

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

21 août 2023

Supraconductivité

Fin juillet, une annonce surprenante venue de Corée du Sud a mis en ébullition la communauté scientifique mondiale. Il existait un matériau supraconducteur à température et pression ambiante, nommé LK-99. La supraconductivité est la capacité de certains matériaux à conduire l'électricité sur de longues distances sans perte d'énergie. Habituellement, elle n'est possible qu'à des températures extrêmement basses. La découverte était donc d'ampleur.

Tout autour du monde, en quelques jours, les cours des sociétés liées à cette technologie se sont envolés : +100% pour Shanghai National Center of Testing & Inspection for Electric Cable & Wire Co en Chine, +400% pour Sunam en Corée du Sud, +130% pour American superconductor aux Etats-Unis. Depuis l'excitation est retombée, des doutes ont été émis sur ces annonces et les cours de bourses baissent. Ces réactions ne sont pas sans rappeler la frénésie qui s'est emparée des investisseurs pour l'Intelligence Artificielle suite aux annonces de la société OpenAI. Nvidia, fabricant de cartes graphiques utilisées dans les serveurs pour leur puissance de calcul, progresse de 200% depuis le début d'année.

Il faut dire que depuis quelques trimestres, les annonces d'avancées majeures sur des technologies de rupture se multiplient : Supraconductivité, IA, fusion nucléaire, ...

Cette concomitance interpelle. De nombreuses explications peuvent être avancées. L'une d'elles est probablement liée aux conditions de financement très accommodantes pendant près d'une décennie. Les innovations d'aujourd'hui sont les investissements d'hier ; investissements permis par des taux extrêmement bas, des liquidités abondantes et des investisseurs, tels que le capital-risque, prêts à soutenir les entreprises toujours plus en amont de leur stade de développement. Concepts et preuve de ces concepts suffisaient pour « lever » des sommes importantes. Prendre le risque de l'innovation n'était, finalement, que très peu coûteux.

Ces derniers mois, l'environnement change, les taux d'intérêt remontent en flèche, l'argent est moins abondant. Certains rouages essentiels du financement de l'innovation se grippent. La banque SVB était de ceux-ci, grand pourvoyeur de prêts pour les industries technologiques et biotechnologiques.

Doit-on s'en inquiéter ? Certes, des relais subsistent, certains fonds de capital-risque disposent encore de liquidités non investies, mais une vigilance est requise, tant pour les entreprises endettées dont le modèle économique repose sur l'innovation récurrente que pour leurs chaînes de valeur. D'ailleurs, une autre annonce est passée plus inaperçue. Lonza, l'un des principaux sous-traitants pour l'industrie pharmaceutique, a décrit une situation peu flatteuse, réduisant ainsi ses perspectives 2023. L'une des raisons principales : les problèmes de financement des sociétés de biotechnologie. Certes, il ne s'agit pour le moment que de quelques signaux, mais comme nous le soulignons dans nos Perspectives Economiques et Financières, le monde se complexifie et le modèle des entreprises doit s'adapter. Nous devons choisir les entreprises qui en sont capables.

Jacques-André Nadal

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	18/08/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,087	1,087	1,009	0,1	7,8
€ / £	0,854	0,861	0,846	-0,9	1,0
€ / Yen	158,22	157,28	137,10	0,6	15,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	74	97	14,1	-12,2
Indice CRB*	552	545	588	1,2	-6,2
Prix de l'once d'Or	1 886	1 918	1 755	-1,7	7,5
Prix de la tonne de cuivre	8 241	8 178	8 032	0,8	2,6
Indice Baltic Dry**	1 237	1 112	1 320	11,2	-6,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1031	954	3430	8,1	-69,9

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 :

Toujours dans un contexte de faibles volumes et de volatilité, le mouvement haussier sur les taux s'est accéléré avec la publication des Minutes de la Fed mercredi. Les membres du FOMC sont encore préoccupés par l'inflation américaine et surveillent de près les indicateurs macroéconomiques. Jeudi, le taux à 10 ans américain a clôturé au plus haut depuis fin 2007 à 4,27%. Les taux souverains européens ont connu un mouvement de hausse similaire avant de rebaisser vendredi et de clôturer la semaine quasi stable. Les actifs risqués sont restés sous pression pénalisés par les craintes sur la fragilité de l'économie chinoise. Les primes de risque sur le crédit étaient en hausse avec un mouvement plus marqué sur la catégorie haut rendement.

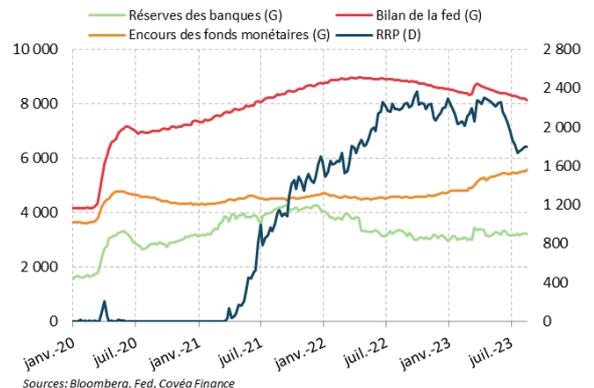
Le Focus de la semaine : Allons-nous vers de nouvelles tensions sur le marché monétaire américain ?

