Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

12 septembre 2022

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Dura lex

Il n'y a pas que les fabricants de produits finis, tels l'industrie verrière, qui doivent se mettre à l'arrêt pour cause d'absence de rentabilité économique. Les producteurs européens de métaux sont eux aussi à la peine et contraints de fermer des capacités de production notamment dans les pays bases arrières de l'Allemagne. Car les producteurs d'aluminium ou de zinc, au-delà de leurs approvisionnements difficiles en matières premières, sont de gros consommateurs d'électricité dans leur processus industriel de transformation chimique, une électricité souvent d'origine hydraulique…

Plus loin, au début de la chaîne, la situation des compagnies minières n'est pas meilleure. Les marges records de 2021, portées par les prix du fer et du cuivre lors de la reprise post covid, semblent déjà appartenir à l'Histoire. Car les coûts de production ont augmenté sensiblement depuis, les mines les plus accessibles et faciles à rentabiliser s'épuisent, et les Etats souverains se montrent plus exigeants dans le partage de leurs richesses géologiques nationales avec les sociétés minières internationales. L'exemple du nickel est riche d'enseignements pour l'avenir. L'Indonésie, qui possède 25% des réserves mondiales de nickel, indispensable à la transition énergétique, a annoncé vouloir imposer l'installation des sites de raffinage de son minerai sur son sol...quitte à mettre en place un mécanisme local de taxe carbone. Une quête de souveraineté dans l'appropriation de la valeur ajoutée qui va jusqu'au fléchage de l'utilisation du produit. En effet, le nickel est utilisé principalement soit dans la fabrication d'acier inoxydable soit dans celle des batteries électriques (où il peut remplacer le cobalt). Après avoir arrêté en 2020 ses exportations de minerais non transformés de nickel afin de forcer les métallurgistes (essentiellement chinois) à investir sur leur territoire, l'Indonésie envisage maintenant la possibilité de taxer à l'export le ferronickel de façon à contraindre, cette fois-ci, les industriels à l'utiliser localement dans la fabrique de batteries électriques, plus rémunératrice pour ce pays d'Asie émergente.

Malgré les turbulences des marchés de matières premières provoquées en partie par l'ampleur des positions spéculatives, ces matériaux constituent bien un enjeu de long terme pour les acteurs des filières liées aux transformations digitale et énergétique. Les constructeurs automobiles ne s'y trompent pas, à l'image de Tesla qui n'hésite pas à passer des engagements de commandes à long terme pour plusieurs milliards de dollars (5Mds$ avec le gouvernement de Jakarta) avec les Etats producteurs de façon à sécuriser ses approvisionnements futurs

Si le raffinage local est clé pour les pays producteurs, la sécurisation des flux de produits raffinés pour les fabricants est tout aussi essentielle !

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p6
Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	09/09/22	22/06/22	T-12 mois	22/06/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / $	1,004	1,057	1,183	-5,0	-15,1
€ / £	0,867	0,862	0,855	0,6	1,4
€ / Yen	143,15	143,99	129,74	-0,6	10,3
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, $ par baril)	93	112	71	-16,9	29,9
Indice CRB*	572	612	554	-6,5	3,3
Prix de l'once d'Or	1 719	1 834	1 798	-6,3	-4,4
Prix de la tonne de cuivre	7 857	8 773	9 388	-10,4	-16,3
Indice Baltic Dry**	1 213	2 349	3 643	-48,4	-66,7
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2 562	4 222	2 869	-39,3	- 11

*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 :

Au-delà de la hausse de 75pb de ses taux directeurs, une BCE offensive a favorisé un nouveau mouvement de hausse des taux souverains cette semaine. Les acteurs de marché ont revu à la hausse leurs attentes sur les taux directeurs entraînant une progression plus marquée des taux sur la partie courte et ainsi, un mouvement d'aplatissement significatif des courbes. Aux Etats-Unis, la hausse des rendements a concerné toute la courbe, dans le sillage des propos de la Fed en faveur d'une action ferme contre l'inflation. Les rendements à 10 ans ne sont, à présent plus très éloignés de leurs points hauts de la mi-juin.

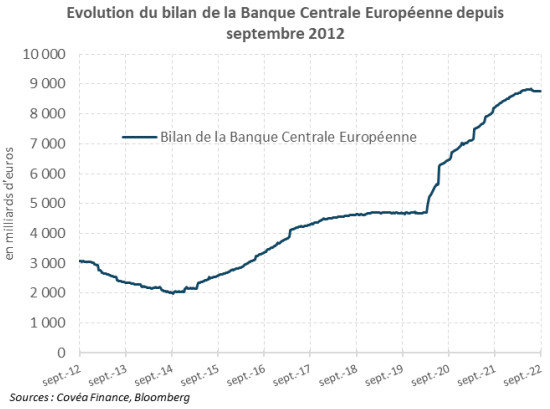
Sur le marché du crédit européen, malgré les perspectives de resserrement monétaire, les primes de risque ont été bien orientées dans un contexte d'activité primaire soutenue. 7.5 Mds EUR ont été émis avec une bonne demande de la part des investisseurs. A titre d'exemple, Air Liquide est venu se financer à près de 3% à 10 ans et l'émission de 600M€ a rencontré une demande 4.2Md€.

