

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

28 août 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Aquarius, Aquaticus, Aqualitus*

Le 20 août dernier s'est ouvert à Stockholm « *La semaine mondiale de l'eau* ». Cette année, cette conférence référence s'inscrit dans un contexte particulier. En effet, le sujet de l'eau a déjà fait l'objet de plusieurs alertes de la part d'institutions internationales et a alimenté l'actualité des derniers mois, illustrant l'urgence du traitement de ce que l'ONU qualifie déjà de « crise de l'eau ».

A quelques jours de l'ouverture de cette conférence, la *World Resources Institute* (WRI), organisation de recherche internationale, publiait la mise à jour de son atlas du stress hydrique en partenariat avec des centres de recherche, des universités, des gouvernements et des entreprises. Selon cette étude, 25 pays, représentant un quart de la population mondiale, doit faire face chaque année à une situation de stress hydrique extrême, utilisant plus de 80% de leurs ressources en eau pour couvrir leur besoin. Toujours selon cette étude, au moins 50% de la population mondiale, soit 4 milliards d'êtres humains, vivraient dans une situation de stress hydrique élevé, utilisant entre 40% et 80% de leurs ressources pendant au moins un mois de l'année. Cette publication fait directement écho à celle réalisée par l'ONU en amont de sa conférence exceptionnelle sur l'eau en mars. Car le constat est sans appel : le changement climatique a des impacts considérables sur le cycle naturel de l'eau, augmentant la fréquence et l'intensité des épisodes de sécheresse et d'inondations. Selon l'Organisation Météorologique Mondiale sur le climat et l'eau, le nombre et la durée des sécheresses ont augmenté de 29% sur les 20 dernières années, quand les désastres naturels liés aux inondations ont augmenté de 134% sur la même période. L'assèchement des sols et de la végétation créé également un terrain fertile aux incendies, comme l'illustre l'accroissement des feux estivaux.

Les enjeux autour de la question de l'eau sont gigantesques, et déjà très concrets pour des millions de personnes. Les sécheresses et les pressions croissantes sur la ressource conduisent à l'affaiblissement des réserves naturelles d'eau douce (pôles, glaciers, lacs, fleuves et rivières, nappes phréatiques) avec de multiples conséquences : pénurie d'eau potable (Inde, Mexique, Uruguay etc.), difficultés du trafic fluvial et maritime (Rhin, Danube, Canal de Panama) en raison de débits parfois insuffisants, réduction de la production hydroélectrique, potentiel conflit des usages pour l'accès à la ressource (entre l'agriculture, qui représente 72% des besoins, l'industrie - dont les mines, et les collectivités pour les ménages ou les services) avec, en lien direct, la question de la pollution. Les risques latents sont également importants : sécurité alimentaire avec le risque sur les rendements agricoles, risque énergétique avec la question de l'alimentation du refroidissement des centrales électriques, partage de la ressource entre pays frontaliers (barrage sur le Nil ou dans l'Himalaya) pour n'en évoquer ici que quelques uns... Des enjeux et des risques pouvant être générateurs de tensions économiques, sociales, politiques ou encore géopolitiques. Une question essentielle donc, voire existentielle pour les populations et les gouvernements. Dans ce contexte, les entreprises ont un rôle primordial à jouer. Une préoccupation que nous intégrons dans notre grille de lecture extra-financière des sociétés et que nous valorisons au travers de notre fonds thématique Aqua, axé sur les enjeux de la maîtrise de la consommation et de la pollution de l'eau.

*référence au film Merlin l'Enchanteur de Disney de 1963

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

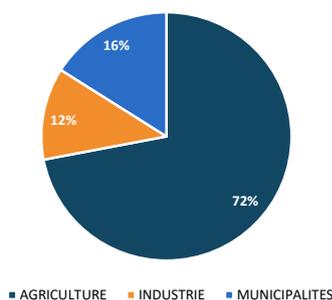
Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Un risque de conflit des usages... »

Composition des besoins mondiaux en eau (2021)



Sources : UN-Water, Covéa Finance

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	25/08/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,080	1,087	0,998	-0,6	8,2
€ / £	0,858	0,861	0,843	-0,4	1,8
€ / Yen	158,03	157,28	136,17	0,5	16,1
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	84	74	99	13,6	-15,0
Indice CRB*	551	545	590	1,0	-6,6
Prix de l'once d'Or	1 911	1 918	1 758	-0,4	8,7
Prix de la tonne de cuivre	8 356	8 178	8 129	2,2	2,8
Indice Baltic Dry**	1 080	1 112	1 123	-2,9	-3,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1014	954	3154	6,3	-67,9

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 :

Après avoir ouvert en début de semaine sur des niveaux proches des points hauts de l'année, les rendements étaient en baisse aux Etats-Unis et en Europe. Les publications des indicateurs d'activité PMI manufacturiers et services, mal orientés dans les deux zones, contribuent à ce mouvement. Toutefois, les indicateurs aux Etats-Unis témoignent encore d'une activité en expansion dans les services, contrairement à ceux de l'Europe. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans diminue de 2 pbs à 4,24% après avoir atteint 4,36% en séance, nouveau point haut de l'année. En Europe, les taux souverains diminuent de 7 à 9 pbs, à 2,56% pour l'Allemagne après un point haut à 2,71% et à 3,09% pour la France. Sur le marché du crédit, les primes de risque demeurent inchangées pour la catégorie investissement à 155 pbs et pour le haut rendement à 454 pbs. Les taux de rendement de ces deux catégories sont, respectivement, de 4,11% et 7,10%.

