semaine en baisse (S&P500 -0,3%, Nasdaq -1,9%) en raison notamment d'une poursuite des prises de profits parmi les 7 plus grandes valeurs de la côte (ie. GAFAM, Tesla, Nvidia). Malgré des données d'activité qui continuent de pointer vers un atterrissage en douceur de l'économie et une inflation en phase de modération, le lourd calendrier d'émissions obligataires du Trésor et les discours toujours restrictifs des gouverneurs de la Réserve Fédérale conduisent à une remontée des rendements obligataires (+10bp, à 4,11% pour le bon du Trésor à 10 ans) et pèsent sur les valorisations du marché.

De ce fait, les valeurs de croissance sous-performent, notamment dans les secteurs de la technologie et de la consommation discrétionnaire. En revanche, l'énergie et les secteurs plus défensifs (santé, consommation courante et immobilier) ont été recherchés.

On notera par ailleurs que Moody's a abaissé les notes de crédit de 10 banques régionales et mis sous surveillance 6 institutions importantes, parmi lesquelles US Bancorp, Trust Financial, Bank of New York et State Street Corp ; les raisons évoquées par l'agence de notation sont l'augmentation des coûts de financement, les risques croissants liés à l'immobilier commercial et les nouvelles contraintes réglementaires en matière de capital.

Le Focus de la semaine : Vers une nouvelle cartographie des approvisionnements en uranium ?

Si les gisements d'uranium sont relativement bien répartis à travers le monde, la production est aujourd'hui concentrée dans 15 pays (dont la moitié au Kazakhstan) suite au rejet quasi général de l'électricité nucléaire depuis 2011 (catastrophe de Fukushima et problématiques de gestion des déchets). Face à la chute des prix, les entreprises du secteur se sont repliées vers les pays émergents où les coûts de production sont faibles et ont fermé la plupart des mines situées dans les pays développés.

Depuis début 2022 toutefois, le secteur bénéficie d'une envolée des prix de l'uranium, directement liée aux craintes d'approvisionnement des pays occidentaux suite aux problèmes sociaux au Kazakhstan (premier producteur mondial) et à la guerre en Ukraine (accès au gaz et au pétrole russe). Parallèlement, l'Union Européenne a reconnu la contribution positive du nucléaire dans la lutte contre le réchauffement climatique et lui a accordé le statut d'énergie de transition.

Ainsi, après des années de désinvestissement, la filière devrait connaître un nouvel élan dans les pays développés, non seulement par l'augmentation des productions canadiennes et australiennes mais aussi par le développement de nouvelles capacités, aux Etats-Unis notamment où l'« Inflation Reduction Act » prévoit \$700 Mln de subventions pour la production d'uranium enrichi.

Dans ce contexte, le coup d'Etat au Niger, 7ème plus gros producteur mondial, constitue un facteur supplémentaire en faveur du redémarrage d'une filière stratégique pour l'indépendance et la transition énergétique des pays occidentaux.

Evolution des prix de l'uranium depuis 1999



Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
						en devise locale					en €				
	11/08/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	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	4 464	4 478	4 396	3 840	4 280	-0,3 ↓	1,5 ↑	16,3 ↑	4,3 ↑	0,2 ↑	0,8 ↑	13,7 ↑	-2,3 ↓		
Etats-Unis - Dow Jones	35 281	35 066	34 122	33 147	33 761	0,6 ↑	3,4 ↑	6,4 ↑	4,5 ↑	1,1 ↑	2,6 ↑	4,1 ↑	-2,1 ↓		
Etats-Unis - Nasdaq	13 645	13 909	13 591	10 466	13 047	-1,9 ↓	0,4 ↑	30,4 ↑	4,6 ↑	-1,4 ↓	-0,4 ↓	27,5 ↑	-2,0 ↓		
Japon Nikkei 300	488	482	486	401	418	1,3 ↑	0,4 ↑	21,7 ↑	16,9 ↑	-0,4 ↓	-0,5 ↓	7,7 ↑	0,7 ↑		
Corée du Sud KOSPI	2 591	2 603	2 550	2 280	2 528	-0,4 ↓	1,6 ↑	13,6 ↑	2,5 ↑	-1,9 ↓	0,2 ↑	4,9 ↑	-5,4 ↓		
Chine - Shanghai	3 189	3 198	3 182	3 089	3 277	-0,3 ↓	0,2 ↑	3,2 ↑	-2,7 ↓	-0,6 ↓	-0,4 ↓	-4,1 ↓	-15,1 ↓		
Hong Kong Hang Seng	19 075	19 539	18 934	19 781	20 176	-2,4 ↓	0,7 ↑	-3,6 ↓	-5,5 ↓	-1,9 ↓	0,2 ↑	-5,9 ↓	-11,2 ↓		
Marchés Emergents - MSCI	998	1 018	987	956	1 017	-2,0 ↓	1,1 ↑	4,3 ↑	-1,9 ↓	-1,5 ↓	0,3 ↑	2,0 ↑	-8,1 ↓		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Coup de froid sur les banques en Italie

