

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

04 septembre 2023

## Les ménages américains ou l'art de consommer à crédit

L'utilisation des cartes de crédit par les ménages américains est une histoire ancienne. La première véritable carte de crédit (carte universelle) est lancée en 1950 par Diners Club. Au départ, elle était uniquement valable dans 27 restaurants de New York. Les titulaires pouvaient présenter la carte signée et payer la facture à la fin du mois majorée d'une commission de service. Au bout d'un an déjà, le Diners Club comptait environ 42 000 membres.

La carte American Express, la Mastercard et la Bank AmeriCard – aujourd'hui connue sous le nom de Visa – ne tardent pas à suivre. Les deux dernières s'imposent au cours des années 70 à travers des coopérations et des rachats. À ce jour, elles représentent les réseaux de cartes de crédit leaders dans le monde.

Aujourd'hui, on dénombre aux Etats-Unis près de 500 millions de cartes de crédit en circulation. Les trois quarts des ménages américains détiennent des cartes de crédit et parmi eux, les trois quarts – soit au total un peu plus de la moitié de tous les ménages – ont en permanence un découvert sur leur compte. En effet, contrairement à la situation européenne, ces cartes s'assimilent plus à des cartes de magasins par leur fonctionnement qu'à des cartes bancaires traditionnelles européennes. Tout est fait pour que les ménages consomment.

Depuis 2022, les ménages américains ont de nouveau augmenté leur consommation à crédit, l'épargne excédentaire accumulée en 2020 (2100 milliards de dollars) commençant à se tarir. L'encours des cartes de crédit a ainsi dépassé les 1.000 milliards de dollars pour la première fois depuis la pandémie, avec une augmentation de l'encours de 45 milliards de dollars selon la Réserve fédérale de New York.

La dynamique des salaires et de l'emploi reste positive, permettant d'absorber en partie les coûts croissants du crédit mais ces découverts seront de plus en plus difficile à financer compte tenu de taux variables qui atteignent 20%.

Bien que pour l'instant la situation semble maîtrisée selon la FED de NY, les niveaux d'endettement liés aux cartes de crédit pourraient prochainement entraver la consommation de certains Américains déjà endettés via leur prêt étudiant, dont le remboursement, pour l'heure suspendu, reprendra à l'automne.

On assiste d'ailleurs à une reprise des arriérés de paiement sur les prêts automobiles et les cartes de crédit depuis plusieurs trimestres (cf graphique) même si à ce stade nous sommes encore très loin des niveaux de 2008.

Quoiqu'il en soit, un retournement du marché du travail et la hausse du coût de l'endettement pourraient affecter la consommation des ménages américains les plus endettés dans les prochains mois.

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



### Sommaire

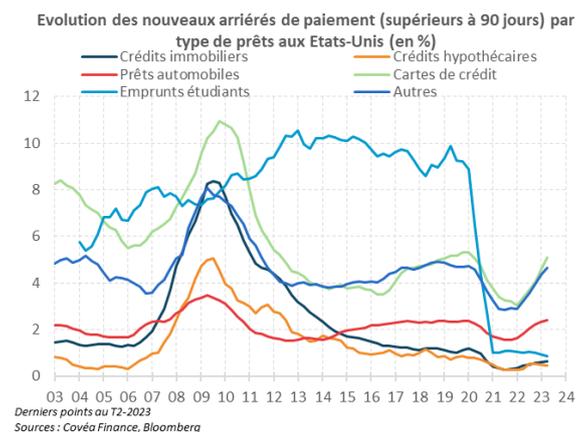
**Analyse de l'évolution des marchés** p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales

**Suivi Macroéconomique** p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

### Focus de la semaine



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	01/09/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,078	1,087	0,995	-0,8	8,4
€ / £	0,856	0,861	0,862	-0,6	-0,6
€ / Yen	157,58	157,28	139,44	0,2	13,0
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	89	74	92	19,1	-4,1
Indice CRB*	553	545	575	1,3	-3,8
Prix de l'once d'Or	1 948	1 918	1 700	1,6	14,6
Prix de la tonne de cuivre	8 501	8 178	7 597	3,9	11,9
Indice Baltic Dry**	1 065	1 112	1 002	-4,2	6,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1034	954	2848	8,4	-63,7

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La volatilité reste de mise sur les marchés de taux avec une forte sensibilité aux publications macroéconomiques. Les rendements à 10 ans allemand et américain ont ainsi évolué dans un intervalle de 15 et 20 points de base (pb) sur la semaine. Des statistiques globalement décevantes, en particulier aux Etats-Unis, ont, au global, entraîné une baisse des rendements malgré un rebond vigoureux vendredi. La courbe américaine enregistre un fort mouvement de pentification avec une baisse plus prononcée du taux 2 ans (-20 pb) que du taux 10 ans (-6pb). Le mouvement en Europe est du même ordre mais de moindre ampleur. Les niveaux de taux courts actuels confortent l'idée d'une pause dans le cycle de hausses de taux des principales banques centrales, en septembre. Sur le marché du crédit, la semaine a été extrêmement active en termes de nouvelles émissions avec un montant de 19 Md€ au total, dont la moitié d'émetteurs français tels que Engie, LVMH et Kering, venus se refinancer sur plusieurs maturités simultanément.