En septembre 2019, le marché monétaire américain subissait de fortes tensions causées par la baisse significative des réserves bancaires provenant de l'arrêt des achats d'actifs de la Réserve Fédérale. A cela s'ajoutait une période de fortes émissions de la part du Trésor américain, venant accentuer l'assèchement de la liquidité sur le marché. Les taux du financement au jour le jour avaient fortement augmenté forçant la Fed à intervenir pour stabiliser le marché.

La situation actuelle présente-elle des similitudes avec celle de septembre 2019 ? La baisse du bilan de la Fed amorcée en juin 2022 dans le cadre de son resserrement monétaire a réduit progressivement les réserves bancaires. Bien que le niveau global soit encore jugé comme étant satisfaisant, il existe de grosses disparités entre banques comme l'a montré la crise du système bancaire de mars 2023. Par ailleurs, comme en 2019, le Trésor en juin dernier, faisant suite à la résolution du plafond de la dette, s'est remis à émettre massivement et à reconstituer son compte général à la Fed (TGA*), ponctionnant ainsi une partie de la liquidité du marché monétaire. Cependant, il existe aujourd'hui une variable d'ajustement supplémentaire : la facilité de mise en pension au jour le jour de la Fed (ON RRP** : Overnight Reverse Repo) dont les fonds monétaires sont les principaux utilisateurs. Dans la phase d'expansion monétaire, cet outil a permis de drainer l'excès de liquidité et d'assurer la bonne transmission de la politique monétaire. Désormais, les acteurs de marché espèrent que cet argent sera utilisé par le système bancaire pour renforcer ses réserves. L'enjeu repose, en partie, sur le comportement des fonds monétaires. Depuis début juin, ils ont commencé à se détourner de la facilité de la Fed pour investir sur les émissions de Bons du Trésor qui offrent une rémunération plus attractive. Ainsi, les soldes du ON RRP ont diminué de 2 200 Mds\$ fin mai à 1 717 Mds\$ mi-juillet, alimentant comme prévu le marché monétaire en liquidités. Mais, notons que depuis peu, le mouvement semble se retourner avec des montants revenant autour de 1 770 Mds\$. Les regains d'incertitude quant à la trajectoire à venir des taux directeurs poussent les fonds monétaires à réduire la sensibilité de leur portefeuille à toute nouvelle hausse des taux directeurs en investissant de nouveau au jour le jour. Si ce mouvement devait se poursuivre, comme en 2019, les réserves bancaires pourraient en être affectées. Le choix des fonds monétaires de garder ou non leurs liquidités auprès de la Fed pourrait donc influencer la rapidité avec laquelle les réserves bancaires se tariront et par conséquent l'apparition ou non de tensions sur les taux du marché du financement à court terme. Dans un contexte où le système bancaire américain a déjà été chahuté cette année, les acteurs de marché surveilleront de près ces développements.

*TGA : Treasury General Account, il s'agit du compte courant utilisé par le département du Trésor américain, à partir duquel le gouvernement effectue tous ses paiements. **ON RRP : Pension inversée, opération par laquelle la FED met des titres en pension et reçoit en contrepartie de la liquidité. Et, dans le cas présent, les fonds monétaires prennent en pension les titres de la FED et sont rémunérés à 5,30%.

Evolution du bilan de la Fed, des liquidités et de la facilité de mise en pension de la Fed depuis 2020 (en Mds\$)



Mathilde Gazier
Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	18/08/23	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	4,25	4,15	3,84	3,87	2,88	10	42	38	137	-69	12
Allemagne	2,62	2,62	2,42	2,57	1,10	0	21	5	152	-42	10
France	3,16	3,15	2,95	3,12	1,68	1	22	5	149	-14	43
Italie	4,33	4,25	4,10	4,72	3,33	8	23	-39	100	59	43
Royaume-Uni	4,68	4,53	4,38	3,67	2,29	15	29	100	239	-50	20
Japon	0,64	0,58	0,39	0,42	0,20	5	24	21	43	61	100
Crédit											
Indice Itraxx Main	78,1	71,6	76,2	90,6	99,6	6,5	1,9	-12,5	-21,5		
Indice Itraxx Crossover	429,3	402,7	411,0	474,1	501,7	26,6	18,4	-44,8	-72,3		

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 :