Le Focus de la semaine : BCE, la question de la taille du bilan

La BCE s'est engagée à la suite de la BOE et de la FED dans un cycle de remontée de ses taux directeurs. Avec la hausse de 75 pb décidée la semaine dernière, les principaux taux qu'elle administre sont à présent en territoire positif, ce qui constitue un début de normalisation. Les annonces de cette réunion sont volontaristes quant aux perspectives de hausse de taux mais le sont nettement moins en termes de réduction du bilan.

Là où les banques centrales américaine et britannique se sont attaquées rapidement après les premières hausses de taux à la réduction des bilans gonflés par les achats d'actifs, la BCE semble vouloir temporiser, pour le moment, sur ce sujet.

En effet, les décisions annoncées la semaine dernière - maintien des conditions des opérations de refinancement à très long terme (TLTRO), abandon du système de rémunération par palier des réserves excédentaires des banques (et donc rémunération sur leurs dépôts Banque Centrale) et hausse de la rémunération des dépôts des gouvernements ne semblent pas de nature à favoriser une réduction significative du bilan de la BCE.



Pourtant, dans le processus de normalisation de sa politique monétaire, la réduction du bilan semble une nécessité pour retrouver des marges de manœuvre ultérieures. Pour réduire son bilan qui s'élève à 8 757Md€ au 6 septembre, soit près de 68% du PIB de la zone, la Banque centrale européenne dispose de deux leviers : favoriser les remboursements du TLTRO, qui représentent un quart de son bilan, en agissant sur les conditions d'accès à la liquidité ou entamer la réduction du portefeuille d'actifs en limitant les réinvestissements. Dans le premier cas, elle risque de remettre en question des conditions de financement durablement favorables pour les banques, à l'heure où les perspectives macroéconomiques se détériorent, dans le second cas elle risque d'être confrontée à une hausse des rendements, en particulier ceux des pays les plus endettés, une dynamique qui irait à l'encontre de son objectif d'éviter les risques de fragmentation. Le débat sur ce sujet ne fait que commencer.

Eric Le Coz

Responsable équipe Gestion Mandats Taux

Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	09/09/22	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					Variations (en pbs)					
Réserve Fédérale Américaine	2,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,00	0,75	2,25	2,25		
BCE - *Taux Repo*	1,25	0,50	0,00	0,00	0,00	0,75	1,25	1,25	1,25		
BCE - *Taux Facilité de dépôt*	0,75	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	0,75	1,25	1,25	1,25		
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					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
Etats-Unis	3,31	3,19	3,16	1,51	1,30	12	15	180	201	-25	14
Allemagne	1,70	1,53	1,64	-0,18	-0,36	17	6	188	206	39	11
France	2,27	2,15	2,18	0,20	-0,03	12	9	207	230	107	40
Italie	4,02	3,84	3,55	1,17	0,67	18	47	285	335	158	10
Royaume-Uni	3,10	2,92	2,50	0,97	0,74	18	60	212	236	6	38
Japon	0,25	0,24	0,25	0,07	0,04	1	1	18	21	33	107
	Crédit					Variations (en pbs)					
Indice Itraxx Main	107,5	113,9	110,4	47,7	44,6	-6,4	-2,9	59,8	62,9		
Indice Itraxx Crossover	524,5	557,7	551,5	242,2	226,2	-33,2	-27,0	282,3	298,2		

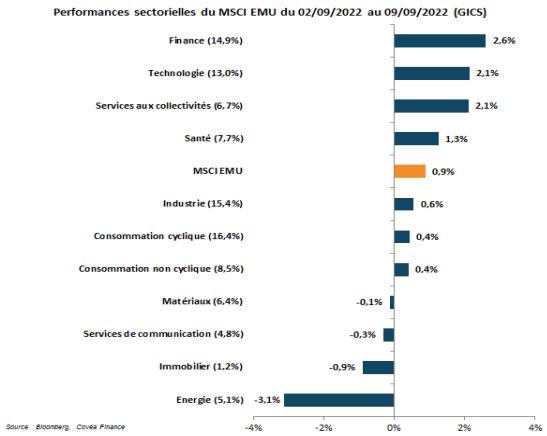
*Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)*

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) est en hausse de 0.9%, porté notamment par les mesures prises par les Etats afin de protéger les acteurs économiques face aux prix élevés de l'énergie. Le secteur de la finance est en hausse de +2.6%, dans le sillage du relèvement des taux de 75bps par la BCE et de la perspective d'une prochaine hausse lors de la réunion d'octobre. CaixaBank progresse ainsi de 9.8%. Les secteurs de la technologie et des services aux collectivités montent de +2.1%, après avoir fortement baissé la semaine précédente.