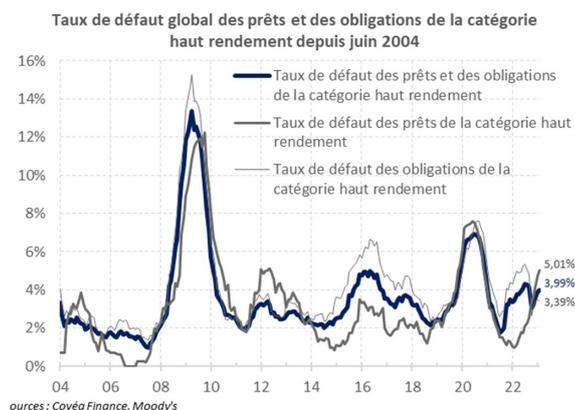
### Le Focus de la semaine : Evolution des taux de défauts de crédit

Le dernier rapport sur les défauts de crédit de Moody's fait état d'une diminution du nombre de défauts en juillet, soit le deuxième mois consécutif de baisse après le pic de 21 entreprises ayant connu une défaillance en mai. Depuis le début de l'année, le nombre de défauts d'entreprises s'élève à 92 contre 106 pour la même période de l'année dernière. La grande majorité des défaillances est le fait d'entreprises américaines (62) devant les sociétés européennes (16).

Au cours du mois de juillet, sur les neuf défauts recensés, six concernent des pays développés, dont une entreprise française Solocal (ex PagesJaunes) impliquée dans une nouvelle restructuration financière et trois entreprises de pays émergents. Parmi ceux-ci on relève le défaut du promoteur chinois Greenland qui n'a pas honoré, en temps voulu, le paiement d'un coupon d'une obligation en dollars. De plus, un autre acteur du marché immobilier chinois, Country Garden, n'a pas non plus fait face aux paiements de coupons sur deux obligations en dollars pour un montant total de 22.5 millions de dollars (la période de grâce s'achève les 5 et 6 septembre). Rappelons que la société est notamment endettée sur les marchés obligataires en dollars, à hauteur de 10Md\$ et que ses obligations sont actuellement valorisées autour de 10% du pair.

Au global, le taux de défaut glissant à 12 mois pour la catégorie spéculative\* progresse légèrement à 4% fin juillet par rapport à 3.9% un mois plus tôt. Le taux de défaut global est tiré à la hausse par les entreprises américaines - 4.3% vs 3.1% pour l'Europe - ainsi que par les prêts de la catégorie haut rendement. Ils enregistrent les taux de défaut les plus élevés en lien avec la hausse des coûts de financement pour ce type d'endettement à taux variables. Outre le ralentissement attendu qui risque de peser sur les chiffres d'affaires et les cash flows des entreprises, la hausse des taux va peser sur les émetteurs d'obligations au fur et à mesure des besoins de refinancement... et probablement participer à la poursuite de la hausse des taux de défaut.

\*Calcul en nombre de défauts pour les obligations et prêts de notation inférieure à BBB-



Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	01/09/23	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			
<b>Taux directeurs</b>														
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					
<b>Taux 10 ans</b>														
Etats-Unis	4,18	4,24	3,84	3,87	3,25	-6	34	30	93	-70	11			
Allemagne	2,55	2,56	2,42	2,57	1,56	-1	13	-2	99	-44	13			
France	3,07	3,09	2,95	3,12	2,18	-2	12	-4	89	-19	49			
Italie	4,24	4,24	4,10	4,72	3,93	0	14	-48	31	55	49			
Royaume-Uni	4,43	4,44	4,38	3,67	2,80	-1	5	76	163	-73	27			
Japon	0,63	0,66	0,39	0,42	0,24	-3	24	21	39	61	101			
<b>Crédit</b>														
Indice Itraxx Main	69,9	73,8	76,2	90,6	120,3	-3,9	-6,3	-20,7	-50,3					
Indice Itraxx Crossover	394,8	413,1	411,0	474,1	591,1	-18,3	-16,1	-79,3	-196,3					