Le Focus de la semaine : Casino rebat les cartes de la distribution en France

Asphyxié depuis dix ans par le poids de son endettement et un déséquilibre au bilan entre ses actifs en devises étrangères et ses passifs principalement en euros, le groupe Casino n'a plus ni les moyens de réaliser les investissements nécessaires pour rester compétitif ni la capacité de rembourser ses créanciers. Les ventes successives d'actifs sur la décennie n'auront pas permis de redresser la trajectoire. Au cours du premier semestre 2023, la hausse des taux d'intérêts n'a fait qu'aggraver la situation. Ses déboires le conduisent à se placer le 25 mai 2023 en procédure de conciliation. Depuis, deux équipes de repreneurs ont manifesté leur intérêt pour récupérer les actifs du groupe. Le binôme Daniel Kretinski - Marc Ladreit de Lacharrière s'impose en proposant un apport en capitaux propres deux fois plus important que l'offre concurrente. Finalement, le 28 juillet, le groupe Casino annonce, sous l'égide du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde au mois d'octobre 2023 et la réalisation effective de toutes les opérations de restructuration au cours du premier trimestre 2024. Dans le détail, l'apport en capitaux propres sera de 1,2 Mds€ (dont 925 M€ proviendront des repreneurs) et l'endettement ne sera plus que de 3,2 Mds€ après l'annulation de 4,8 Mds€ de dette. Les actionnaires existants ne représenteront plus que 0,3% du capital de la nouvelle structure. Côté créanciers, leur traitement respectera leur rang de séniorité. Les 3,5 Mds€ de dette non garantie par des actifs seront intégralement convertis en actions, valorisées 38 M€, soit 2,2% du capital. Pour les 3,5 Mds€ de dette garantie par des actifs, 1,3 Mds€ seront convertis en actions valorisées 496 M€, soit 28,4% du capital de la nouvelle structure. Les valorisations du reste de la dette garantie par des actifs ainsi que celle de près de 1 Mds€ de dette de premier rang se maintiendront inchangées au bilan. La stratégie des repreneurs, déjà présents au capital de la structure actuelle, s'inscrit dans la continuité de la politique menée ces dernières années, à savoir la réduction du périmètre du groupe via un recentrage sur son activité en France et la poursuite de son désendettement. Ce recentrage devrait permettre de rembourser par anticipation un prêt à terme (cession des participations en Amérique du Sud et de l'activité de vente sur Internet CNova). A fin 2022, le ratio comparant la dette nette à l'excédent brut d'exploitation s'élevait à 5,9 pour le groupe Casino contre 2,6 pour le groupe Carrefour et 2,3 pour le groupe Auchan. Par cette opération, le groupe devrait bénéficier d'une charge de la dette réduite et d'un besoin de refinancement limité, deux éléments différenciant dans l'environnement de taux élevés et dans un secteur où les marges sont faibles. Néanmoins, le plan d'affaire des repreneurs, révisé à la lumière des mauvais résultats du premier semestre, anticipe toujours un excédent brut d'exploitation négatif en 2023 à -297 M€. Le retour à meilleure fortune n'est donc pas assuré. Le groupe Casino s'inscrit dans un mouvement de repli géographique engagé par plusieurs grands groupes de distribution. Ainsi, Carrefour a cédé l'ensemble de ses activités en Asie entre 2016 et 2022. De même, Auchan a vendu en 2020 son activité en Chine. Tesco, le distributeur britannique, connaît une histoire comparable. Après avoir rayonné jusqu'en 2010 en Europe de l'Est, en Asie et aux Etats-Unis, le groupe n'opère plus qu'au Royaume-Uni et en Irlande. Cette dynamique de régionalisation a été identifiée et décrite dans nos Perspectives Economiques et Financières.

*pbs : points de base

Matthieu Ohana
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	25/08/23	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 directs											
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	4,24	4,25	3,84	3,87	3,03	-2	40	36	121	-84	5
Allemagne	2,56	2,62	2,42	2,57	1,32	-6	15	-1	124	-47	10
France	3,09	3,16	2,95	3,12	1,93	-8	14	-3	116	-18	43
Italie	4,24	4,33	4,10	4,72	3,56	-9	14	-47	68	51	45
Royaume-Uni	4,44	4,68	4,38	3,67	2,70	-23	6	77	174	-56	20
Japon	0,66	0,64	0,39	0,42	0,23	3	27	24	43	65	101
Crédit											
Indice Itraxx Main	74,1	78,1	76,2	90,6	109,5	-4,0	-2,2	-16,5	-35,4		
Indice Itraxx Crossover	413,5	429,3	411,0	474,1	543,3	-15,8	2,6	-60,6	-129,8		

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 actions de la zone Euro (Indice MSCI EMU) s'est affiché en légère hausse (+0.6%) soit un léger rebond après la baisse de la première partie d'août. La semaine s'est caractérisée d'une part par la publication d'indicateurs économiques ternes en Europe, et d'autre part par un discours neutre de la part de la Banque centrale américaine vendredi.

Concernant les performances sectorielles, deux secteurs se sont démarqués à la hausse : Ceux des services aux collectivités et de l'immobilier, soutenus par le recul des taux d'intérêts sur la semaine. Le cours du fournisseur d'énergies renouvelables EDP Renovaveis s'est notamment apprécié de 7%. A contrario, le secteur de la technologie a affiché une performance stable. Cette performance atone s'explique par la baisse de -12% d'Adyen (fournisseur de solutions de paiement) qui s'est poursuivie dans le sillage de chiffres trimestriels décevants publiés mi-août. A l'opposé, le fabricant de câbles italien Prysmian a été recherché suite à une commande de plus de 4 milliards d'euros pour le raccord d'éoliennes en mer au réseau électrique allemand. La valeur a terminé en hausse de plus de 5% sur la semaine.

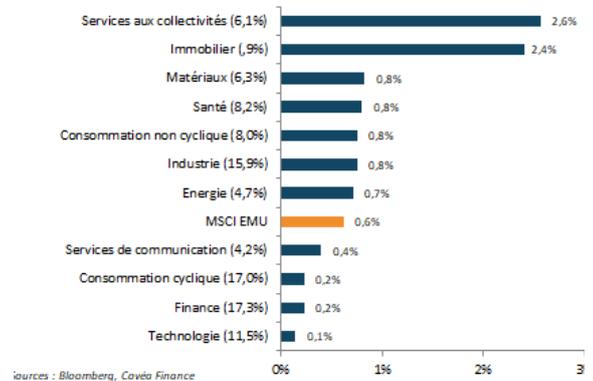
Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap est aussi en légère hausse sur la semaine. En 2023, les petites valeurs affichent une hausse de moins de 5%, capturant seulement la moitié de la hausse des grandes valeurs. Dans un contexte de marché incertain, les investisseurs affichent leur préférence pour les valeurs les plus liquides.