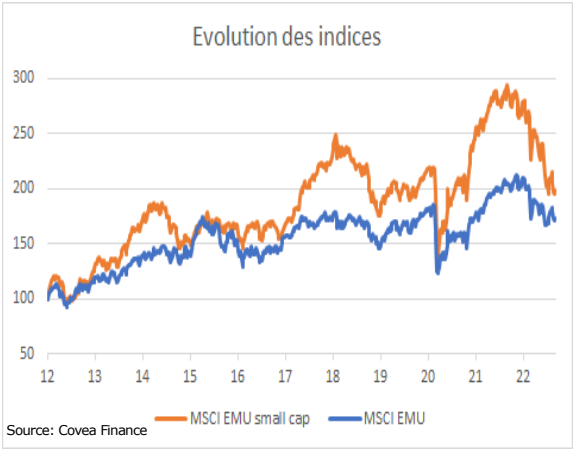


A contrario, le secteur de l'énergie pâtit de la baisse des cours du brent dans un contexte de ralentissement de la croissance mondiale et accuse la plus forte baisse à -3.1%. Uniper abandonne -8.6% suite à la fermeture de Nord Stream 1, tandis que Galp perd -6.7%. Le secteur de l'immobilier, quant à lui, perd -0.9% dans le sillage de la hausse des taux. Parmi les autres mouvements plus spécifiques, Delivery Hero et HelloFresh montent respectivement de 18.4% et 8.9% après l'annonce que Delivery Hero allait remplacer HelloFresh dans le DAX. Porsche Automobile perd -8.2% après l'annonce des modalités d'introduction en bourse. Le cours d'Ubisoft plonge de -18.7% après l'investissement de Tencet dans la société holding des fondateurs de l'éditeur de jeu vidéo. Une vente complète d'Ubisoft paraissant désormais improbable, la prime spéculative retombe sur le dossier. Au niveau géographique, l'indice norvégien est en baisse de -2.6%, impacté par la baisse des cours du brent.

Le Focus de la semaine : La fin d'une longue période de surperformance des petites et moyennes capitalisations ?

Au cours des dix dernières années, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap a largement surperformé l'indice des plus grandes capitalisations MSCI EMU (avec une performance annualisée de 10.8% contre 7.8%). Plusieurs facteurs expliquent cette surperformance. Tout d'abord, les petites et moyennes capitalisations tendent à surperformer les grandes capitalisations durant les périodes d'expansion économique. De plus, l'expansion du bilan des banques centrales et la baisse continue des taux d'intérêt a conduit à la recherche d'actifs plus risqués de la part des investisseurs qui ont été attirés par ce compartiment de la cote offrant des taux de croissance plus élevés.

Cependant, depuis le début de l'année, on constate une baisse plus prononcée de l'indice MSCI EMU Small Cap (-29%) que celui de l'indice MSCI EMU (-17.5%) qui affiche ainsi une meilleure résistance. Plusieurs raisons à cela : 1) l'augmentation de l'aversion au risque des investisseurs en raison de la hausse des incertitudes économiques ; 2) un biais sectoriel défavorable avec une surreprésentation des valeurs de grandes capitalisations dans les secteurs moins sensibles aux cycles économiques comme la santé (laboratoires pharmaceutiques), les biens de consommations durables, les services aux collectivités, et une surpondération des petites et moyennes capitalisations dans l'industrie, secteur plus exposé à la conjoncture, notamment européenne. Or la crise énergétique actuelle est un défi important pour ces sociétés moins en capacité de produire ailleurs ; 3) la hausse des taux d'intérêt qui comprime les multiples de valorisation (les actions de moyennes capitalisations comportant davantage de valeurs dites de croissance dont les multiples de valorisation sont élevés) ; 4) La liquidité enfin qui diminue en période de resserrement monétaire et qui pénalise directement cette classe d'actifs par nature. Cette année, la décollecte sur les fonds actions petites et moyennes capitalisations en Europe a déjà atteint 20.4 milliards d'euros (après une collecte nette de 11.7 milliards en 2021). C'est pourquoi nous demeurons vigilants au regard des valorisations élevées et de la hausse des taux, et privilégions les entreprises capables d'évoluer face aux changements de politique des banques centrales, comme suggéré dans nos Perspectives Economiques et Financières.



Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)			
	09/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois
MSCI EMU	127,1	126,0	123,8	154,1	150,8	0,9	2,7	-17,5	-15,7
MSCI EMU Mid Cap	893	885	883	1 094	1 093	0,9	1,2	-18,4	-18,3
MSCI EMU Small Cap	346,1	341,9	374,7	487,4	507,8	1,2	-7,6	-29,0	-31,8
MSCI Europe	141,1	139,7	135,9	161,7	154,3	1,0	3,8	-12,7	-8,6
France CAC40	6 212	6 168	5 917	7 153	6 685	0,7	5,0	-13,2	-7,1
Allemagne DAX30	5 352	5 337	5 378	6 696	6 601	0,29	-0,5	-20,1	-18,9
Italie MIB	22 095	21 921	21 789	27 445	25 910	0,8	1,4	-19,5	-14,7
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 351	7 281	7 089	7 385	7 024	1,0	3,7	-0,5	4,7
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 482	8 419	8 227	8 787	8 219	0,8	3,1	-3,5	3,2