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

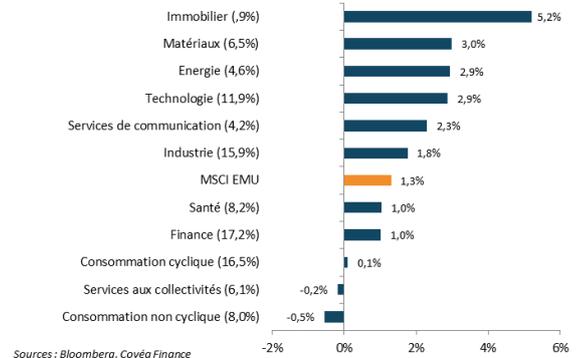
### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions en Zone Euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) progressent de 1,3% portés par l'optimisme des investisseurs quant à la trajectoire des taux d'intérêts et la perception favorable des mesures de soutien annoncées par les autorités chinoises, bien que les indicateurs d'enquête pour le pays continuent d'être mal orientés. Dans ce contexte, les secteurs de l'immobilier et des matériaux affichent les meilleures performances avec des variations hebdomadaires de respectivement +6,4% et +3,0%. A l'inverse, le secteur de la consommation non cyclique ferme la marche avec une baisse de 0,3%. Le secteur est pénalisé par le recul de 6% de Pernod-Ricard sur la semaine à la suite d'une publication de résultats montrant des signes de ralentissement aux Etats-Unis.

Notons, d'un point de vue géographique que l'indice norvégien progresse le plus avec +3,3% grâce à son ancrage sur les matières premières et en particulier le pétrole (référence Brent +4,8% sur la semaine) alors qu'en bas de tableau l'indice danois reste inchangé pénalisé par la forte baisse d'Orsted (-19,4%) causée par des dépréciations d'actifs majeures sur des projets éoliens aux Etats-Unis.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU (11,2%) surperforme le MSCI Europe (8%) et l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (7,4%).

Performances sectorielles du MSCI EMU du 25/08/2023 au 01/09/2023 (GICS)



### Le Focus de la semaine : Défis réglementaires de l'intelligence artificielle

L'intelligence artificielle (IA) réalise une percée majeure dans l'industrie technologique. Ses applications sont diverses et variées: les voitures autonomes dans l'automobile ou l'imagerie médicale dans la santé. L'IA permet dans l'ensemble de réaliser des tâches complexes nécessitant jusqu'alors une expertise (développement de code, création de logo, retouche de photos, etc.).

En 2023, l'émergence de dialogues intelligents commercialisés tels que « ChatGPT » a permis de révéler au grand public la puissance des IA et des applications possibles. La réponse de grands groupes tels que Google ou Facebook ne s'est pas fait attendre illustrant l'intensification de la concurrence. A partir de l'apprentissage automatique, les dites IA génératives analysent les données et s'inspirent de leurs modèles et structures pour créer de nouvelles données sans nécessiter de programmation explicite.

L'évolution rapide de l'IA a été rendue possible en partie grâce aux progrès de la miniaturisation des composants électroniques de plus en plus puissants. Cela a considérablement renforcé les capacités de calcul et de traitement des données des ordinateurs, éléments essentiels pour les algorithmes qui dépendent de quantités massives de données et de modèles complexes.

Cependant, cette croissance exponentielle des données a également introduit de nouveaux défis, notamment en matière de stockage, d'énergie et de sécurité des données. Les entreprises sont donc confrontées à des contraintes financières et d'infrastructures pour répondre à ces problématiques.

Dans le sillage du Règlement Général de la Protection des Données, le Parlement européen réfléchit depuis 2021 à un cadre réglementaire répondant aux défis majeurs de l'IA liés à la protection de la vie privée, la propriété intellectuelle et la désinformation. Les systèmes d'IA seraient classés selon leur niveau de risque et les exigences ou interdictions leur seraient relatifs. Les systèmes à haut risque (comme ceux utilisés dans les soins de santé ou les transports autonomes) seraient les plus touchés et nécessiteraient une surveillance et une évaluation plus rigoureuses. Ironiquement, l'IA permet aussi d'analyser les données pertinentes pour démontrer la conformité aux réglementations et évaluer des risques de non-conformité.

Cette proposition de loi suscite des débats et, si la mise en conformité sera couteuse pour les PME, de grandes entreprises européennes comme Siemens, Dassault Systèmes, Heineken, Renault, Deutsche Telekom ou encore Airbus, craignent qu'elle n'affaiblisse la compétitivité européenne dans le domaine de l'IA, notamment dans l'IA générative. C'est tout l'enjeu de la mise en place d'une telle réglementation. A l'instar des autres évolutions auxquelles les entreprises doivent s'adapter, cette rupture technologique s'inscrit dans les thématiques que nous abordons et suivons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Margot Lièvre-Cormier

Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	01/09/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	146	144	147	132	123	1,3	↑	-0,7	↓	11,2	↑	19,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	954	933	937	907	863	2,3	↑	1,8	↑	5,3	↑	10,6	↑
MSCI EMU Small Cap	401	390	398	370	332	2,7	↑	0,7	↑	8,3	↑	20,9	↑
MSCI Europe	154	152	153	143	137	1,4	↑	0,3	↑	8,0	↑	12,4	↑
France CAC 40	7 297	7 230	7 313	6 474	6 034	0,9	↑	-0,2	↓	12,7	↑	20,9	↑
Allemagne DAX 30	6 268	6 186	6 312	5 693	5 165	1,3	↑	-0,7	↓	10,1	↑	21,4	↑
Italie MIB	28 650	28 208	27 928	23 856	21 302	1,6	↑	2,6	↑	20,1	↑	34,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 465	7 339	7 472	7 452	7 149	1,7	↑	-0,1	↓	0,2	↑	4,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 720	8 551	8 675	8 417	8 297	2,0	↑	0,5	↑	3,6	↑	5,1	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