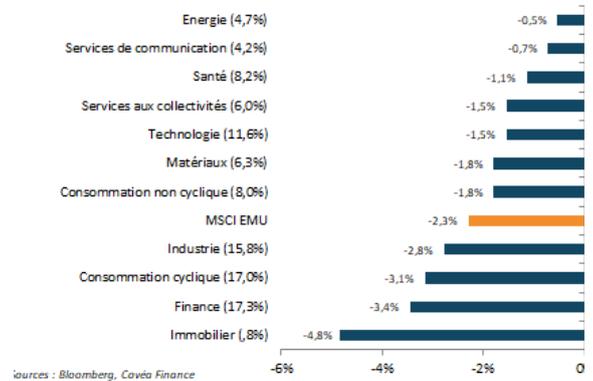
Sur la semaine écoulée, les marchés actions en Zone Euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) baissent de 2,3%. Les mauvaises nouvelles économiques venant de Chine et les commentaires restrictifs de la part de la Réserve Fédérale américaine ont donné la tendance. La hausse est désormais de 9% depuis le début de l'année. La volatilité, mesurée par l'indice VStoxx, est de retour sur des niveaux supérieurs à 20.

En lien avec les incertitudes économiques, les secteurs considérés comme les plus sensibles à l'activité ont sous-performé sur la semaine. L'immobilier a baissé en raison du maintien des taux sur des niveaux élevés. Le rebond des prix du pétrole de 15% depuis le mois de juin favorise le rattrapage du secteur de l'énergie.

Un mouvement notable est à signaler sur les valeurs : la baisse de plus de 40% d'Adyen. Le groupe de paiements s'est effondré à la suite de la publication de ses résultats semestriels, très décevants, à la fois en croissance et en marge. Avant la baisse, Adyen traitait sur des multiples très élevés, soit près de 60x les bénéfices attendus.

Tous les pays sont en baisse sur la semaine. Le Danemark résiste mieux, en raison de la bonne performance de Novo Nordisk qui représente désormais 60% de l'indice MSCI Danemark.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 11/08/2023 au 18/08/2023 (GICS)



Le Focus de la semaine : Un nouveau paradigme pour la consolidation du marché européen des services de télécommunications ?

Ces derniers mois, le vieux continent est agité par plusieurs projets de fusion dans les services de télécommunication : les activités d'Orange et MasMovil en Espagne, Vodafone et Three en Grande Bretagne. Les grands mouvements stratégiques refont surface.

Il faut dire que la concurrence est intense en Europe dans les télécommunications, plusieurs marchés sont le terrain d'une forte guerre des prix, et nombreux sont les opérateurs qui ne couvrent pas leur coût du capital. Dans un métier de coûts fixes, la taille est cruciale. Elle l'est également pour exister face aux géants d'internet. D'où une volonté de concentration.

Le contraste avec les Etats-Unis et la Chine est saisissant : là où 3 acteurs majeurs sont présents dans ces deux pays, en Europe, par contre plusieurs dizaines se disputent le marché... Le secteur européen est donc très atomisé, même si la situation est différente d'un pays à l'autre. L'Espagne et l'Italie sont très concurrentiels, l'Autriche et les Pays-Bas clairement moins.

Si les régulateurs nationaux ou européens entendent les plaintes des opérateurs, notamment dans un contexte où il leur est demandé un effort unique en termes d'investissements dans de nouvelles technologies (fibre, 5G), leur volonté jusqu'à présent a été de favoriser la concurrence, et donc des prix bas pour les consommateurs. C'est la vision du Commissaire Européen à la Concurrence depuis 2014. Toutefois, les remaniements de la Commission européenne dans les mois qui viennent pourraient annoncer un changement de ton. D'autant que le Commissaire européen au Marché Intérieur a plusieurs fois pris des positions plus favorables à une certaine consolidation des acteurs, pour aider à l'investissement dans les réseaux.

Cela étant, en juillet, dans la saga du projet de fusion entre O2 et Three au Royaume-Uni, l'ultime décision de l'instance européenne a été restrictive. Il s'inscrivait dans la lignée de la dernière fusion autorisée par la Commission Européenne, en Italie, entre Wind et Tre. Rappelons que cette autorisation avait été accordée au prix d'importantes concessions et avait favorisé l'entrée d'Iliad. Ce qui a amené à une situation bien pire qu'avant le projet de concentration...