Le Focus de la semaine : Le rôle des câblers dans la transition énergétique

La réorganisation du complexe énergétique mondial est un des *changements structurels* que nous déclinons au sein de nos *Perspectives Economiques et Financières*. A ce titre, la croissance de la demande de câbles haute tension illustre la transition vers un monde décarboné. Les réseaux électriques sont la colonne vertébrale de la transition énergétique. En effet, lorsque l'énergie est générée à partir de sources renouvelables, elle est généralement produite à des endroits éloignés des centres de consommation, comme sur des parcs éoliens en mer ou dans des régions agricoles moins peuplées. La production d'énergie renouvelable est alors décentralisée et nécessite des longs raccords. Les investissements à engager en ce sens sont considérables. Ainsi, le gestionnaire de réseau Enedis estime qu'il devra dépenser 700 millions à un milliard d'euros par an d'ici 2040 en câbles dans le cadre du déploiement des énergies renouvelables. Autre exemple, le néerlandais Tennet a commandé en mai 2023 pour 5.5 milliards d'euros de câbles afin de raccorder la production d'énergie éolienne.

De plus, grâce au réseau câblé, les interconnexions énergétiques entre pays permettent un approvisionnement en électricité plus sûr, plus résilient et moins onéreux pour les utilisateurs. Par exemple, le projet *Neuconnect* de 2.8 milliards d'euros constitue la première liaison énergétique sous-marine entre le Royaume-Uni et l'Allemagne. Il nécessite 725 kilomètres de câbles terrestres et sous-marins, fournis notamment par le câblier Prysmian. Les foyers anglais auront ainsi accès à l'électricité générée par les éoliennes implantées en Allemagne, et ce à moindre coût grâce à la meilleure diversité en approvisionnement. Les câbles sous-marins peuvent être posés à 3000 mètres de profondeur et sur longue distance. C'est pourquoi ils nécessitent une importante expertise technologique, tant au niveau de la fabrication que de l'installation, afin de garantir une grande fiabilité. Tant cette expertise que le manque de capacités en raccords face à la demande en forte croissance confèrent de surcroît aux entreprises spécialisées un bon pouvoir de fixation des prix. Ceci bénéficie aux meilleurs acteurs du secteur, par exemple Prysmian, le Danois NKT et le Français Nexans, bien positionnés sur un marché oligopolistique.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 18/08/2023 au 25/08/2023 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	25/08/23	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	144	147	132	130	0,6	↑	9,7	↑	11,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	933	926	937	907	910	0,7	↑	2,9	↑	2,5	↑
MSCI EMU Small Cap	390	393	398	370	350	-0,8	↓	5,4	↑	11,5	↑
MSCI Europe	152	151	153	143	146	0,7	↑	6,5	↑	4,3	↑
France CAC 40	7 230	7 164	7 313	6 474	6 382	0,9	↑	11,7	↑	13,3	↑
Allemagne DAX 30	6 186	6 163	6 312	5 693	5 430	0,4	↑	8,7	↑	13,9	↑
Italie MIB	28 208	27 762	27 928	23 856	22 454	1,6	↑	18,2	↑	25,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 339	7 262	7 472	7 452	7 480	1,0	↑	-1,5	↓	-1,9	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 551	8 506	8 675	8 417	8 872	0,5	↑	1,6	↑	-3,6	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

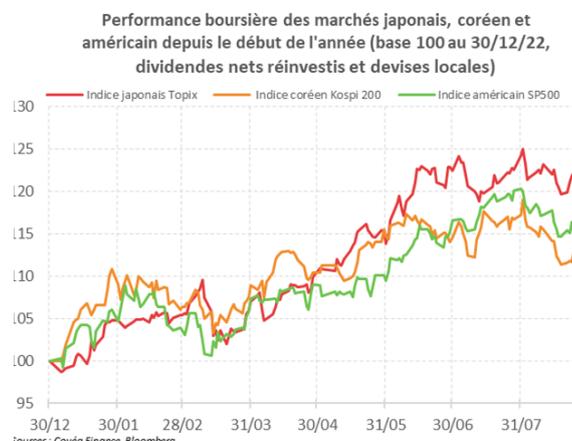
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices continuent à être pénalisés par les inquiétudes sur la situation économique chinoise. La Chine continentale était ainsi en forte baisse en l'absence de mesures concrètes de relance économique. A l'inverse, les indices thaïlandais affichaient les meilleures performances dans la région bénéficiant de la baisse du risque politique suite à l'élection d'un nouveau premier ministre après 3 mois de vide politique. Les pays d'Asie du Nord, plus exposés au secteur technologique, clôturaient aussi la semaine en positif, bénéficiant de la baisse des taux longs américains et de leurs expositions à la chaîne de valeur de l'intelligence artificielle. Cette semaine, on notera la visite de quatre jours de la secrétaire américaine au commerce en Chine, visite qui se déroule dans un contexte diplomatique difficile après le sommet entre le Japon, la Corée du Sud et les Etats-Unis à Camp David. En amont de cette rencontre, les États-Unis ont levé les restrictions imposées à 27 entreprises et organisations chinoises en signe d'apaisement.