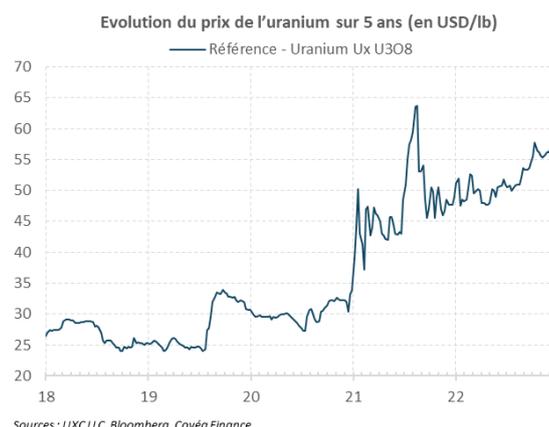
### L'analyse des marchés :

**En Asie**, les marchés clôturent la semaine en territoire positif, portés par l'annonce d'une série de mesures en Chine pour soutenir le secteur immobilier et la publication d'indicateurs manufacturiers meilleurs qu'attendus. Dans ce contexte, la Chine continentale affichait les meilleures performances. Les pays d'Asie du Nord (Corée du Sud et Japon) bénéficiaient de la baisse des taux longs américains et du rebond des titres exposés à la chaîne d'approvisionnement d'Apple en amont des annonces de lancement de ses nouveaux modèles. La Corée du Sud (Samsung et SK Hynix) était aussi soutenue par les commentaires positifs de l'entreprise américaine Micron sur le rebond du prix des mémoires. A l'inverse, l'Inde et les pays d'Asie du Sud-Est affichaient les hausses les plus modérées. Sur le front des tensions commerciales sino-américaines, les Etats-Unis ont étendu les restrictions d'exportation de certaines puces de Nvidia et d'AMD dédiées à l'intelligence artificielle à certains pays du Moyen-Orient. Les Américains craignent que la Chine cherche à contourner les restrictions actuelles sur les puces avancées en s'approvisionnant auprès de l'Arabie Saoudite et des Emirats arabes unis, ces derniers ayant fait des commandes massives ces derniers mois.

**Aux Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en hausse de 2.5% après la publication de chiffres témoignant d'un moindre dynamisme de l'emploi, laissant espérer une fin du cycle de relèvement des taux de la banque centrale américaine. Dans ce contexte, les secteurs de la technologie et des services de communication affichaient les meilleures performances, portés par la baisse des taux longs. L'énergie était aussi en forte hausse, soutenue par les attentes d'une prolongation des coupes de production de l'Arabie saoudite et des exportations russes pour le mois d'octobre et les inquiétudes sur le coup d'Etat au Gabon (membre de l'Opep). A l'inverse, les secteurs défensifs comme la consommation courante (impactée par les mauvais résultats de Dollar General) et les grands laboratoires pharmaceutiques affichaient les plus mauvaises performances. L'administration Biden a rendu publique la liste des 10 premiers médicaments qui feront l'objet de baisses de prix par Medicare en vertu du projet de loi sur la réduction de l'inflation (IRA). Les médicaments ciblés représentent les plus grosses dépenses pour Medicare et leur liste devrait s'étoffer dans les prochaines années.

### Le Focus de la semaine : Les fondamentaux du marché de l'uranium

Dans un contexte d'appétit grandissant pour les énergies à faible teneur en carbone et une attention toute particulière portée à la sécurité énergétique, les perspectives sur le marché de l'uranium restent encourageantes. En effet, 57 réacteurs sont en construction dans le monde (dont 21 en Chine), la durée de vie des centrales existantes est allongée (notamment aux Etats-Unis) et les politiques de soutien se multiplient. L'état de l'Ontario au Canada a récemment annoncé l'ajout de 4.8 GW de capacités sur le site de Bruce sur (7 GW déjà en place) et la commande de 3 SMR sur le site de Darlington (Small Modular Reactor : réacteur de taille et de puissance plus faibles que celles des réacteurs conventionnels, les réacteurs modulaires permettent de réduire les travaux sur site, d'accroître l'efficacité et la sûreté des matériaux nucléaires). En 2021, l'Agence Internationale de l'énergie atomique (IAEA) avait déjà revu à la hausse son hypothèse haute concernant les projections de croissance de la capacité de production nucléaire, une première depuis l'accident de Fukushima en 2011. Selon les hypothèses de l'époque, la capacité installée devrait plus que doubler pour atteindre 792 GW, correspondant à 12,3% de la production mondiale d'électricité (contre 10% actuellement). Compte tenu de l'accélération du développement de la technologie SMR, il est fort possible que lors de la prochaine publication du rapport de l'IAEA en 2023, ces prévisions soient à nouveau révisées à la hausse. Les SMR sont de plus en plus considérés comme des alternatives potentiellement plus abordables et plus flexibles que les grands réacteurs conventionnels. Tous ces éléments devraient continuer de soutenir les prix de l'uranium, qui ont quasiment triplé depuis leur point bas de 2019, et ce, même si de nouvelles capacités arrivent sur le marché. En effet, une incertitude demeure quant à la production d'uranium russe, et les autres principaux producteurs mondiaux adoptent une approche disciplinée, signant des contrats d'approvisionnement à long terme avec les énergéticiens afin d'inciter une croissance de la production raisonnable et surtout profitable. L'investissement dans des sociétés productrices d'uranium s'inscrit dans nos Perspectives Economiques et Financières, notamment dans le cadre de notre thématique de recherche de sociétés qui participent à la réorganisation du complexe énergétique mondial.