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

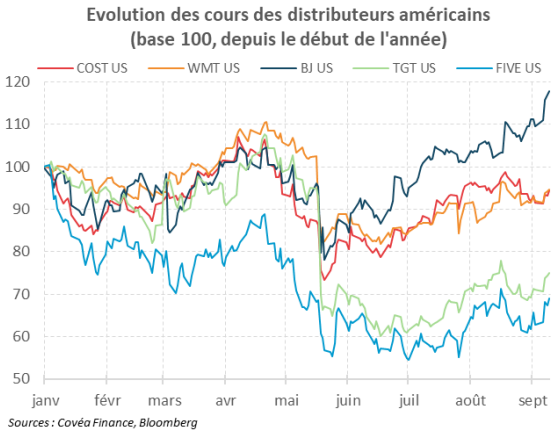
L'analyse des marchés :

En **Asie,** les marchés terminent la semaine autour de l'équilibre avec des performances contrastées par pays. Du côté des meilleurs, le Japon bénéficie d'un yen qui continue de s'affaiblir. Le pays a également vu les valeurs liées au tourisme et au voyage surperformer avec le relâchement des restrictions sanitaires dans le pays. La Thaïlande profite d'un léger reflux du dollar, de la même manière que l'Inde, qui est aussi aidée par la baisse du prix du pétrole. A l'inverse, la Corée et Taiwan figurent parmi les moins bons « performeurs » du fait de la faiblesse du secteur technologique, avec notamment le rapport sur les taux d'utilisation de capacité chez TSMC ressortis en baisse. L'ensemble de la chaîne semi-conducteurs en Corée et à Taiwan a souffert de cette nouvelle, alimentant les inquiétudes sur la robustesse de la demande finale. Notons, sur la semaine, que les tensions géopolitiques entre les pays se matérialisent par des réunions stratégiques de défense à l'image de celles qui ont été tenues entre le Japon et l'Inde d'une part, et entre la Corée du Sud et le Japon d'autre part.

Aux **Etats-Unis**, après 3 semaines consécutives de baisse, le S&P 500 termine la semaine en forte hausse et cela malgré de nouvelles interventions de différents banquiers centraux américains en faveur de la poursuite de la dynamique du resserrement monétaire. En effet, le moral des investisseurs était porté par les attentes de statistiques économiques qui pourraient confirmer le ralentissement de la hausse des prix observé le mois dernier. Dans ce contexte, tous les secteurs finissaient en positif. Les secteurs les plus cycliques affichent les meilleures performances comme le segment des matériaux ou de la consommation discrétionnaire. A l'inverse, la consommation de base, plus défensive, et l'énergie impactée par la baisse des prix du pétrole, ont été moins recherchées. Dans le cadre de la réorganisation des chaînes d'approvisionnement de la filière automobile, Tesla pourrait ouvrir une usine de raffinerie de lithium au Texas afin de sécuriser ses approvisionnements pour les batteries de ses véhicules électriques tandis que le constructeur automobile américain Rivian annonçait un partenariat stratégique avec Mercedes pour la production commune d'utilitaires électriques légers via une usine de production en Europe.

Le Focus de la semaine : L'abonnement, un modèle résilient en période d'inflation.

Sam's Club (Walmart) a récemment annoncé l'augmentation des frais d'adhésion pour ses membres, une première depuis neuf ans. Les prix vont ainsi passer de $45 à $50 pour les membres traditionnels et de $100 à $110 pour les clients « premium ». Créé dans les années 80 aux Etats-Unis, le modèle à abonnement pratiqué par Costco, Sam's Club ou encore BJ Wholesale est plébiscité par les consommateurs. En effet, il permet aux abonnés cotisant d'avoir accès à des prix nettement plus attractifs que chez d'autres distributeurs. Pour ces derniers il offre l'avantage de générer des revenus réguliers et plus prévisibles. Il permet aussi de mieux anticiper l'évolution des coûts opérationnels, des investissements et ainsi que les flux de trésorerie libres. La force du modèle repose aussi sur une base de membres fidèles, avec des taux de renouvellement entre 80 et 90%, et un produit d'appel stratégique : l'essence. En proposant le gallon à prix coûtant, et des réductions supplémentaires pour les membres « premiums », les « clubs » ont vu leur nombre d'abonnés croître en moyenne de plus 6% depuis le début de l'année. Les périodes d'inflation sont particulièrement propices à des gains de parts de marché mais également à une « premiumisation » de la clientèle. Les ménages à plus hauts revenus, étant également à la recherche d'économies, souscrivent à des abonnements premiums ce qui bénéficie à cette typologie de distributeurs. Dans un secteur de la distribution fortement impacté par la hausse des coûts depuis le début de l'année et un consommateur américain plus contraint, le modèle d'abonnement garantit à Sam's club et à ses concurrents une diversification et une récurrence de leurs revenus, assurant ainsi une meilleure résistance des marges. Elles ne dépendent pas uniquement de la capacité de ces distributeurs à répercuter la hausse du coût des intrants. Dans le contexte bousier actuel ces sociétés ont mieux résisté avec des publications de résultats meilleures que les distributeurs classiques de type Target ou Five Below qui ont vu leurs marges fondre du fait de l'ampleur de la hausse des coûts de personnel, de transports et du prix des intrants, en dépit de hausses de prix. Pour mémoire, les producteurs alimentaires affichent d'importantes hausses de prix depuis le début de l'année à l'image de Kraft Heinz Foods ou General Mills qui ont publié une croissance des prix de 12.4% et 14% respectivement au second trimestre après une première hausse de 9% et 7% au premier trimestre. Nous privilégions donc les distributeurs spécialisés qui disposent d'un avantage concurrentiel dans cet environnement inflationniste.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Valentine Druais
Gestion Actions Asie