Aux Etats-Unis, les grands indices américains ont clôturé la semaine en hausse (S&P500 +0,8%, Nasdaq +2,3%), les flux d'achat étant largement orientés vers les 7 plus grandes capitalisations de la cote (GAFAM, Tesla et Nvidia) plutôt que vers les plus petites valeurs (S&P400 +0,0%, S&P600 -0,4%). Le marché toutefois enregistre un regain de volatilité depuis que le rendement du bon du trésor à 10 ans est repassé au-dessus de 4,25% (niveau jamais atteint depuis 2007) et en amont du symposium des banquiers centraux à Jackson Hole (du 24 au 26 août). En termes sectoriels, les valeurs de croissance surperforment, notamment dans les secteurs de la technologie et des services de communication. En revanche, l'énergie et la consommation courante ont subi des dégagements. Enfin, dans la mouvance de Moody's (mi-août), S&P vient de dégrader les notes et les perspectives de plusieurs banques américaines, évoquant également la hausse des coûts de financement et les moins-values latentes dans les portefeuilles titres. Pour rappel, Fitch Ratings avait réduit la notation globale du secteur bancaire en juin dernier (de AA- à A+).



Le Focus de la semaine : Amicus meus, inimicus inimici mei *

Les Etats-Unis, la Corée du Sud et le Japon se sont rencontrés lors d'un sommet historique à Camp David le vendredi 25 août afin de formaliser une nouvelle alliance tripartite et mettre en place des partenariats militaires et économiques. Ce lieu symbolique, où s'étaient déroulées les négociations de paix entre l'Égypte et Israël en septembre 1978, n'a pas été choisi par hasard au regard des relations historiquement difficiles entre le Japon et la Corée du Sud. En effet, ces deux proches alliés américains dans le Pacifique entretiennent depuis des décennies une animosité réciproque, conséquence de la colonisation japonaise entre 1910 et 1945 et de conflits territoriaux autour des îlots Dokdo. Ces relations s'étaient aggravées en 2018 lorsqu'une décision de justice sud-coréenne avait condamné certaines entreprises japonaises à verser des indemnités pour le travail forcé des sud-coréens pendant la seconde guerre mondiale. Condamnation à laquelle les Japonais avaient répondu par la mise en place de restrictions à l'exportation de produits chimiques nécessaires à la fabrication de semi-conducteurs. Cependant, la menace nucléaire nord-coréenne, les ambitions territoriales de la Chine dans le détroit de Taiwan et le soutien russe à ces deux pays, ont poussé le Japon et la Corée du Sud à mettre de côté leurs contentieux historiques pour concevoir une stratégie de sécurité commune avec leur allié américain. Le sommet à Camp David a pour ambition de formaliser cette nouvelle alliance pour qu'elle perdure au-delà des mandats politiques des représentants de ces 3 pays. Côté américain, ce nouveau partenariat fait écho à celui mis en place il y a deux ans avec l'Australie et le Royaume-Uni et s'inscrit dans une stratégie indopacifique qui vise à créer une force économique et politique capable de rivaliser avec la Chine et ses alliés dans la région. Ce sommet est symptomatique d'un monde de plus en plus conflictuel et polarisé autour des deux axes que sont la Chine et les Etats-Unis. Au-delà du risque géopolitique, ces nouvelles alliances devraient avoir des conséquences sur la réorganisation des chaînes de production, au détriment de la Chine et en faveur des pays partenaires.

* L'ennemi de mon ennemi est mon ami

Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	25/08/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			sur 12 mois		en €		
						J-7	29/06/2023	30/12/22	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	
Etats-Unis - S&P500	4 406	4 370	4 396	3 840	4 058	0,8	0,2	14,7	8,6	1,5	0,9	13,8	0,2
Etats-Unis - Dow Jones	34 347	34 501	34 122	33 147	32 283	-0,4	0,7	3,6	6,4	0,3	1,3	2,7	-1,8
Etats-Unis - Nasdaq	13 591	13 291	13 591	10 466	12 142	2,3	0,0	29,8	11,9	3,0	0,6	28,8	3,3
Japon Nikkei 300	479	473	486	401	419	1,3	-1,4	19,5	14,4	1,4	-1,9	6,2	-0,7
Corée du Sud KOSPI	2 519	2 505	2 550	2 280	2 481	0,6	-1,2	10,5	1,5	2,5	-0,7	3,8	-5,6
Chine - Shanghai	3 064	3 198	3 182	3 089	3 236	-4,2	-3,7	-0,8	-5,3	-3,6	-3,7	-7,3	-17,4
Hong Kong Hang Seng	17 956	17 951	18 934	19 781	20 170	0,0	-5,2	-9,2	-11,0	0,6	-4,6	-10,4	-17,8
Marchés Emergents - MSCI	971	964	987	956	1 007	0,7	-1,6	1,5	-3,5	1,4	-1,0	0,7	-10,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Google et la Commission Européenne

De part et d'autre de l'Atlantique, ces dernières années ont été marquées par des enquêtes à l'encontre des GAFAM¹. Le développement rapide de ces entreprises et leur poids gigantesque (comme le démontre le graphique) ont conduit les Autorités à brandir la menace d'un démantèlement.

Les Etats-Unis disposent de lois pour lutter contre les pratiques anticoncurrentielles (*Sherman Antitrust Act* en 1890 renforcé par la loi *Clayton Antitrust Act* de 1914). Même si des mesures de réduction d'une situation oligopolistique ont pu être prises, les exemples de démantèlement restent rares. Il faut remonter loin dans l'histoire, en 1911 avec le démantèlement d'American Tobacco et de Standard Oil, en 1912 avec DuPont et en 1982 avec AT&T.

En Europe, la dernière plainte déposée par la Commission européenne contre Google dans le cadre de ses activités de publicité en ligne (connues sous le nom de « Adtech »), est une illustration de la volonté affichée des Etats d'intervenir sur ce secteur.

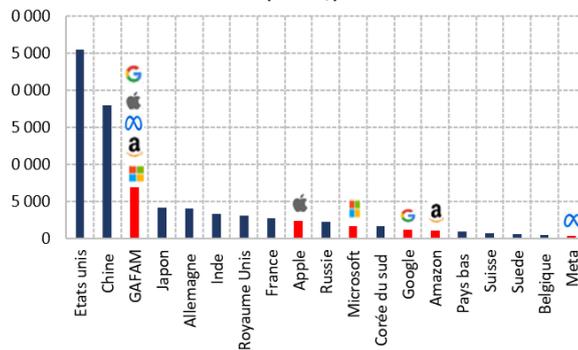
Pour rappel, Google aide à la fois les sites web à vendre leurs espaces publicitaires et les annonceurs à occuper ces espaces.