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	01/09/23	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	4 516	4 406	4 396	3 840	3 924	2,5	↑	2,7	↑	17,6	↑	15,1	↑	2,7	↑	3,5	↑	16,8	↑	6,3	↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 838	34 347	34 122	33 147	31 318	1,4	↑	2,1	↑	5,1	↑	11,2	↑	1,6	↑	2,9	↑	4,4	↑	2,7	↑
Etats-Unis - Nasdaq	14 032	13 591	13 591	10 466	11 631	3,2	↑	3,2	↑	34,1	↑	20,6	↑	3,4	↑	4,1	↑	33,1	↑	11,4	↑
Japon Nikkei 300	497	479	486	401	408	3,7	↑	2,2	↑	23,9	↑	21,7	↑	3,9	↑	2,4	↑	10,7	↑	8,5	↑
Corée du Sud KOSPI	2 564	2 519	2 550	2 280	2 409	1,8	↑	0,5	↑	12,4	↑	6,4	↑	1,8	↑	1,0	↑	5,7	↑	1,0	↑
Chine - Shanghai	3 133	3 064	3 182	3 089	3 186	2,3	↑	-1,5	↓	1,4	↑	-1,7	↓	2,8	↑	-1,0	↓	-4,6	↓	-13,1	↓
Hong Kong Hang Seng	18 382	17 956	18 934	19 781	19 452	2,4	↑	-2,9	↓	-7,1	↓	-5,5	↓	2,5	↑	-2,2	↓	-8,2	↓	-12,5	↓
Marchés Emergents - MSCI	986	971	987	956	972	1,5	↑	-0,1	↓	3,1	↑	1,4	↑	1,7	↑	0,6	↑	2,3	↑	-6,4	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

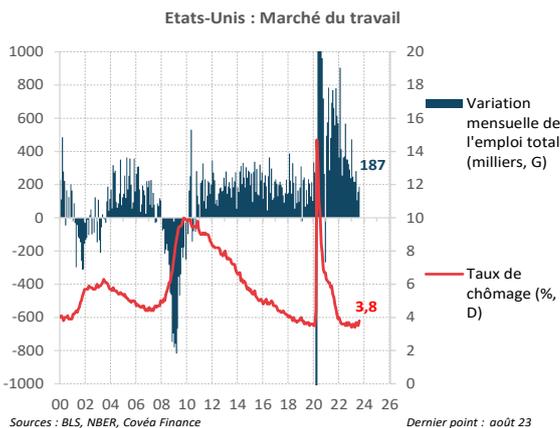
# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les signaux d'apaisement des tensions se renforcent sur le marché du travail »

Les deux rapports publiés cette semaine par le bureau des statistiques du travail américain (BLS) témoignent d'un rééquilibrage progressif entre offre et demande sur le marché du travail. Tout d'abord selon les données JOLTS pour le mois de juillet, le nombre d'offre à pourvoir a reculé à 8,8 millions en juillet, contre 9,1 millions le mois précédent. Le ratio offres sur nombre de chômeurs poursuit ainsi sa diminution pour le 4<sup>ème</sup> mois consécutif à 1,51, un niveau toutefois encore nettement supérieur à ceux d'avant crise sanitaire. Par ailleurs, les démissions ainsi que les embauches enregistrent également des baisses sur le mois, tandis que les licenciements progressent très légèrement, autant de signaux d'une détente en cours du marché du travail, bien que la normalisation soit encore loin d'être achevée. C'est également le message émanant du rapport d'emploi pour le mois d'août. **Les créations de postes ont été solides sur le mois (187 000), mais les estimations des deux mois précédents ont été fortement révisées en baisse (-110 000).** La dynamique au cours de l'été a ainsi été nettement moins robuste qu'estimée précédemment, notamment en juin (105 000 contre 185 000). Par ailleurs la progression du salaire horaire s'est limitée à 0,2% en glissement mensuel, soit la plus faible croissance enregistrée depuis début 2022. Enfin, le taux de chômage s'inscrit en hausse à 3,8% de la population active (3,5% en juillet), à la faveur d'une remontée du taux de participation à la population active à 62,8%, au plus haut depuis la crise sanitaire. Cette augmentation de la participation, signe d'un retour sur le marché du travail de personnes éloignées de l'emploi, pourrait contribuer à réduire le manque de main d'œuvre. Dans un contexte où la Réserve fédérale insiste sur la dépendance aux données pour décider d'une poursuite ou non du resserrement monétaire, ces signaux d'apaisement du marché du travail pourraient conduire les banquiers centraux à observer une pause lors de la prochaine réunion de politique monétaire du 20 septembre.