La concrétisation de la rumeur qui couvait depuis quelques jours quant à une taxe du gouvernement Meloni sur les « surprofits » des banques a ébranlé l'univers bancaire européen. L'indice sectoriel MSCI EMU Banks, composé de seize banques de la zone euro (dont quatre italiennes, représentant 20% de l'indice), a chuté de 3,55% lors de la séance du 8 août. Les banques françaises n'ont pas été insensibles à cette annonce : l'Italie représente en effet le deuxième marché du Crédit Agricole et le troisième pour BNP Paribas.

Le vice-Président du Conseil, M. Matteo Salvini, estime que cette taxe sur les « surprofits » des banques vise à « compenser la hausse des taux de la BCE qui a entraîné une augmentation du coût de l'argent pour les ménages et les entreprises ». Face à la réaction des marchés, (Intesa Sanpaolo, première banque du pays en termes d'actifs, cédant 8,06%), le Ministre de l'Economie, M. Giancarlo Giorgetti, est intervenu dès le lendemain pour calmer la situation. M. Giorgetti a précisé les seuils applicables à cette taxe en les reformulant à la hausse, entraînant le rebond boursier du secteur le mercredi.

Désormais un prélèvement de 40% sera effectué sur la différence entre les revenus nets d'intérêts des exercices 2022 et 2021, si le revenu net d'intérêt de 2022 dépasse d'au moins 5% celui de l'exercice précédent. Pour les revenus nets d'intérêt de 2023, la taxe s'appliquera sur la différence par rapport aux revenus d'intérêts de 2022 lorsque les revenus nets d'intérêts de 2023 seront d'au moins 10% supérieurs à ceux de 2022. L'impôt extraordinaire ne pourra dépasser 0,1% de la valeur des actifs pondérés en fonction des risques de la banque. Lors de l'annonce initiale faite par Mme Meloni mardi, ce plafond de la taxe était annoncé non pas à 0,1% mais à 25% des actifs pondérés.

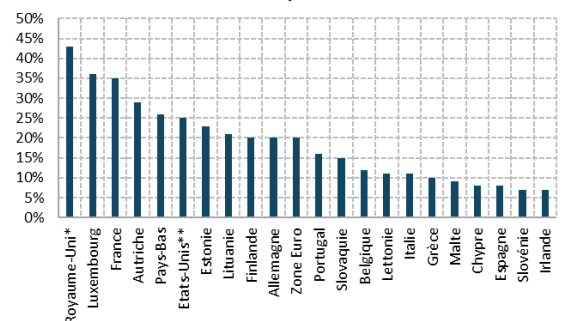
Cette nouvelle taxe devrait générer environ 2 Md€ à l'Etat italien, bien en deçà des 9 Md€ attendus avec les seuils initiaux. La taxe devra être réglée d'ici juin 2024 et concernera les exercices comptables de 2022 et 2023. Pour l'instant, l'Association bancaire italienne (ABI) se refuse à tout commentaire. Cette annonce survient alors que les banques italiennes affichent de bons résultats semestriels : Unicredit enregistrant une hausse de 91,5% de son résultat net (à 4,4 Md€), principalement grâce aux revenus générés par la hausse des taux d'intérêt, et Intesa Sanpaolo observant un bond de 80% de son bénéfice net au premier semestre (à 4,2 Md€).