Dans ces activités, Google est à nouveau accusé d'abus de position dominante. En effet, la Commission européenne représentée par Margrethe Vestager estime que « l'entreprise a enfreint les règles de l'UE en matière de pratiques anticoncurrentielles en faussant la concurrence dans le secteur des technologies de publicité. La Commission reproche à Google de favoriser ses propres services de technologies d'affichage publicitaire en ligne au détriment de prestataires de services de technologie publicitaire, d'annonceurs et d'éditeurs en ligne concurrents ».

Cette récente prise de proposition (juin 2023) fait suite à des menaces de démantèlement du GROUPE qui avaient été proférées par Margrethe Vestager en 2018. En tout état de cause, cette procédure sera très longue, comme toutes les démarches engagées contre les GAFAM.

1 : Le terme GAFAM désigne les géants du Web, à savoir Google, Apple, Facebook, Amazon et Microsoft, qui sont les cinq grandes firmes américaines dominant le marché du numérique.

Comparaison PIB et capitalisation boursière en 2022 (en Md\$)



Sources : Bloomberg, Banque Mondiale, Covéa Finance.

Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier

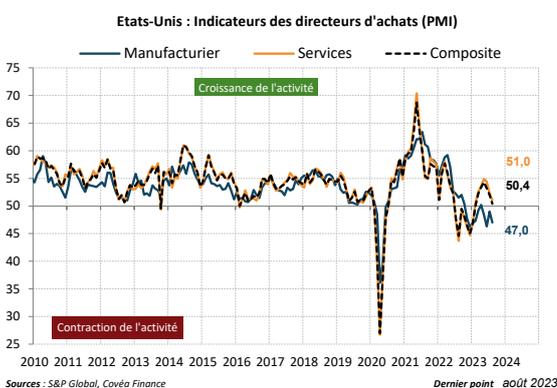


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« A Jackson Hole, Jerome Powell reste dans le flou »

Lors de son intervention au colloque de Jackson Hole, le Président de la Réserve fédérale Jerome Powell n'a pas donné d'indications claires. Il a d'abord constaté la baisse de l'inflation intervenue depuis un an grâce à la dissipation d'une partie des éléments de tensions nés de la pandémie de Covid-19 et du recul des cours des matières premières, mais aussi de la contribution du durcissement de la politique monétaire au rééquilibrage entre l'offre et la demande. Il a toutefois ajouté que du chemin reste à parcourir pour que le rythme de progression des prix à la consommation redevienne compatible avec l'objectif d'inflation à 2% de la Réserve fédérale. De nouvelles hausses de taux pourraient ainsi s'avérer nécessaires. Mais l'incertitude est particulièrement forte sur plusieurs éléments importants aux yeux de la banque centrale américaine : 1) les banquiers centraux américains considèrent que la politique monétaire est désormais restrictive, mais l'impossibilité de déterminer le niveau de taux d'intérêt « neutre » implique qu'il est impossible de juger d'à quel point c'est le cas et 2) les hausses passées de taux d'intérêt n'ont certainement pas produit tous leurs effets, mais les délais d'action de la politique monétaire semblent difficile à évaluer. La conclusion est, sans surprise, que les prochaines décisions du FOMC (stabilisation ou nouvelle hausse des taux directeurs) dépendront des prochaines données d'activité, sur le marché du travail et d'inflation.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	juil.-23	714	684	769	637
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	juil.-23	4070	4160	6128	5081

* Du 21/08/2023 au 27/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

un an. Le prix moyen des maisons vendues sur le mois était en hausse de 1,1% par rapport à juin, mais il est toutefois en baisse de 9,2% sur un an. Par ailleurs, le « stock » de maisons à vendre se redresse, et a retrouvé un plus haut depuis février dernier. Il a toutefois moins progressé que les ventes puisque le ratio stock sur ventes continue de baisser pour retrouver, à égalité avec le mois de mai, un plus bas depuis mars 2022. Dans l'ancien, les ventes de logements ont reculé de 2,2% en juillet par rapport au mois précédent, portant leur baisse sur un an à -16,6%. Le repli atteint -1,9% (-16,3% sur un an) pour les maisons individuelles et -4,5% (-19,2%) pour les appartements. Malgré le recul des ventes, le prix médian des logements vendus en juillet était proche de ses plus hauts historiques et en hausse de 1,9% par rapport à juillet 2022. L'association des agents immobiliers (*National Association of Realtors*) attribue en partie la faiblesse du marché au manque d'offre, visible dans le bas niveau des stocks de logements à vendre. La tendance haussière des taux d'intérêt hypothécaires (le taux à 30 ans a dépassé les 7% la semaine dernière, pour la première fois depuis novembre dernier) est également un élément d'explication.

L'enquête PMI indique une nette modération de l'activité en août. L'indice manufacturier reste en zone de contraction pour un sixième mois consécutif à 47, soit une dégradation encore plus marquée que celle de juillet (49). En outre, le PMI services reste en zone d'expansion, à 51, mais il s'agit d'un net ralentissement de la dynamique du secteur après la vigueur des mois précédents. L'indice s'inscrit en effet à son plus bas depuis mars dernier. Les entreprises interrogées expliquent principalement cette modération par un recul de la demande, notamment visible aux composantes nouvelles commandes de l'enquête, qui résulterait notamment d'une recrudescence de pressions haussières sur les coûts. Ces derniers seraient tirés à la hausse par les prix des carburants, des matériaux et les hausses de salaires. Les entreprises interrogées attribuent également le recul de la demande aux effets des hausses des taux d'intérêt.