**Du côté de la demande des ménages, la consommation a été robuste en juillet.** Les dépenses ont progressé de 0,6% en glissement mensuel en volume, tirées à la fois par les biens durables (+1,4%), non durables (+0,7%) et les services (+0,4%). Cette vigueur n'a pas été soutenue par la dynamique du revenu qui a reculé de 0,2% sur le mois en termes réels. Les ménages ont ainsi puisé dans leurs économies, ce qui conduit à une baisse du taux d'épargne à 3,5% du revenu disponible, contre 4,3% le mois précédent, un niveau bien inférieur aux standards d'avant crise sanitaire (autour de 8%). Les ménages puisent depuis début 2022 dans l'épargne excédentaire accumulé durant la crise sanitaire, mais cette manne qui a contribué à la vigueur de la consommation, devrait s'épuiser dans les prochains mois, ce qui pourrait affecter la dynamique des dépenses sur la fin d'année 2023. L'indice des prix des dépenses personnelles de consommation a enregistré une progression modeste de 0,2% sur le mois, tout comme la composante sous-jacente (hors alimentation et énergie). En rythme annuel, l'inflation accélère à 3,3% (3% en juin) et l'inflation sous-jacente passe de 4,1% à 4,2%.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice	août-23	47,6	46,4	60,7	53,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	août-23	48,4	42,6	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	août-23	46,8	47,3	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	août-23	48,6	46,1	72,9	57,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	juil.-23	16,5	19,2	-1,3	9,0
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	août-23	106,1	114,0	112,7	104,5
Taux de chômage	% de la pop. active	août-23	3,8	3,5	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	août-23	187	157	606	399
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	juil.-23	3,8	4,9	1,9	-6,2
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	juil.-23	3,0	2,4	8,3	2,7
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	août-23	4,3	4,4	4,3	5,3

\*Du 28/08/2023 au 03/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'industrie, l'indicateur d'enquête ISM manufacturier a légèrement progressé en août, passant de 46,4 à 47,6 points, un niveau qui reste toutefois faible et décrit une contraction de l'activité pour le 10<sup>ème</sup> mois consécutif. La composante nouvelles commandes de l'indice se dégrade à 46,8, suggérant un affaiblissement de la demande.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

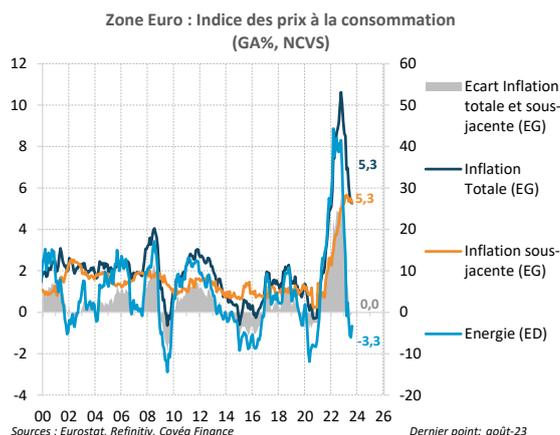


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La baisse de l'inflation marque le pas en zone euro »

**En zone euro, le compte-rendu de la réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE**, consacrée fin juillet à l'examen de la politique monétaire, confirme qu'un débat s'est ouvert entre ses membres. Certes, tous conviennent que l'activité économique a sensiblement ralenti et que l'inflation a diminué. Mais ils se partagent sur le fait que les hausses passées de taux directeurs aient produit tous leurs effets ou si elles vont encore peser sur la distribution de crédit, l'activité et l'inflation. Sur les perspectives d'évolution des prix à la consommation, les risques sont globalement jugés plus équilibrés, mais aucune certitude ne se dégage sur le caractère suffisamment restrictif de la politique monétaire. Il en résulte, comme déjà indiqué à l'issue de cette réunion, puis répété par Christine Lagarde à Jackson Hole, que la décision de faire une pause ou de relever une nouvelle fois les taux directeurs lors de la réunion du 14 septembre dépend des données recueillies d'ici-là.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prêts aux Entreprises <i>Vol, CVS, GA%</i>	juil.-23	2,2	3,0	4,3	6,3
	Taux de chômage <i>% de la pop. active</i>	juil.-23	6,4	6,4	7,7	6,7
ZE	Inflation <i>IPCH, NCVS, GA%</i>	août-23	5,3	5,3	2,6	8,4
	Inflation sous-jacente <i>IPCH, NCVS, GA%</i>	août-23	5,3	5,5	1,5	3,9
	Prod. industrielle <i>Vol, NCVS, GA%</i>	juin-23	-1,3	-2,4	8,9	2,3
AL	Ventes au détail <i>Vol, CVS, GA%</i>	juil.-23	-2,2	-0,9	0,6	-0,5
FR	Dépenses de consommation <i>Vol, CVS, GA%</i>	juil.-23	-1,1	-2,8	3,6	-2,7
ES	Ventes au détail <i>Vol, CVS, GA%</i>	juil.-23	9,1	7,8	3,1	-0,8