Sophie Pons
Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde

Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	09/09/22	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	4 067	3 924	3 760	4 766	4 493	3,6	8,2	-14,7	-9,5	2,7	13,8	-3,4	6,6
Etats-Unis - Dow Jones	32 152	31 318	30 483	36 338	34 879	2,7	5,5	-11,5	-7,8	1,8	11,0	0,2	8,5
Etats-Unis - Nasdaq	12 112	11 631	11 053	15 645	15 248	4,1	9,6	-22,6	-20,6	3,2	15,3	-12,3	-6,5
Japon Nikkei 300	416	408	393	420	432	1,8	5,8	-1,0	-3,7	-0,2	6,4	-9,6	-12,6
Corée du Sud KOSPI	2 384	2 409	2 343	2 993	3 115	-1,0	1,8	-20,3	-23,5	-3,2	-0,1	-22,6	-23,6
Chine - Shanghaï	3 262	3 186	3 267	3 640	3 693	2,4	-0,2	-10,4	-11,7	1,9	2,0	-6,9	-3,0
Hong Kong Hang Seng	19 362	19 452	21 008	23 398	25 716	-0,5	-7,8	-17,2	-24,7	-1,2	-3,1	-7,0	-12,2
Marchés Emergents - MSCI	970	972	994	1 232	1 300	-0,2	-2,3	-21,2	-25,4	-1,1	2,8	-10,8	-12,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

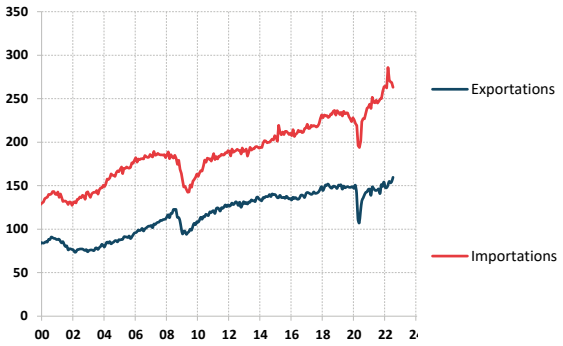
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les entreprises relèvent une détente des difficultés de recrutement »

Le Beige Book publié cette semaine par la Réserve fédérale fait part d'une activité stable au cours de l'été, et de perspectives de croissance économique faibles. Les contacts interrogés dans les 12 districts de la Réserve fédérale (Fed) anticipent un fléchissement supplémentaire de la demande dans les 6 à 12 prochains mois, dans le contexte de prix élevés et de hausse des taux d'intérêt. La publication suggère également un **début d'accalmie concernant à la fois les pressions inflationnistes et les tensions sur le marché du travail**. Si le niveau des prix reste élevé, une certaine modération dans leur taux d'augmentation est relevée dans 9 districts. Les entreprises font part de coût de production toujours importants notamment dans le manufacturier et la construction. Néanmoins la baisse des prix des carburants et la modération de la demande globale ont atténué les pressions sur les coûts, notamment pour le transport de marchandises. Sur le marché du travail, les conditions sont toujours tendues mais presque tous les districts soulignent une amélioration de la disponibilité de la main d'œuvre et une meilleure capacité à conserver les travailleurs. Cela se traduit par un ralentissement du rythme de hausse des salaires et une modération des attentes salariales, un élément central aux yeux du comité de politique monétaire pour atteindre son objectif de reprise de contrôle de l'inflation. **Le Président de la Réserve fédérale a néanmoins maintenu un ton restrictif** cette semaine. Jerome Powell a rappelé la nécessité d'agir avec fermeté et n'a rien dit pour remettre en cause les attentes du marché selon lesquelles la Fed augmenterait ses taux directeurs de 75 points de base lors de sa réunion du 21 septembre.