Les futures décisions des autorités de la concurrence, notamment sur le marché espagnol, seront riches d'enseignement. Le marché européen des télécommunications témoigne de façon visible du poids du Politique, un thème majeur, étudié lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	18/08/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	144	147	147	132	134	-2,3	↓	-2,6	↓	9,1	↑	7,4	↑
MSCI EMU Mid Cap	926	951	937	907	936	-2,6	↓	-1,2	↓	2,2	↑	-1,0	↓
MSCI EMU Small Cap	393	406	398	370	368	-3,2	↓	-1,2	↓	6,3	↑	6,9	↑
MSCI Europe	151	154	153	143	148	-2,3	↓	-1,8	↓	5,7	↑	2,0	↑
France CAC 40	7 164	7 340	7 313	6 474	6 557	-2,4	↓	-2,0	↓	10,7	↑	9,3	↑
Allemagne DAX 30	6 163	6 265	6 312	5 693	5 604	-1,6	↓	-2,4	↓	8,3	↑	10,0	↑
Italie MIB	27 762	28 275	27 928	23 856	22 986	-1,8	↓	-0,6	↓	16,4	↑	20,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 262	7 524	7 472	7 452	7 542	-3,5	↓	-2,8	↓	-2,5	↓	-3,7	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 506	8 724	8 675	8 417	8 919	-2,5	↓	-1,9	↓	1,1	↑	-4,6	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices clôturent la semaine en forte baisse pénalisés par les inquiétudes sur la santé de l'économie chinoise après la publication de chiffres décevants sur l'activité industrielle, la consommation et l'emploi. Les difficultés de deux des plus grandes sociétés immobilières du pays (Country Garden et Evergrande) et les risques afférents sur le système financier du pays ont accentué la baisse des marchés. Dans ce contexte, l'ensemble des indices de la région clôturent en territoire négatif. Les indices hongkongais affichaient ainsi les plus fortes baisses. Les pays d'Asie du Nord (Japon et Corée du Sud) fortement exposés à la chaîne de valeur des semiconducteurs étaient impactés par la remontée des taux longs américains mais aussi par la poursuite de la faiblesse de certains marchés finaux (ordinateurs et smartphones notamment). Les pays d'Asie du Sud-Est et l'Inde, affichaient donc les baisses les plus modérées dans ce contexte d'aversion au risque. Côté sociétés, on notera la poursuite de la délocalisation de la production des produits Apple vers les pays sud-asiatique au détriment de la Chine. En effet, l'entreprise taïwanaise Foxconn, assembleur principal d'Apple, a annoncé des investissements pour 400 millions de dollars en Inde afin de produire les AirPods.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 2.1% pénalisé par la hausse des taux longs consécutive à des chiffres de l'emploi et des ventes au détail meilleurs qu'attendus. La publication d'une série de mauvais indicateurs économiques chinois et les difficultés financières de certains grands acteurs de l'immobilier du pays ont accentué le pessimisme des investisseurs. Dans ce contexte, tous les segments de l'indice étaient en territoire négatif. La consommation cyclique affichait la plus forte baisse, pénalisée par les acteurs ayant une exposition sensible à la consommation chinoise. Le secteur était aussi impacté par la contreperformance de Tesla après la publication de ventes en recul en Chine et les annonces de nouvelles baisses de prix. Les financières et l'immobilier étaient pénalisés par les craintes de nouvelles hausses de taux. Les valeurs bancaires étaient aussi impactées par les risques de dégradation de leurs notes de crédit par Fitch. La technologie affichait la baisse la plus modérée, soutenue par les entreprises exposées à la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle en amont de la publication des résultats de Nvidia. Malgré les craintes sur la demande de pétrole en Chine, l'énergie continuait de bénéficier des baisses de capacité de production de l'Arabie Saoudite. Les segments défensifs comme les services publics et les grands laboratoires pharmaceutiques faisaient aussi partie des moins fortes baisses dans ce contexte d'aversion au risque. Sur le plan des sociétés, on notera l'abandon du projet d'acquisition du fabricant israélien de puces Tower Semiconductor par Intel pour 5.4 milliards de dollars ; La Chine, dont l'accord était indispensable pour valider l'opération, n'ayant pas pris de position avant la date butoir. Après la mise en place des restrictions à l'exportation sur certains métaux critiques pour la fabrication des puces électroniques, cet événement pourrait être une nouvelle réponse chinoise aux restrictions américaines sur les semiconducteurs.

Le Focus de la semaine : La prudence des grands distributeurs américains

Les trois plus grandes chaînes de distribution américaines, Walmart, Target et Home Depot ont publié des bénéfices trimestriels (à fin juillet) supérieurs aux attentes : cette bonne performance a été induite par une amélioration sensible des marges (moins de démarques, baisse des frais de transport et fluidification des chaînes d'approvisionnement) et masque des ventes en demi-teinte, notamment dans les articles à prix élevé (électroménager) et dans des catégories comme l'habillement, l'électronique grand public et les jouets. Parallèlement, les consommateurs ont recherché les bonnes affaires et les prix bas, notamment chez les chaînes spécialisées dans la liquidation de stocks (« Off-Price Retailers » comme TJX et Ross Stores) qui ont annoncé des ventes à magasins comparables supérieures aux prévisions et des perspectives solides pour le reste de l'année. Dans ce contexte, malgré la vigueur des ventes des catégories non-discretionnaires (produits alimentaires et soins personnels), les grands distributeurs se veulent prudents pour le reste de l'année, citant notamment les pressions liées à la hausse des taux d'intérêt (22% sur certaines cartes de crédit), la fin du moratoire sur les prêts étudiants (à partir d'octobre) et l'épuisement de l'épargne excédentaire accumulée pendant la pandémie (d'ici fin septembre, selon la FED de San Francisco). Au total, ces commentaires alimentent nos préoccupations concernant le pouvoir d'achat des Américains au second semestre et confortent notre approche prudente du secteur de la consommation discrétionnaire.