\*Du 28/08/2023 au 03/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

mouvements ont contribué à la -légère- diminution de l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, tabac et alcool), revenue de 5,5% sur un an en juillet à 5,3% en août, alors qu'elle volait jusque-là de record en record.

Dans ce contexte, les déclarations des banquiers centraux peinent à préciser leurs intentions. Le gouverneur de la Banque d'Autriche, Robert Holzmann, s'était prononcé (avant la publication des statistiques d'inflation) pour une nouvelle hausse de 25 points de base des taux directeurs lors de la réunion de septembre du Conseil des gouverneurs. Mais Isabel Schnabel, membre du directoire de la banque centrale, a mis l'accent, dans un discours, sur l'affaiblissement plus important qu'attendu de la conjoncture. De son côté, le vice-président de la BCE a réaffirmé par la suite que les prochaines décisions restent incertaines. Il considère toutefois que le mouvement de hausse des taux est entré dans sa phase finale.

**Au Royaume-Uni, les révisions à la hausse du PIB suggèrent que le pays s'est remis bien plus rapidement du choc pandémique qu'initialement estimé.** Les dernières données de PIB du deuxième trimestre 2023 indiquaient que l'économie britannique demeurait 0,2% en deçà de son niveau pré-pandémique. Or, la révision du PIB pour les années 2020 et 2021, publiée par l'institut de statistiques britannique (ONS), montre que le PIB britannique a dépassé son niveau pré-pandémique dès le quatrième trimestre 2021, et est en réalité aujourd'hui 1,6% au-dessus de son niveau du quatrième trimestre 2019 (une reprise similaire à celle de la France, et supérieure à celle de l'Allemagne). En 2020, la contraction du PIB aurait été en réalité de 10,4% (contre 11,0% initialement estimé). Cette révision s'explique par une meilleure appréciation des stocks des entreprises (grâce à des données actualisées et des changements de méthode), puisque ces dernières auraient en réalité accru leurs stocks. En 2021, le PIB était en hausse de 8,7% (contre 7,6% initialement estimé). Cette révision s'explique en partie par la hausse de la consommation des ménages, en raison de l'amélioration des informations disponibles dans des domaines tels que les télécommunications. L'ONS cite également la meilleure dynamique d'activité dans le commerce de détail et dans le secteur de la santé.

De ce point de vue, **les résultats des enquêtes compilées par la Commission européenne** confortent le message envoyé par les PMI : la conjoncture économique a continué à se dégrader en août. L'indicateur global de sentiment économique a encore baissé par rapport au mois précédent. A 93,3, il s'installe nettement au-dessous de sa moyenne de long terme (égale à 100 par construction). Sur le mois, le recul s'explique par une dégradation des résultats dans tous les secteurs passés en revue. La confiance des consommateurs s'est aussi tassée, pour la première fois depuis le mois de mars dernier.

**Les statistiques de la BCE montrent que l'impact de la hausse des taux d'intérêt a continué à affecter le comportement des agents économiques en juillet.** La distribution de crédit a continué à ralentir. Certes, le flux net global de crédits aux agents non-financiers privés est resté positif le mois dernier, cela cache des évolutions contrastées. Ainsi, les ménages ont plus remboursé qu'ils n'ont obtenu de nouveaux financements bancaires en juillet (-6,2Mds€). Le flux net de prêts à la consommation est resté positif, mais le financement de l'immobilier s'est contracté. Du côté des entreprises, la baisse est toujours concentrée sur les crédits à court terme (<=1an), mais elle est encore compensée par les concours plus longs. L'érosion des dépôts se poursuit, toujours concentrée sur les dépôts à vue. Sous l'effet de la hausse des taux, les transferts vers des dépôts mieux rémunérés continuent.

En revanche, au moins jusqu'au mois de juillet, **le marché du travail fait preuve d'une grande résistance à la dégradation de la conjoncture.** Le taux de chômage de la zone euro est ainsi resté stable, à son plus bas historique de 6,4%.