Les banques italiennes, tout comme d'autres établissements européens, ont été critiquées pour leur lenteur à répercuter la hausse des taux sur les dépôts de leurs clients, malgré leur bons résultats. Après des années de marges faibles liées aux taux bas, les banques européennes semblent retarder la répercussion de la hausse des taux des banques centrales à leurs clients. Elles profitent par ailleurs de dépôts plus captifs qu'aux Etats-Unis, du fait d'une moindre facilité à migrer vers des fonds monétaires plus rémunérateurs. La sensibilité des taux de rémunération des dépôts (cf les résultats de l'étude S&P dans le graphique ci-dessous) apparaît en effet assez faible dans le Sud de l'Europe.

Cela est illustré par le fait qu'une hausse de taux courts de la BCE de 100 points de base n'entraîne qu'une augmentation moyenne de 11 points de base dans les grandes banques italiennes, soit un niveau bien inférieur à celui constaté en France par exemple (35 points de base), en Allemagne (20 points de base), ou au Royaume-Uni (43 points de base). Au Royaume-Uni, la concurrence plus vive entre banques aurait créé cet environnement plus favorable au consommateur, à l'inverse de paysages bancaires moins concurrentiels d'Europe du Sud et d'Irlande, où les banques se sont consolidées suite à la crise de la zone euro. D'autre part, les niveaux solides de liquidité dans le système bancaire européen post-covid ne poussent pas les banques à courir après les dépôts pour assurer leur liquidité.

Cette taxe italienne pourrait faire des émules en Europe, en particulier dans les pays où la propension des banques à répercuter la hausse des taux chez les déposants est faible. L'Espagne a déjà instauré l'an dernier sa taxe sur les revenus exceptionnels du secteur bancaire, qui doit rapporter 2,6 Md€ sur deux ans au pays, alors que les bénéfices du secteur bancaire espagnol ont dépassé les 20 Md€ en 2022. En Lettonie, le ministre des Finances a déclaré en début de semaine dernière qu'une taxation additionnelles des profits bancaires ferait « certainement partie du paquet budgétaire » de Riga pour 2024. L'Irlande et la Belgique sont également deux pays où les taux plus élevés tardent à se transmettre aux consommateurs, mais sans annonce du gouvernement pour une éventuelle taxe pour l'instant. La possibilité de publications de bons résultats à venir pour les banques pourrait inciter ces gouvernements à envisager l'introduction d'une taxe bancaire.

Part de la hausse des taux d'intérêt reversée aux déposants



Source : S&P Global Ratings, repris dans le Financial Times du 23/07/2023.
 * : depuis décembre 2021, début de la hausse de taux de la BoE.
 ** : depuis mars 2022, début de la hausse de taux de la Fed, jusqu'en mars 2023.

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier

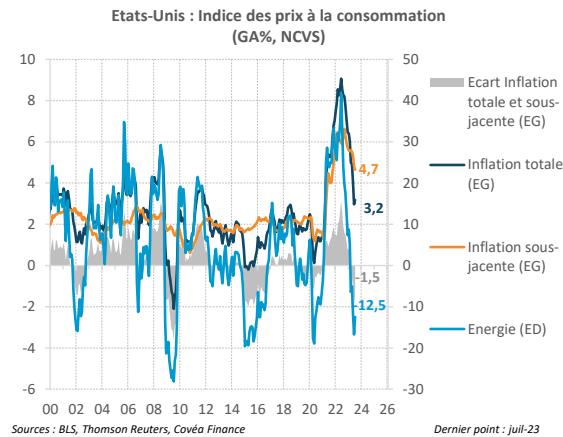


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation repart à la hausse au mois de juillet »