Performance boursière des grands distributeurs américains depuis le début de l'année en base 100



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	18/08/23	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	4 370	4 464	4 396	3 840	4 228	-2,1 ↓	-0,6 ↓	13,8 ↑	3,3 ↑	-1,4 ↓	-0,7 ↓	12,1 ↑	-4,6 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	34 501	35 281	34 122	33 147	33 707	-2,2 ↓	1,1 ↑	4,1 ↑	2,4 ↑	-1,5 ↓	1,0 ↑	2,5 ↑	-5,5 ↓
Etats-Unis - Nasdaq	13 291	13 645	13 591	10 466	12 705	-2,6 ↓	-2,2 ↓	27,0 ↑	4,6 ↑	-1,9 ↓	-2,3 ↓	25,0 ↑	-3,4 ↓
Japon Nikkei 300	473	488	486	401	422	-3,1 ↓	-2,7 ↓	18,0 ↑	12,0 ↑	-2,7 ↓	-3,2 ↓	4,7 ↑	-2,6 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 505	2 591	2 550	2 280	2 493	-3,3 ↓	-1,8 ↓	9,8 ↑	0,5 ↑	-3,4 ↓	-3,2 ↓	1,3 ↑	-7,7 ↓
Chine - Shanghai	3 132	3 198	3 182	3 089	3 258	-2,1 ↓	-1,6 ↓	1,4 ↑	-3,9 ↓	-2,0 ↓	-2,2 ↓	-5,8 ↓	-16,9 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 951	19 075	18 934	19 781	19 773	-5,9 ↓	-5,2 ↓	-9,3 ↓	-9,2 ↓	-5,4 ↓	-5,2 ↓	-11,0 ↓	-16,0 ↓
Marchés Emergents - MSCI	964	998	987	956	1 001	-3,3 ↓	-2,3 ↓	0,8 ↑	-3,7 ↓	-2,7 ↓	-2,4 ↓	-0,7 ↓	-11,1 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

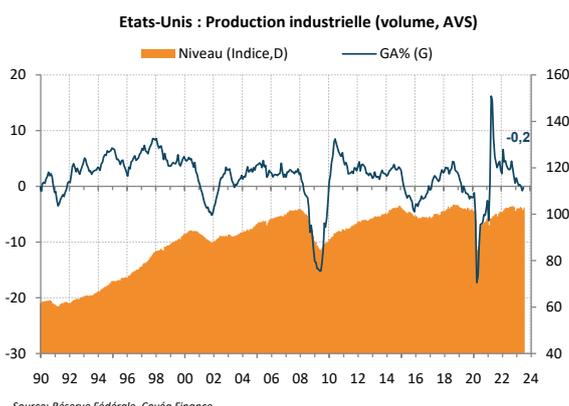


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve Fédérale sème le doute »

Le compte-rendu de la réunion du comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale américaine (FOMC) des 25 et 26 juillet montre que ses membres sont partagés sur la nécessité de poursuivre la hausse des taux directeurs. Ils se veulent toujours vigilants envers le risque inflationniste, qu'ils estiment globalement orienté à la hausse. Mais ils peinent à s'accorder sur l'impact des changements intervenus ces dernières années sur les délais de transmission de la politique monétaire. Ainsi, le risque haussier sur l'inflation « pourrait nécessiter un durcissement supplémentaire » de la politique monétaire. Mais rien n'est encore décidé et, alors que l'incertitude sur les perspectives économiques est jugée particulièrement importante, les banquiers centraux américains se montrent, plus que jamais, dépendants des données. Dans les débats, certains participants à la réunion ont suggéré que la cure d'amaigrissement du bilan de la Fed pourrait se poursuivre même quand les taux directeurs auront recommencé à baisser. Jerome Powell pourrait donner plus d'indications sur l'état de la réflexion des membres du FOMC lors de son intervention au colloque de Jackson Hole, qui aura lieu du 24 au 26 août.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-23	-0,2	-0,8	4,4	3,4
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juil.-23	-13,0	-15,3	17,6	-4,2
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	juil.-23	5,9	-10,4	15,0	-3,4
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	juil.-23	3,2	1,6	18,2	9,7

*Du 14/08/2023 au 20/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

minier s'est redressée en juillet (+0,5%) et la production de biens d'équipement professionnels a également rebondi (+1,0%) après deux reculs séquentiels consécutifs. Malgré le rebond du mois de juillet, l'activité industrielle (-0,2%) comme sa composante manufacturière (-0,7%) étaient encore en baisse sur un an. Les résultats des enquêtes régionales dans le secteur sont mitigés : l'enquête de la Fed de New-York auprès des entreprises manufacturières de son district indique une nette dégradation en août ; mais celle de la Fed de Philadelphie montre au contraire un redressement de l'activité sous l'impulsion d'un rebond des nouvelles commandes. Les différentes composantes de cette dernière enquête sont toutefois moins encourageantes, avec une dégradation des perspectives, de l'emploi et de l'investissement.