Surtout, **l'inflation est restée stable en août**, à 5,3%, alors que le redressement des prix de l'énergie en séquentiel a nettement atténué les effets de base sur la progression annuelle de l'indice total. Cette interruption de la désinflation cache toutefois la poursuite du ralentissement des prix des biens non-énergétiques et une augmentation moindre des prix des services. Ces deux

Eloïse Girard-Desbois  
Economiste



Jean-Louis Mourier  
Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

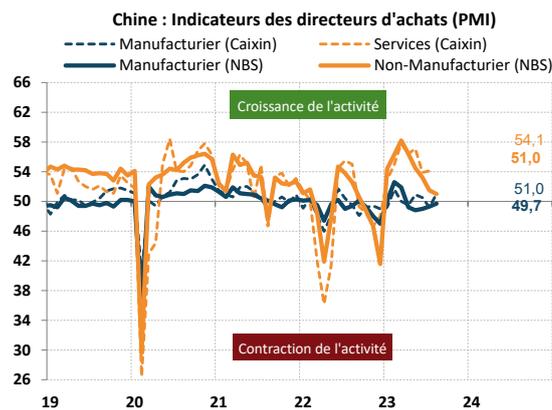
« Les autorités chinoises renforcent leur soutien au secteur immobilier »

**L'économie chinoise reste peu vigoureuse en août, selon l'enquête du Bureau national des statistiques.** Le PMI manufacturier reste en zone de contraction pour un cinquième mois consécutif à 49,7 mais il indique toutefois un recul moins prononcé de l'activité qu'en juillet (49,4). Cette légère amélioration s'est généralisée aux différentes sous-composantes de l'indice manufacturier à l'exception de celle portant sur l'emploi. **Notons toutefois que l'enquête de l'agence Caixin apporte une vision bien plus favorable de l'activité manufacturière** avec un PMI qui progresse de 1,8 point sur le mois pour atteindre 51, un plus haut en six mois et un retour en zone d'expansion de l'activité. Concernant le secteur non-manufacturier, le PMI du NBS poursuit sa baisse à 51, contre 51,5 en juillet. L'activité reste ainsi en expansion mais à un rythme inférieur à ceux des derniers mois. Ce ralentissement est particulièrement prononcé dans les

services qui peinent à profiter de la première période de congés d'été depuis la levée des restrictions sanitaires. En revanche, le PMI construction est reparti à la hausse, probablement soutenu par les autorités locales qui ont été encouragées par le gouvernement à accélérer les émissions d'obligations spéciales pour financer les projets d'infrastructure.

**Face au ralentissement économique, les autorités renforcent le soutien au secteur de l'immobilier.** Le 31 août, la Banque populaire de Chine (PBoC) et l'Administration nationale de la réglementation financière (NAFR) ont annoncé des réductions des ratios d'acompte hypothécaire et des taux hypothécaires pour les nouveaux prêts et les prêts en cours. Les autorités locales de Pékin, Shanghai, Guangzhou et Shenzhen ont également annoncé des baisses du taux minimum que les banques peuvent proposer aux primo-accédants pour les prêts immobiliers. En outre, les six grandes banques d'État ont réduit leurs taux de rémunération des dépôts. Les taux des dépôts à 1 an, 2 ans, 3 ans et 5 ans ont été abaissés de 10 points de base (pb), 20 pb, 25 pb et 25 pb, respectivement, pour atteindre 1,55%, 1,85%, 2,20% et 2,25%. Par ailleurs, la PBoC a annoncé qu'elle allait réduire le ratio de réserves obligatoires (RRR) en devises, des banques de 200 pb à 4% des dépôts, ce qui devrait accroître la disponibilité des devises étrangères sur le marché chinois, soutenant ainsi la devise domestique.

**Au Japon, la production industrielle recule de 2% en glissement mensuel en juillet, après la hausse de 2,4% de juin.** L'industrie japonaise se maintient ainsi en-dessous de son niveau d'avant crise pandémique malgré la poursuite du redressement de la production automobile. La production électronique reste en



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point août 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	juil.-23	2,7	2,5	2,8	2,6
JP	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	juil.-23	6,8	5,6	2,7	2,6
JP	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	juil.-23	-2,5	0,0	5,8	0,0
CH	PMI Manufacturier Indice	août-23	49,7	49,3	50,5	49,1

\*Du 28/08/2023 au 03/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

effet particulièrement faible et affiche un recul de 5,1% en glissement mensuel. Selon l'enquête du gouvernement, les entreprises manufacturières interrogées restent toutefois optimistes dans l'ensemble et s'attendent à une reprise de la production aux mois d'août et de septembre.

**La consommation japonaise est mieux orientée.** Les ventes au détail ont augmenté de 2,1% en glissement mensuel en valeur en juillet, après la baisse de 0,6% de juin. Ce dynamisme s'est généralisé aux différentes catégories de produits à l'exception des très volatiles ventes d'automobiles qui ont baissé de 6,4% sur le mois (après une hausse de 2,6% en juin). Si la vigueur des ventes au détail illustre, dans une certaine mesure, le redressement de la confiance des ménages japonais, elle est également le reflet d'un effet prix et de la forte reprise du tourisme. Pour rappel, la consommation des ménages japonais en volume (qui n'inclut pas les dépenses des touristes) a enregistré une baisse de 0,5% en glissement trimestriel au T2 2023 et demeure en-dessous des niveaux d'avant crise pandémique.

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.