Etats-Unis : Commerce extérieur (Mds$, Volume)



Source: US Commerce Department, Thomson Reuters, Covea Finance

Dernier point : ***juil-22***

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Services	*Indice*	août-22	**56,9**	56,7	54,3	62,5
Importations	*Val, NCVS, GA%*	juil.-22	**14,2**	18,0	-6,5	21,5
Exportations	*Val, NCVS, GA%*	juil.-22	**22,2**	23,3	-13,2	22,8

**Du 05/09/2022 au 11/09/2022* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

Le déficit de la balance des biens s'est assez nettement réduit en juillet, sous l'effet d'une baisse marquée des importations, tant en valeur (-2,9% en glissement mensuel) qu'en volume (-2,1%). Le recul est particulièrement marqué pour les biens de consommation (-10% sur le mois en volume), ce qui suggère une poursuite de la rotation des achats vers les services au détriment des biens, mais pourrait aussi signaler un freinage de la demande des ménages dont le pouvoir d'achat est érodé par l'inflation. Les exportations sont par ailleurs bien orientées sur le mois (+3,2%), tirées par les matériaux industriels et l'automobile.

Les indicateurs d'enquête dans le secteur des services envoient des signaux pour le moins divergents en août. L'indicateur ISM services s'inscrit en légère hausse à 56,9 points, un niveau décrivant une croissance solide de l'activité, bien qu'en retrait par rapport au niveau de début d'année. Les sous-composantes production et nouvelles commandes sont solides autour de 60. Un niveau qui contraste avec celui de l'indice PMI Services de S&P Global (anciennement Markit) qui s'est dégradé à 43,7 en estimation finale, soit un 2ème mois sous le seuil de 50 qui renvoie à une contraction de l'activité. Un tel écart entre les deux enquêtes est exceptionnel et il convient vraisemblablement de considérer une pluralité d'indicateurs pour avoir une meilleure vision de la dynamique d'activité. A ce titre, les indicateurs régionaux des Réserves fédérales de Richmond et de Philadelphie suggèrent en août une contraction de l'activité. Il convient également de rappeler les différences entre ces deux indicateurs. Les entreprises interrogées par l'ISM tendent à être de plus grande taille que celles de l'échantillon du PMI. Il se pourrait ainsi que les PME, davantage représentées par l'indicateur PMI, aient plus de difficultés, notamment pour répercuter les hausses des coûts de production, que les entreprises de grande taille représentées dans l'échantillon ISM. Par ailleurs, l'ISM services est davantage un ISM non-manufacturier, dans la mesure où il considère les entreprises du secteur des services, mais aussi les secteurs de la construction et des mines, tandis que l'indice PMI considère les entreprises de services hors secteur de la distribution. Le dynamisme actuel du secteur des hydrocarbures pourrait être ainsi un facteur dans la bonne tenue de l'indicateur ISM. Enfin, la construction des indicateurs est également différente, puisque l'indice ISM est une moyenne simple de 4 sous-composantes (niveau d'activité, nouvelles commandes, emploi et délais de livraison), tandis que l'indice PMI renvoie simplement à la composante niveau d'activité.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

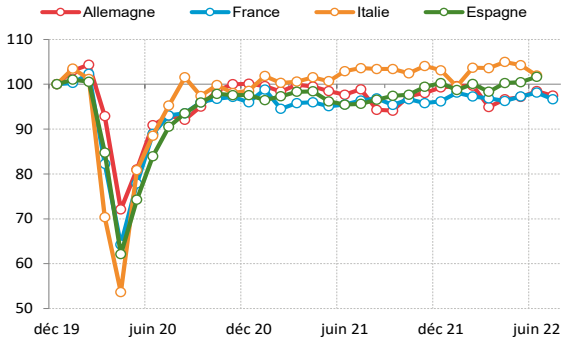
Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE durcit le ton »

La Banque Centrale Européenne a procédé à une hausse de 75 points de base de ses taux directeurs, portant ainsi son taux principal de refinancement à 1,25%, son plus haut depuis 2011. Le Conseil des gouverneurs a pris cette décision à l'unanimité face à une inflation jugée encore beaucoup trop forte et qui, selon les dernières projections de la BCE, devrait rester durablement au-dessus de la cible des 2%. Le communiqué renvoie un ton résolument restrictif, le Conseil prévoit de poursuivre l'augmentation des taux d'intérêt au cours des prochaines réunions afin de « freiner la demande et d'éviter un risque de glissement à la hausse persistant des anticipations d'inflation ». Lors de la conférence, la Présidente Lagarde est allée plus loin en précisant que ces hausses de taux devraient couvrir probablement plus de deux réunions mais certainement moins de cinq. Il ressort des propos de la Présidente une volonté d'augmenter les taux rapidement pour atteindre le taux d'intérêt terminal (point haut du cycle de resserrement), qui serait encore « lointain » mais dont le niveau reste difficile à déterminer. Les dernières projections de la BCE ont en effet été marquées par une nette révision à la hausse des prévisions d'inflation, qui atteindrait 8,1% en 2022, 5,5% en 2023 et 2,3% en 2024. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation atteindrait 3,9% en 2022, 3,4% en 2023 puis 2,3% en 2024. En termes d'activité, la BCE propose un scénario relativement optimiste, avec un PIB qui progresserait de 0,1% au T3 22, se contracterait de 0,1% au T4 22 puis stagnerait au T1 2023. La BCE propose toutefois un scénario alternatif dans lequel l'approvisionnement en gaz et en pétrole de la Zone euro en provenance de la Russie serait totalement coupé, entraînant une augmentation des prix des matières premières. Dans un tel scénario, l'économie se contracterait en 2023 tandis que l'inflation serait plus élevée. Eu égard aux derniers développements concernant Nord Stream 1, le scénario le plus probable se trouve certainement quelque part entre le scénario central de la BCE et ce scénario plus adverse.