Les ventes au détail ont progressé de 0,7% en juillet par rapport au mois précédent, après avoir augmenté de 0,3% en juin. Hors automobiles, la hausse est de 1,0% sur le mois. Il en est de même pour le noyau dur de ces ventes (hors automobiles, carburants, matériaux de construction et services de restauration). Sur le mois, les ventes au détail ont été tirées par l'internet (+1,9% en GM), notamment grâce à des ventes record d'Amazon pour ses journées premium, ainsi que par les matériels de sports (+1,5%) et les bars et restaurants (+1,4%). En glissement annuel, la croissance des ventes au détail a atteint 3,2% en juillet, soit un rythme de progression presque doublé par rapport à juin (+ 1,7%).

Sur le plan de l'activité économique, les mises en chantier de logements ont rebondi de 3,9%, en séquentiel en juillet (+5,9% sur douze mois), confirmant la tendance à l'amélioration de la conjoncture dans le secteur de la construction résidentielle. Moins dynamiques, les permis de construire ont progressé de 0,1% sur le mois, mais ils restent en baisse de 13,0% sur un an. Par rapport au mois de juin, le rebond des mises en chantier est concentré sur les maisons individuelles, alors que la contraction s'est poursuivie pour les immeubles collectifs. Le même phénomène s'observe dans le cas des permis de construire. D'un point de vue géographique, on constate une contraction (de 1,3%) des mises en chantier dans le sud du pays et une progression modérée (+1,0%) dans le nord-est, mais les progressions sont plus importantes dans le « Midwest » (+9,9%) et dans l'ouest (+14,0%). L'enquête de la NAHB montre toutefois que l'amélioration pourrait marquer le pas. La confiance des promoteurs s'est tassée en août (après une forte amélioration sur les sept mois précédents), avec des baisses de toutes les composantes de cette enquête.

La production industrielle a progressé de 1,0% en juillet par rapport au mois précédent, avec une croissance de 0,5% de sa composante manufacturière. Cette dernière est surtout attribuable à la poursuite du redressement de l'activité dans le secteur automobile (+5,2%), mais qui pourrait avoir été amplifié par les coefficients de correction des variations saisonnières alors que les opérations de maintenance auraient moins pesé sur l'activité cette année. On notera aussi une solide progression de la production de produits de hautes technologies (+1,5% sur le mois après +2,1% en juin). Après deux mois de baisse, l'activité du secteur

Jean-Louis Mourier

Economiste

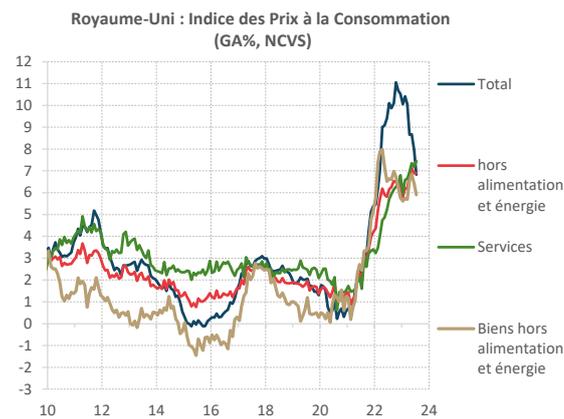


Suivi Macroéconomique

Europe

« Au Royaume-Uni, les tensions inflationnistes inquiètent toujours »

En Zone Euro, la production industrielle a progressé de 0,5% en séquentiel au mois de juin, après avoir stagné en mai. Comme pour le PIB, dont Eurostat a confirmé la croissance 0,3% au deuxième trimestre, les écarts de dynamisme entre pays membres de l'Union économique et monétaire sont importants : +13,1% en Irlande ou +3,2% en Lituanie, mais -3,0% en Belgique ou -1,5% en Allemagne. Sur un an, la production industrielle était en baisse de 1,2% en juin. En juin, dans le secteur manufacturier, seule la production d'énergie a progressé, de 0,5%, l'activité se contractant dans l'ensemble des autres branches manufacturières. En glissement annuel, en revanche, la production de biens d'équipement professionnels était en hausse de 4,4% et celle de biens de consommation non-durables était quasiment égale (+0,2%). Mais les reculs sont sévères ailleurs dans l'industrie manufacturière.



Sources : ONS, Refinitiv, Covéa Finance.