En outre, **les nouvelles commandes de biens durables** ont chuté de 5,2% en glissement mensuel en juillet. Ce recul s'explique en grande partie par la baisse marquée des très volatiles commandes dans l'aviation civile (-44% en juillet après +71% en juin). Hors transports, les nouvelles commandes de biens durables affichent une croissance de 0,5% en juillet.

Du côté de l'immobilier, les ventes de maisons neuves individuelles ont progressé de 4,4% en juillet en glissement mensuel, soit un bond de 31,5% sur

Jean-Louis Mourier

Economiste



Louis Martin

Economiste Zone Asie

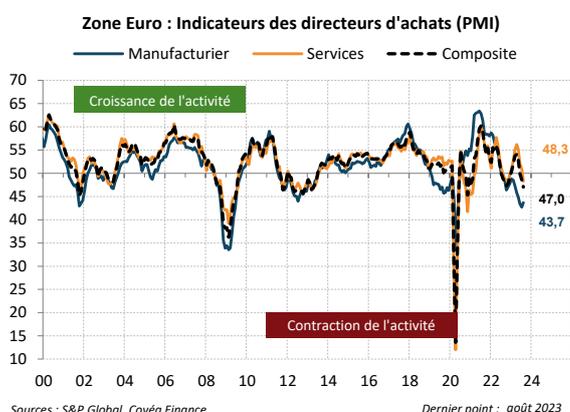


Suivi Macroéconomique

Europe

« La conjoncture reste dégradée dans la zone euro »

Dans la zone euro, l'estimation flash des PMI du mois d'août montre une nouvelle dégradation de la conjoncture. Certes, l'indicateur résumé de l'enquête auprès des directeurs des achats des entreprises manufacturières a progressé d'un point, pour retrouver un plus haut de trois mois. Mais, à 43,7, il reste à un niveau indiquant une dégradation des conditions d'activité. De son côté, le PMI des services a chuté de 2,6 points. A 48,3 (plus bas de deux ans et demi), il est ainsi en zone de contraction de l'activité. Il en résulte une baisse de 1,6 point du PMI global d'activité, à 47,0, plus bas depuis 2013 si l'on exclut la période de pandémie. La déprime de l'activité se nourrit du recul de la demande tant dans le secteur manufacturier que dans les services. Les entreprises n'ajustent néanmoins pas leurs effectifs (légère baisse dans le secteur manufacturier et légère progression dans les services). Elles sont pourtant pessimistes pour les prochains mois, notamment en raison de l'impact de l'inflation sur la demande, mais aussi en raison d'inquiétude sur l'évolution de leurs marchés d'exportations. La baisse des prix des matières premières et des biens intermédiaires se poursuit dans l'industrie manufacturière. Mais les tensions salariales tirent à la hausse les coûts des entreprises de services. Au total, les prix payés accélèrent dans l'ensemble de l'économie. Au regard de ces résultats partiels et provisoires, l'activité semble particulièrement déprimée en Allemagne et en France, plus que dans le reste de la zone euro.



Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : août 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	PMI Services	Indice août-23	48,3	50,9	53,6	52,1
	PMI Manuf.	Indice août-23	43,7	42,7	60,2	52,1
AL	PMI Services	Indice août-23	47,3	52,3	53,1	51,1
	PMI Manuf.	Indice août-23	39,1	38,8	61,6	51,8
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice août-23	81,4	81,8	100,1	84,3
FR	PMI Services	Indice août-23	46,7	47,1	53,8	53,7
	PMI Manuf.	Indice août-23	46,4	45,1	56,7	51,8
RU	PMI Services	Indice août-23	48,7	51,5	56,1	53,7
	PMI Manuf.	Indice août-23	42,5	45,3	59,2	51,6

* Du 21/08/2023 au 27/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La balance des transactions courantes de la zone euro a enregistré un excédent de 36Mds€ (CVS) en juin, au plus haut depuis février 2021. Cumulé sur les six premiers mois de l'année, la balance des transactions courantes de la zone euro affiche un surplus de 84Mds€, contre un déficit de 19Mds€ pour la même période un an plus tôt. Cette évolution traduit la réapparition d'un fort excédent des échanges de biens (39Mds€ au mois de juin) en liaison avec la chute des importations en valeur (-15% par rapport à juin 2022), mais aussi à un redressement des exportations (+4,5% sur un an).

En France, l'INSEE a confirmé la dégradation de l'activité en août, son indicateur de climat des affaires ayant encore baissé pour repasser sous sa moyenne de long terme. L'indicateur de climat de l'emploi a chuté pour revenir au plus bas depuis avril 2021. En Allemagne, les résultats de l'enquête de l'IFO confirment également la dégradation de la conjoncture, avec une nouvelle dégradation des perspectives à partir d'une situation moins favorable encore qu'auparavant.

Après deux trimestres de baisse, **le PIB allemand** a bien stagné au deuxième trimestre 2023 (-0,1% sur un an). La demande domestique finale s'est pourtant reprise (+0,5% GT), grâce à la progression de l'investissement des entreprises et à la stabilisation de la consommation des ménages. La contribution positive des variations de stocks est plus que compensée par l'impact du recul des exportations sur les échanges extérieurs nets.

Dans son rapport mensuel du mois d'août, la Bundesbank se montre inquiète des risques de persistance d'une inflation trop élevée. Elle indique que « même si l'inflation sous-jacente pourrait avoir atteint son plus haut, la diminution des tensions est trop lente et le rythme de hausse des prix pourrait rester supérieur à

l'objectif de 2% ». La banque centrale allemande cite notamment d'importantes tensions salariales, dans un contexte où, en Allemagne, les négociateurs n'intègrent plus l'objectif de 2% d'inflation dans leurs discussions. Il en résulte des demandes des syndicats qui restent (et devraient rester) très supérieures, entretenant les tensions inflationnistes.