L'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation est en hausse à 3,2% en rythme annuel en juillet, après 3,0% en juin. Cette hausse de la croissance annuelle des prix reflète à la fois des effets de base (l'inflation ayant atteint un pic à 9,1% en juin 2022), mais également une dynamique mensuelle des prix qui ne faiblit pas. En mois sur mois, l'indice des prix a progressé de 0,2% en juillet, un rythme similaire au mois de juin. L'inflation sous-jacente a enregistré la même dynamique (+0,2% en glissement mensuel, comme le mois précédent). La composante logement a été de loin le principal contributeur à la progression mensuelle des prix (+0,4% en glissement mensuel) suivi de l'assurance automobile (+2,0% en glissement mensuel en juillet, après 1,7%). En revanche, les prix des billets d'avion ont poursuivi leur baisse pour le quatrième mois consécutif (-8,1%), tout comme les prix des véhicules d'occasion (-1,3%). En rythme annuel, l'inflation sous-jacente a légèrement fléchi, à 4,7% après 4,8% en juin. Par ailleurs, l'inflation des services hors énergie et loyers (composante particulièrement suivie par la Réserve fédérale car reflétant les pressions salariales) a été de 0,2% sur le mois (contre +0,1% en juin). La progression de cet indice en juillet fait écho aux données du marché du travail du mois, publiées la semaine précédente, qui ne signalaient pas de modération dans la dynamique des salaires. **Le dynamisme de cet indice reste en phase avec notre appréciation de pressions inflationnistes persistantes et ne permet pas d'écarter la possibilité d'une nouvelle hausse de taux de la Réserve fédérale lors de la réunion de septembre.** A la suite de la publication de ces chiffres d'inflation, P. Harker, président de la Réserve Fédérale (Fed) de Philadelphie, a indiqué qu'il pourrait être approprié de cesser d'augmenter les taux, faisant écho aux déclarations de R. Bostic, président de la Fed d'Atlanta, membre non-votant. En revanche, certains responsables de la Fed semblent toujours favorables à de nouvelles hausses de taux. La présidente de la Fed de San Francisco, Mary Daly, s'est en effet montrée plus prudente et a indiqué que le reflux de l'inflation sous-jacente en juillet était attendu, et qu'il était prématuré d'affirmer que la Réserve fédérale en a assez fait. De la même manière, selon Michelle Bowman (membre du comité de politique monétaire), de nouvelles hausses de taux pourraient être nécessaires pour ramener l'inflation à la cible.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
Indice de confiance NFIB	Indice	juil.-23	91,9	91,0	98,8	92,4
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	août-23	71,2	71,6	77,6	59,0
Inflation	IPC, GA%, NCVS	juil.-23	3,2	3,0	4,7	8,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	juil.-23	4,7	4,8	3,6	6,2
Importations	Val, NCVS, GA%	juin-23	-9,8	-7,4	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA%	juin-23	-8,4	-6,7	22,9	17,5

*Du 07/08/2023 au 13/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

peessimiste des perspectives d'activité.

Le déficit commercial des Etats-Unis s'est réduit en juin, à 65,5Mds\$ après 68,3Mds\$ au mois de mai. Cette amélioration reflète la baisse des importations (-1,0% par rapport au mois précédent), en raison du ralentissement des achats de biens d'équipements fabriqués à l'étranger, tandis que les exportations n'ont que très peu reculé (-0,1% sur le mois).

Du côté géopolitique, Joe Biden a signé un décret qui limite les investissements américains en Chine. Cette mesure cible notamment les secteurs de l'informatique quantique, des semi-conducteurs et de l'intelligence artificielle, et vise à restreindre la capacité de la Chine à développer des technologies militaires et de surveillance de nouvelles générations, susceptibles, selon la Maison Blanche, de menacer la sécurité nationale des États-Unis.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

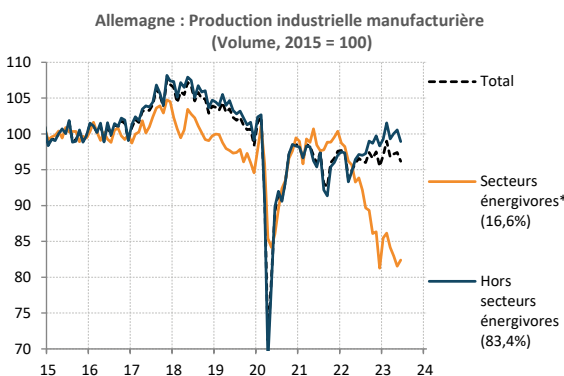


Suivi Macroéconomique

Europe

« La production industrielle allemande demeure mal orientée »

En Italie, le gouvernement a annoncé sa volonté de mettre en place une taxe sur les bénéfices exceptionnels des banques. Le gouvernement italien reproche en effet aux banques de ne pas avoir totalement répercuté les hausses de taux d'intérêt de la Banque centrale européenne sur la rémunération des dépôts des épargnants italiens. Ainsi, la coalition menée par G. Meloni souhaite instaurer une taxe de 40% sur ces bénéfices « exceptionnels », mais a indiqué qu'un plafond de 0,1% du total des actifs des banques serait appliqué. Selon l'agence Bloomberg, le gouvernement pourrait récolter 2 Mds€, qui seront utilisés pour aider les détenteurs de prêts immobiliers. Cette taxe fait partie d'un ensemble plus vaste de mesures, qui doivent être votées prochainement au Parlement italien.