Zone euro : Production industrielle manufacturière
(Volume, CVS, Indice 100 = décembre 2019)



***Sources** : Commission Européenne, Eurostat, Covéa Finance*

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Ventes au détail	*Vol, CVS, GA%*	juil.-22	**-0,6**	-3,0	-0,9	5,1
AL	Prod. industrielle	*Vol, CVS, GA%*	juil.-22	**-1,1**	0,6	-9,5	4,6
FR	Indicateur de confiance BdF	*Indice*	août-22	**99,6**	98,3	88,2	102,1
	Prod. industrielle	*Vol, CVS, GA%*	juil.-22	**-1,2**	1,0	-10,7	5,7
IT	Ventes au détail	*Vol, CVS, GA%*	juil.-22	**0,2**	-2,4	-6,6	7,5
ES	Prod. Industrielle	*Vol, CVS, GA%*	juil.-22	**5,3**	7,0	-9,5	7,3

**Du 05/09/2022 au 11/09/2022* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

En parallèle, la BCE a procédé au relèvement du taux de rémunération des dépôts des administrations auprès de l'Eurosystème. En effet, la rémunération de ces dépôts, qui représentent environ 600 Mds€, étaient jusqu'à présent limitée à 0%. Avec la hausse des taux directeurs, les gouvernements n'auraient plus eu intérêt à placer leurs liquidités auprès de l'Eurosystème et les auraient alors injectées massivement sur les marchés, entraînant des pressions à la baisse sur les taux interbancaires. Dans ce contexte, la limite de 0% a été levée et le taux de rémunération des dépôts des administrations correspondra au taux le plus bas entre le taux de la facilité de dépôt (0,75%) et le taux à court terme en euro (€STR).

En Allemagne, la production industrielle est en repli de 0,3% au mois de juillet par rapport au mois précédent. Ce résultat est en ligne avec les résultats des enquêtes PMI qui indiquaient que le secteur manufacturier entrait en zone de contraction en juillet. Particulièrement affectée par la hausse des prix de l'énergie, la production industrielle des secteurs intensifs en énergie est en repli de 1,9% en rythme mensuel. **En zone euro, le volume des ventes au détail progresse de 0,3% au mois de juillet en rythme mensuel.** Les ventes au détail ont été particulièrement dynamiques en Allemagne (+1,9% en rythme mensuel) tandis qu'elles reculent en France et en Espagne.

La nouvelle Première ministre, Liz Truss, a dévoilé cette semaine des mesures budgétaires d'ampleur afin de faire face à la hausse du coût de la vie. Le gouvernement a annoncé un gel de la facture énergétique des britanniques en définissant une limite aux prix que les distributeurs peuvent facturer aux ménages. Londres a également annoncé, en apportant peu de détails, un soutien similaire aux entreprises pour une période de six mois pour l'ensemble des entreprises, et au-delà pour les secteurs les plus vulnérables. Enfin, le gouvernement souhaite augmenter la production énergétique du pays, via le nucléaire, les énergies renouvelables mais aussi à travers l'exploitation du gaz de Schiste. Le coût total de ces mesures n'a pas officiellement été chiffré mais le *Financial Times* estime qu'elles pourraient représenter jusqu'à 150 Mds£ (soit presque 7% du PIB), en fonction de l'évolution des prix du gaz et de l'électricité. En parallèle, la Banque d'Angleterre a dévoilé un nouveau dispositif de financement (EMFS pour *Energy Market Financing Scheme*) à destination des entreprises du secteur de l'énergie qui pourrait permettre de distribuer jusqu'à 40 Mds£ de liquidité.

Enfin, la réunion extraordinaire des ministres européens de l'énergie qui s'est tenue vendredi dernier n'a pas débouché sur des mesures concrètes. Les pays membres s'accordent sur la nécessité d'une action mais diffèrent sur les modalités exactes. La Commission européenne proposera cette semaine une nouvelle batterie de mesures pour faire face à la hausse des prix de l'énergie avec notamment, une possible taxation des entreprises du secteur énergétique, des dispositifs contraignants pour favoriser la réduction de la demande d'électricité ou encore un plafonnement des prix du gaz russe.