Dans son discours prononcé à Jackson Hole vendredi, Christine Lagarde n'a pas donné d'indications directes sur l'orientation de la politique monétaire. En revanche, selon elle les transformations à l'œuvre dans l'économie mondiale risquent d'alimenter l'inflation à moyen terme, ce qui fait écho aux thématiques déjà abordée dans le dernier PEF. Elle cite les multiples bouleversements tels que la transition énergétique, qui demande des besoins d'investissements importants, ou l'accroissement des divisions géopolitiques, qui pourraient entraîner de plus grandes contraintes en matière d'approvisionnement, susceptibles d'engendrer des pressions plus fortes sur les prix à moyen terme. Selon elle, il est encore difficile, voire impossible, de savoir si les modifications de comportements et/ou de relations économiques qu'impliquent ces évolutions et qui nourrissent des tensions inflationnistes seront pérennes ou pas. Cette forte incertitude renforce, à ses yeux, l'attachement à son objectif d'inflation dont doit faire preuve la banque centrale.

Au Royaume-Uni, l'enquête PMI signale une contraction de l'activité en août. L'indice PMI composite s'établit à 47,9 (après 50,8 en juillet) ce qui met fin à une période d'expansion de six mois. Le PMI manufacturier poursuit son déclin à 42,5, le plus bas niveau depuis mai 2020. L'enquête signale une détérioration du volume de production et une nouvelle baisse des nouvelles commandes. Par ailleurs, le PMI services fait part pour la première fois cette année d'un déclin de l'activité dans ce secteur, pénalisé par la faiblesse de la demande. Néanmoins, l'un des aspects positifs de l'enquête est que la détérioration de la demande a limité le pouvoir de fixation des prix des entreprises, ce qui a entraîné un refroidissement des pressions inflationnistes en août, selon les entreprises interrogées. Par ailleurs, l'enquête signale un nouveau recul des embauches, indiquant un essoufflement du marché du travail.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



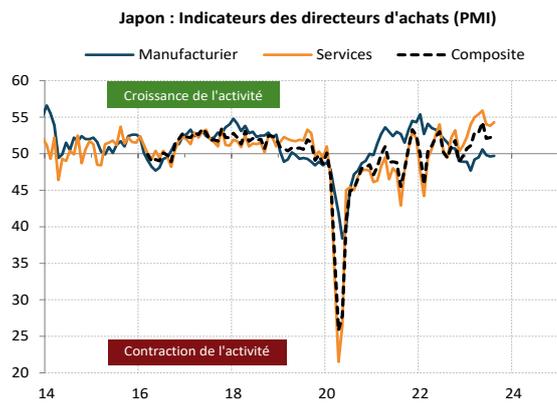
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'activité japonaise reste vigoureuse en août, tirée par les services »

L'enquête PMI décrit une économie japonaise toujours bien orientée en août, après la dynamique solide du premier semestre. En particulier, l'indice PMI services affiche toujours une forte expansion de l'activité, qui s'inscrit même en accélération à 54,3 après 53,9 en juillet, probablement en lien avec la vigueur du tourisme. Côté manufacturier, l'activité se maintient toutefois légèrement en zone de contraction avec un indice PMI à 49,7. Il s'agit néanmoins d'un moindre recul par rapport au mois de juillet (49,5), notamment grâce à la meilleure orientation des nouvelles commandes. L'enquête rapporte également le retour de pressions haussières sur les prix des intrants en août dans les deux secteurs.

En Corée du Sud, la banque centrale maintient le statu quo et entend conserver sa politique monétaire restrictive durant une « longue période ». Les membres de la Banque de Corée (BoK) ont voté à l'unanimité pour laisser le taux directeur inchangé à 3,5%, sans toutefois exclure que d'autres hausses puissent être annoncées ultérieurement si nécessaire. Le gouverneur Rhee a indiqué que les orientations futures de la politique monétaire dépendront notamment des décisions prises par la Réserve Fédérale et par les évolutions de l'endettement des ménages coréens. En outre, la BOK a laissé ses prévisions de croissance du PIB inchangées à 1,4% pour 2023, mais a légèrement baissé ses projections pour 2024 à 2,2% (contre 2,3% précédemment). Côté prix, la BoK a maintenu ses prévisions d'inflation à 3,5% pour 2023 et à 2,4% pour 2024. Elle a toutefois légèrement relevé ses projections sur l'inflation sous-jacente pour 2023 de 3,3% à 3,4%.



Sources : Markit, Covéa Finance Dernier point : août 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	PMI Services	Indice août-23	54,3	53,8	48,2	50,4
	PMI Manuf.	Indice août-23	49,7	49,6	52,7	52,1

* Du 21/08/2023 au 27/08/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Thaïlande, le parlement a enfin élu un Premier ministre, trois mois après les élections générales. Ancien PDG du promoteur immobilier Sansiri et membre du parti de centre droite Pheu Thai, Srettha Thavisin a été investi Premier ministre le 23 août 2023. Si le parti Pheu Thai est un parti « pro-démocratie », il a toutefois abandonné son alliance initiale avec le parti progressiste *Move forward* pour s'allier à des partis pro-militaires, formant ainsi une coalition de gouvernement assez hétéroclite. D'autant que Srettha Thavisin succède à Prayuth Chan-ocha, un ancien général qui était arrivé au pouvoir en 2014 par un coup d'Etat qui avait alors renversé le parti du Pheu Thai.

En Inde, les autorités ont mis en place de nouvelles restrictions commerciales sur les exportations de riz. Après avoir annoncé une interdiction d'exportation sur le riz blanc non-basmati le mois dernier, les autorités indiennes ont désormais annoncé la mise en place d'un droit de douane de 20% sur le riz étuvé. Ces mesures du premier exportateur mondial de riz visent à protéger le marché domestique des hausses des prix alimentaires mais elles devraient toutefois avoir pour effet de tirer à la hausse les prix internationaux.