Dernier point : juil 23

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	juin-23	-1,3	-2,4	8,9	2,3
AL	ZEW	Indice	août-23	-12,3	-14,7	54,9	-27,2
	Taux de chômage	% de la pop. active	mai-23	4,2	4,0	4,0	3,7
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juil.-23	6,8	7,9	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juil.-23	6,9	6,9	2,4	5,9

*Du 14/08/2023 au 20/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La balance commerciale de la zone euro a dégagé un excédent de 23,0Mds€ en juin, contre un déficit de 27,1Mds€ pour le même mois un an plus tôt. L'évolution du solde commercial résulte d'une légère augmentation des exportations (+0,3% sur un an) et, surtout, d'une contraction de 17,7% des importations, essentiellement provoquée par un effet prix. La zone euro affiche un excédent commercial de 5,3Mds€ cumulé sur les sept premiers mois de l'année, contre un déficit de 151,8Mds€ pour la même période l'année dernière.

Au Royaume-Uni, les tensions inflationnistes sous-jacentes persistent en juillet, tandis que la dynamique de hausse des salaires ne faiblit pas. L'inflation ralentit en juillet à 6,8%, après 7,9% le mois précédent. Cette baisse est avant tout liée à la baisse des prix de l'énergie (-7,8% en glissement annuel), qui ont bénéficié de la baisse du plafond de l'énergie imposé par le régulateur le 1^{er} juillet dernier. En revanche, l'inflation sous-jacente se maintient à 6,9%, comme en juin. Du côté des biens non énergétiques, la croissance des prix poursuit son ralentissement à 5,9% (après 6,4%), bénéficiant de la baisse des prix de l'énergie et du ralentissement du prix des intrants. En revanche, le dynamisme de l'inflation dans le secteur des services (particulièrement suivi par la Banque d'Angleterre) ne faiblit pas (+7,4% en juillet après 7,2%). Par ailleurs, la croissance des salaires pourrait continuer d'alimenter les tensions inflationnistes. En effet, les salaires hors bonus ont augmenté de 7,8% en glissement annuel en juillet (sur trois mois glissant), leur plus forte progression depuis le début de la série en 2000. Malgré la poursuite de la hausse des salaires, de légers signes d'apaisement des tensions sur le marché du travail apparaissent, à l'image du taux de chômage en hausse à 4,2%. **Alors que la Banque d'Angleterre a laissé toutes les options ouvertes pour sa réunion de septembre, le dynamisme de l'inflation sous-jacente et des salaires ne permet pas d'écarter la possibilité d'une nouvelle hausse de taux.**

Enfin, les données de consommation ont été plutôt mal orientées en juillet. Les ventes au détail en volume ont baissé de 1,2% en glissement mensuel en juillet, après avoir progressé de 0,6% en juin. Les ventes ont reculé dans l'ensemble des magasins (-2,6% sur le mois pour le commerce alimentaire et -1,7% pour les magasins non-alimentaires), en partie au profit des sites internet de commerce (+2,8%). Les détaillants attribuent leur mauvaise performance du mois à une météo défavorable mais aussi à l'impact de la poursuite de la hausse des prix. Les ventes à prix courants ont toutefois reculé aussi, de 1,0% par rapport à juin. Sur un an, les ventes en valeur s'affichent en hausse de 16,4%, mais elles sont en baisse de 1,8% en volume.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« Chine : les soutiens des autorités restent trop timides pour endiguer le ralentissement de l'activité »

L'économie chinoise poursuit sa modération en juillet. La consommation des ménages reste mal orientée, comme l'illustre le recul de la croissance des ventes au détail à 2,5% en glissement annuel (GA), contre 3,1 % en juin. La fragilité de la demande domestique, couplée à celle de la demande internationale, s'est également répercutée sur la production industrielle dont la croissance ralentit à 3,7% en en GA après 4,4% en juin. La croissance des investissements s'inscrit également en modération à 1,2% en GA en juillet (après 3,3% en juin). Ce ralentissement reflète notamment la perte de vigueur des investissements dans les infrastructures et dans le secteur manufacturier mais il illustre surtout le déclin prononcé des investissements dans l'immobilier (-12,2% en GA). Le secteur fait toujours face à d'importantes difficultés, comme en témoigne également la forte baisse des ventes de logements (-19,2% en GA). Dans ce contexte, les fragilités, de plus

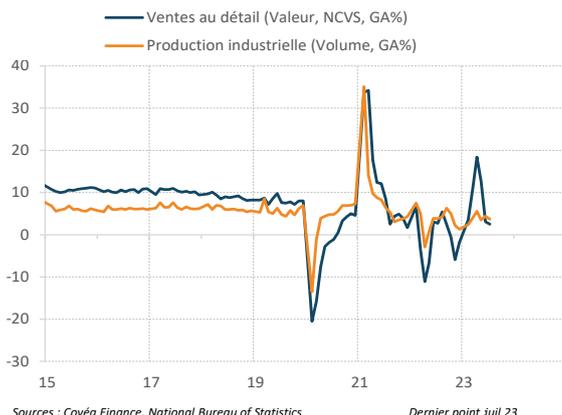
en plus apparentes, des grands promoteurs immobiliers, qui peinent à faire face au service de leur dette, **fait peser un risque systémique croissant sur le pays. Les menaces de contagion de ces difficultés au secteur financier se sont encore renforcées cette semaine** alors que la société financière non-bancaire Zhongrong n'a pas été en mesure d'honorer plusieurs paiements de coupons et de principal sur ses produits d'investissement.