Mounira Nakaa
Economiste Zone Europe

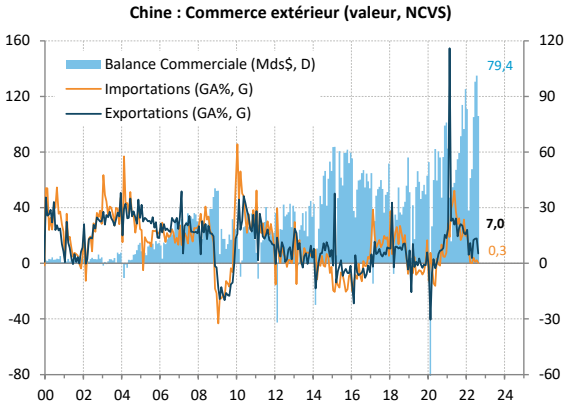
Pierre Bossuet
Economiste Zone Europe

Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, le ralentissement de la demande internationale s'ajoute aux difficultés domestiques »

Le commerce extérieur chinois montre finalement des signes de modération. La croissance nominale des exportations chinoises a nettement ralenti à 7% en août en glissement annuel, contre 18% en juillet. Cette moindre dynamique semble refléter les effets de la détérioration de la demande internationale en lien avec l'inflation, les resserrements des politiques économiques et la rotation de la demande vers les services. En particulier, les exportations vers les Etats-Unis ont reculé de 3,8% en glissement annuel, soit le premier déclin depuis mai 2020. Aussi, la croissance des exportations à destination de l'Union européenne a ralenti à 11,1% après 23,2% en juillet. Par ailleurs, la demande domestique chinoise reste pénalisée par le maintien de difficultés économiques, géopolitiques et sanitaires comme l'illustre la modération de la croissance des importations à 0,3% en glissement annuel contre 2,3% en juillet. La dégradation du secteur immobilier continue également de se répercuter à la baisse sur les importations de matériaux de construction, cet effet n'étant que partiellement compensé par la hausse des importations liée aux nouveaux projets d'infrastructure. Ainsi, le solde commercial chinois se modère à 79 Mds$, un niveau très élevé mais qui s'inscrit en nette baisse après le record historique du mois d'août à 101 Mds$.



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

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
CH	Total des flux de crédit	GA%	août-22	**10,5**	10,7	13,3	10,3
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	août-22	**2,5**	2,7	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	août-22	**0,8**	0,8	0,8	0,8
	Exportations	Val, NCVS, GA%	août-22	**7,0**	17,8	3,6	30,0
	Importations	Val, NCVS, GA%	août-22	**0,3**	2,3	-0,6	30,1

**Du 05/09/2022 au 11/09/2022* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

La faiblesse de la demande chinoise se traduit également par une inflation relativement modérée en Chine. L'inflation a ralenti à 2,5% en août après 2,7% le mois précédent, notamment en lien avec le déclin mensuel des prix des carburants. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste particulièrement modeste à 0,8% dans un contexte de demande domestique dégradée. Du côté des prix à la production, le ralentissement est encore plus marqué puisque l'inflation PPI atteint 2,3% en août après 4,2% en juillet, en lien notamment avec la poursuite de la détérioration du secteur de l'immobilier. **Cette faiblesse de la demande chinoise est également visible dans la modération des flux de financement**. Si le montant des nouveaux crédits bancaires s'est redressé en août après le point bas de juillet, la dynamique du stock de crédit bancaire en glissement annuel poursuit son ralentissement à 10,9%. Plus largement, la dynamique des financements agrégés à l'économie (TSF) se modère à 10,5% en glissement annuel.

Au Japon, la dynamique des salaires reste bien trop modeste pour faire réagir la Banque du Japon (BoJ). La croissance nominale des salaires ralentit à 1,8% en glissement annuel en juillet (-0,2 point de pourcentage par rapport juin). Cette évolution reste donc loin du taux de 3% considéré par la BoJ comme compatible avec le maintien, durablement, de l'inflation à la cible de 2%. De plus, la dynamique des salaires reste principalement tirée par des composantes temporaires telles que les primes et heures supplémentaires. En termes réels, l'évolution des salaires reste négative pour un 4ème mois consécutif à -1,3%. Sur la fin d'année, les salaires devraient toutefois bénéficier de la hausse record du salaire minimum de 3,3% annoncée par les autorités.

En Australie, l'économie conserve une dynamique solide au deuxième trimestre 2022. La croissance réelle du PIB a atteint 0,9% en glissement trimestriel au T2 2022, soit 3,6% de croissance en glissement annuel. Cette bonne dynamique a été notamment tirée par la consommation des ménages, et ce en particulier dans les services. La demande australienne a en effet profité de la reprise de la mobilité et du recul du taux d'épargne. L'économie a également bénéficié du dynamisme des exportations, principalement tirées par les prix des matières premières et de l'énergie. En revanche, les perspectives semblent en faveur d'une modération de la croissance au cours des prochains trimestres. Alors que l'inflation et le resserrement monétaire devraient comprimer la demande domestique, le ralentissement de la Chine et des pays développés devraient pénaliser les exportations. Sur le plan monétaire, la banque centrale a annoncé une nouvelle hausse de taux de 50 points de base en septembre à 2,35%. S'il a renouvelé son engagement en faveur de la lutte contre l'inflation, le gouverneur Philip Lowe a toutefois déclaré que les arguments en faveur d'un ralentissement du rythme d'augmentation des taux d'intérêt deviennent de plus en plus forts.

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.