Sources : Datostream, Covéa Finance
 *Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques
 Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point juin 2023

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juin-23	-1,7	0,2	4,6	-0,4
FR	Indicateur de confiance Bdf	Indice	juil.-23	91,8	92,9	102,2	100,5
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juin-23	0,8	-2,1	7,3	-2,8
	PIB	Vol, CVS, GA%	T2 23	0,4	0,2	7,6	4,1

*Du 07/08/2023 au 13/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Allemagne, la production industrielle demeure mal orientée. Elle a en effet reculé de 1,5% (en glissement mensuel) au mois en juin, après une baisse de 0,1% en mai. Sur douze mois, la production industrielle est en recul de 1,7% et demeure toujours inférieure de plus de 5% à son niveau pré-pandémique. La production des secteurs les plus énergivores échappe à la tendance négative, et a progressé de 1,1% en juin en glissement mensuel. Mais elle demeure en baisse de plus de 12% en glissement annuel. La performance décevante de la production industrielle en juin a été principalement tirée par le secteur automobile (-3,5% en glissement mensuel) et la construction (-2,8%). Les dernières données d'enquêtes suggèrent que la production manufacturière s'est à nouveau contractée en Allemagne au mois de juillet, pénalisée par la faiblesse des nouvelles commandes.

Outre-manche, l'activité économique britannique a enregistré une croissance modeste au deuxième trimestre. Le PIB du Royaume-Uni a progressé de 0,2% en glissement trimestriel, après une croissance de 0,1% le trimestre précédent. Sur le trimestre, la croissance de l'activité s'est accélérée en juin (+0,5% en glissement mensuel), après une baisse de 0,1% en mai et une croissance de 0,2% en avril. Par secteur, la production manufacturière surprend par sa résilience (+1,6% sur le trimestre), tirée par la production de véhicules. Le recul des prix des intrants a pu favoriser le rebond de la production sur le trimestre. En revanche, la croissance dans le secteur des services peine à rebondir (+0,1% en glissement trimestriel, après une croissance similaire au premier trimestre). Le dynamisme par sous-secteurs est hétérogène, avec une bonne orientation des secteurs de l'information-communication et de l'hôtellerie

restauration, partiellement contrebalancée par une baisse dans les activités professionnelles, scientifiques et techniques. Enfin, l'activité a ralenti dans le secteur de la construction (+0,3% en glissement trimestriel après +0,4%), pénalisée par le ralentissement de l'immobilier. Par dépense, la croissance au deuxième trimestre a bénéficié du rebond de la consommation des ménages (+0,7 en glissement trimestriel), et des dépenses publiques (+3,1%). En revanche, le commerce extérieur a été une nouvelle fois le principal frein à la croissance, puisque les importations ont augmenté (+1,0% sur le trimestre), alors que les exportations ont reculé pour le troisième trimestre consécutif (-2,5%).

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

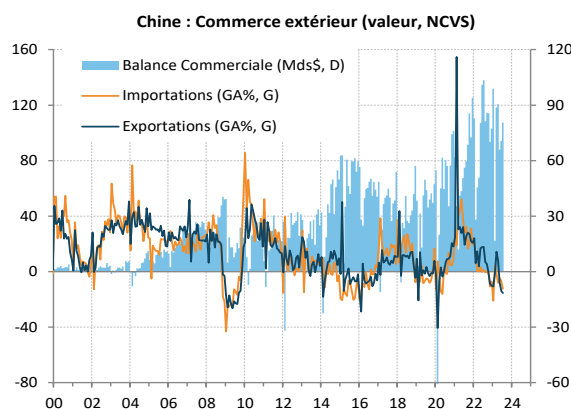
Asie

« Les signes de fragilité de la demande chinoise se renforcent »