Concernant le marché du travail, les autorités ont décidé de ne plus publier de données sur le chômage des jeunes, officiellement afin de travailler à l'optimisation de la méthodologie de l'enquête. Déjà très élevé en juin, à 21,3%, cet indicateur était attendu en forte hausse en juillet en lien avec la saisonnalité induite par la période de remise des diplômes universitaires.

Peu de temps avant la publication de ces données de mauvaise facture, **la Banque Populaire de Chine a annoncé de nouvelles baisses de taux.** Le taux MLF (*Medium-Term Lending Facility*), qui concerne le financement des banques à 1 an, a été baissé de 15 points de base à 2,50% et le taux reverse repo à 7 jours a été baissé de 10 points de base à 1,80%. Lundi matin, la banque centrale a aussi abaissé, de 10 points de base, le taux à un an minimal des prêts bancaires (*Loan prime rate*) à 3,45%, sans toucher à son homologue à cinq ans.

Sur le plan diplomatique, les autorités chinoises ont indiqué qu'elles pourraient durcir les conditions du commerce avec Taïwan. Selon les résultats préliminaires d'une enquête du Bureau des affaires taïwanaises du Conseil d'État, Taïwan aurait violé les principes de l'Organisation mondiale du commerce en imposant unilatéralement des restrictions commerciales sur un grand nombre de produits issus de Chine continentale. En représailles, les autorités chinoises ont indiqué qu'elles pourraient suspendre ou modifier les conditions de l'accord commercial actuel régissant les échanges avec l'île en fonction des résultats définitifs de l'enquête. Cette annonce intervient à moins de six mois de l'élection présidentielle taïwanaise.

Chine : Ventes au détail et production industrielle



Sources : Covéa Finance, National Bureau of Statistics

Dernier point juil 23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Inflation <small>IPC, NCVS, GA%</small>	juil.-23	3,2	3,2	-0,2	2,5
	Inflation sous-jacente <small>IPC, NCVS, GA%</small>	juil.-23	2,7	2,6	-0,8	0,2
JP	Exportations <small>Vol, CVS, GA%</small>	juil.-23	0,5	0,1	21,7	18,1
	Importations <small>Vol, CVS, GA%</small>	juil.-23	-14,7	-13,4	25,2	39,9
CH	PIB <small>Vol, NCVS, GA%</small>	T2 23	2,1	1,9	2,3	1,0
	Investissement en actifs fixes <small>NCVS, GA%</small>	juil.-23	3,4	3,8	4,9	5,1
	Prod. Industrielle <small>Vol, NCVS, GA%</small>	juil.-23	3,7	4,4	9,3	3,4
	Ventes au détail <small>Vol, NCVS, GA%</small>	juil.-23	2,5	3,1	12,4	-0,8

*Du 14/08/2023 au 20/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, l'activité économique a en revanche été bien orientée au premier semestre. Selon les statistiques préliminaires, la croissance du PIB a atteint 1,5% en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2023, après une hausse, déjà conséquente, de 0,9% au premier trimestre. Ainsi, le PIB dépasse désormais son niveau d'avant crise pandémique après une période de redressement longue et inégale. Dans le détail, les données du deuxième trimestre 2023 sont toutefois moins réjouissantes. En effet, la vigueur du PIB résulte essentiellement de l'évolution favorable de la balance commerciale. Les exportations ont enregistré une progression solide (+3,2% en volume en glissement trimestriel), notamment grâce à la poursuite du redressement du tourisme, et les importations ont fortement décliné (-4,3%), reflétant les faiblesses de la demande domestique qu'illustrent le recul de 0,5% de la consommation des ménages et l'atonie des investissements sur le trimestre.

L'inflation ne faiblit toujours pas au Japon. L'indice des prix à la consommation conserve une croissance de 3,3% en glissement annuel en juillet, comme en juin, malgré l'accélération du recul des prix de l'énergie (-8,7%). Les prix des produits alimentaires conservent une très forte vigueur (+9,2%) et l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) enregistre même une légère accélération à 2,7% (après 2,6% en juin), notamment tirée par les prix des services. Pour l'heure, la Banque du Japon (BoJ) considère toutefois que l'inflation devrait progressivement se modérer pour revenir durablement sous la cible des 2% et n'envisage donc pas de réel resserrement de la politique monétaire. Néanmoins, la vigueur actuelle des prix pourrait conforter la BoJ dans sa tendance à privilégier le bon fonctionnement des marchés financiers au détriment du soutien à la demande avec des mesures telles que la flexibilisation du contrôle de la courbe des taux.

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.