Terry Gou, le fondateur et ancien PDG de Foxconn, a annoncé sa candidature à l'élection présidentielle taïwanaise de janvier 2024. Après avoir initialement indiqué son souhait d'être le candidat du Kuomintang (le parti vu comme le plus favorable à la Chine) pour l'élection, il n'est toutefois pas parvenu à convaincre les dirigeants du parti qui lui ont préféré le maire de Taipei, Hou Yu-ih. Encouragé par des sondages favorables, il a toutefois décidé de se présenter à l'élection présidentielle comme candidat indépendant. Concernant les relations entre Taïwan et la Chine, le positionnement de Terry Gou demeure assez ambigu. Les liens économiques très étroits de Foxconn avec la Chine et sa relation avec Xi Jinping, qui le décrit comme « un vieil ami », indiquent une proximité avec la Chine qui contraste toutefois avec certaines déclarations, à l'occasion d'un voyage aux Etats-Unis, qui ont mis l'accent sur la nécessité pour Taïwan de réduire sa dépendance économique à la Chine. Il a notamment déclaré souhaiter retirer « l'illusion selon laquelle Taïwan ne peut choisir qu'entre les Etats-Unis et la Chine » (cf. Suivi hebdomadaire du 24 avril - Taïwan : vers des élections présidentielles à fort retentissement international).

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : Vers un renforcement de la polarisation du monde ?

L'alliance des « BRICS » a vu le jour en 2009 à l'initiative de la Russie. D'abord composée de quatre puissances émergentes (Brésil, Russie, Inde, Chine), elle a été élargie en 2011 avec l'adhésion de l'Afrique du Sud et pesait 26% du PIB mondial en 2022.

Un élargissement de l'alliance, tourné vers les pays producteurs de matières premières.

Le 15^{ème} sommet des BRICS s'est tenu à Johannesburg du 22 au 24 août, où la question de l'élargissement de l'alliance était au centre des débats. Les cinq puissances ont examiné les candidatures des 21 pays ayant officiellement déposé une demande d'adhésion, et six d'entre elles ont été approuvées.

Ainsi, l'Arabie Saoudite, l'Iran, l'Égypte, l'Éthiopie, les Emirats arabes unis et l'Argentine rejoindront officiellement l'alliance au 1^{er} janvier 2024, formant un bloc économique pesant 29% du PIB mondial.

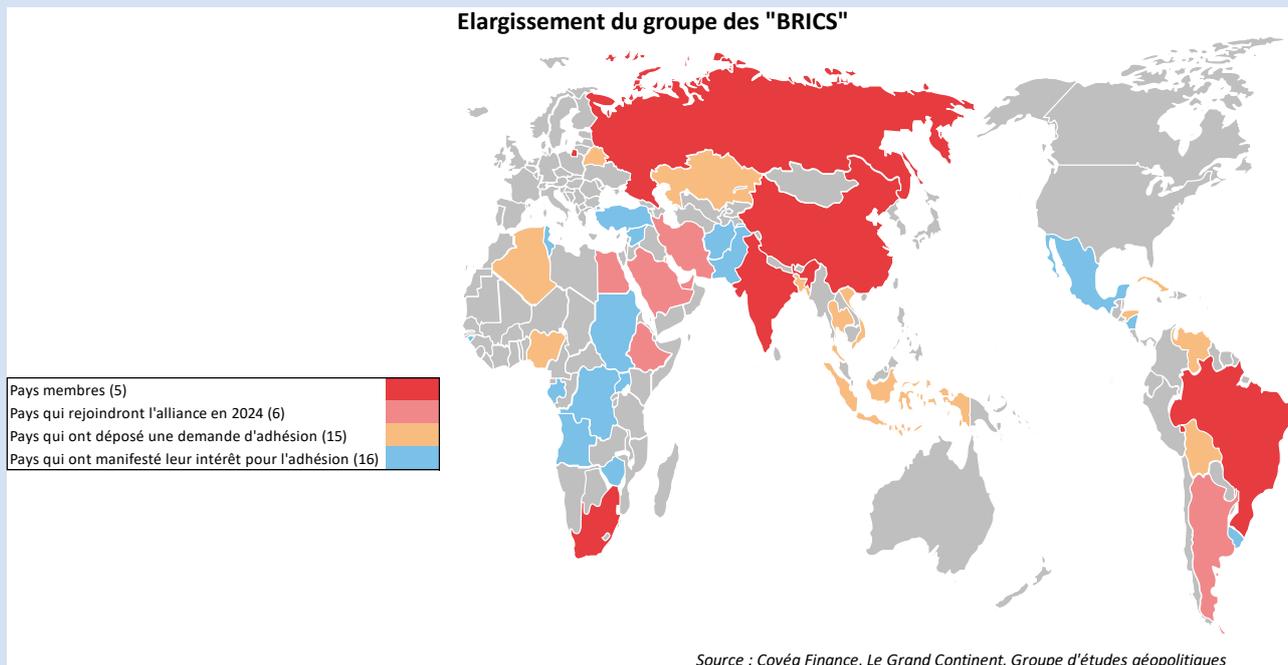
Le choix de ces six pays montre ainsi l'ambition des puissances émergentes de constituer un bloc face à l'Occident et leur volonté de redessiner le marché des matières premières. En effet, parmi ces nouveaux membres, trois sont membres de l'Organisation des pays producteurs de pétrole (Iran, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis) tandis que l'Argentine possède 9% des réserves prouvées de lithium, minéral considéré comme « critique » par l'Union européenne en raison de son importance dans le cadre de la transition énergétique.

Une volonté de réduire la dépendance au dollar.

Par ailleurs, ce sommet illustre également la volonté des puissances émergentes de réduire leur dépendance au dollar. Ce processus de « dédollarisation » s'observe déjà depuis quelques mois, à l'image de la Chine qui a accru son utilisation du yuan pour importer des matières premières russes.

L'élargissement du groupe des BRICS à des pays exportateurs de pétrole pourrait conduire à une réduction du recours au dollar dans les échanges entre les 11 pays membres de l'alliance. Néanmoins, une complète dédollarisation des économies du Moyen-Orient semble peu probable à l'avenir puisque les monnaies saoudienne et émiratie demeurent ancrées au dollar.

Elargissement du groupe des "BRICS"



Eloïse Girard-Desbois

Economiste



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

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

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

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

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

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

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

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

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