Le commerce extérieur chinois a poursuivi son déclin en juillet. Les exportations ont enregistré une très forte baisse, de 14,5% en glissement annuel, après un recul de 12,4% le mois précédent. Cette contraction est généralisée aux principaux débouchés étrangers des produits chinois. En particulier, les exportations ont reculé de 22,3% à destination des Etats-Unis et de 20,8% vers l'Union européenne. Même les exportations vers l'ASEAN, un débouché qui a gagné en importance au cours des dernières années pour les entreprises chinoises, ont fortement diminué (-19,6% sur un an). La Russie reste une exception notable puisque les exportations chinoises vers ce pays ont bondi de 52,7% sur un an. La baisse des exportations se diffuse également à la plupart des secteurs mais elle est particulièrement prononcée au niveau des produits électroniques – à l'exception des téléphones mobiles dont les exportations sortent d'une longue période de déclin. Les

exportations chinoises de voitures et châssis restent toutefois très bien orientées, en hausse de 83,7% sur un an. Les importations chinoises ont aussi fortement reculé à -12,4% en glissement annuel en juillet après -6,8% en juin. Les importations de pétrole brut ont notamment chuté de 20,8% en valeur sur un an, ce qui reflète le recul des prix. En volume, la croissance des importations de pétrole brut reste substantielle (+17% sur un an) mais il s'agit d'une nette modération par rapport au mois précédent (+45,3%). Ainsi, les données de commerce extérieur continuent de faire écho au maintien d'importantes fragilités dans l'économie chinoise à la mi-année 2023. Néanmoins, le recul des importations a été favorable à la balance commerciale, dont l'excédent a atteint 80 Mds\$ en juillet, soit 9 Mds de plus que le mois précédent.

Les données d'inflation chinoises sont également affectées par l'atonie de la demande. Pour la première fois depuis mars 2021, l'indice des prix à la consommation a reculé en glissement annuel en Chine (-0,3%) après la stagnation de juin. La composante alimentation semble être le principal facteur explicatif de ce déclin. Elle a baissé de 1,7% sur un an après avoir progressé de 2,3% en juin, notamment en lien avec la contraction de 26% des très volatiles prix de la viande de porc. Hors alimentation, la dynamique est plus nuancée. Les prix des carburants restent orientés à la baisse (-13,2% sur un an) mais leur déclin est désormais inférieur à celui du mois précédent (-17,6%). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) affiche en revanche une dynamique plus solide, à 0,8% sur un an, après 0,4% en juin, principalement portée par la vigueur des prix des services (+1,2%). L'évolution de l'indice des prix à la production reste négative sur un an (-4,4%), mais il s'agit d'une moindre contraction par rapport à celle du mois précédent (-5,4%). Les prix dans les



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
CH	Total des flux de crédit	GA%	juil.-23	8,9	9,0	10,3	9,6
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juil.-23	-0,3	0,0	0,9	2,0
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juil.-23	0,8	0,4	0,8	0,9
	Exportations	Val, NCVS, GA%	juil.-23	-15,4	-13,9	30,0	7,1
	Importations	Val, NCVS, GA%	juil.-23	-12,4	-6,8	30,1	1,0

*Du 07/08/2023 au 13/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

secteurs de l'extraction et de la transformation de pétrole et gaz affichent des déclinés particulièrement prononcés. **Par ailleurs, la croissance du crédit a ralenti en Chine au mois de juillet.** Malgré les baisses de taux décidées récemment par la Banque populaire de Chine (PBoC) et les espoirs d'un plan de soutien de la part du gouvernement, la croissance des prêts est revenue à 11,1% en juillet (en glissement annuel), après 11,3% en juin.

Au Japon, la dynamique des salaires reste relativement vigoureuse malgré une légère modération. Les salaires étaient en hausse de 2,3% sur un an en juin, après la forte croissance de 2,9% atteinte en mai (revue à la hausse après une estimation initiale à 2,5%). Cette modération résulte principalement d'une moindre hausse des « paiements spéciaux » (qui incluent principalement les primes), à 3,5% sur un an après leur croissance exceptionnelle de 35,9% en mai. Les salaires contractuels, une composante plus durable, conservent une croissance relativement conséquente à 1,4% sur un an en juin, mais en modération après +1,7% en mai. Ainsi, la dynamique salariale demeure bien inférieure à celle des prix, comme l'indique le déclin de 1,6% en glissement annuel du salaire réel en juin.

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.