

MACROÉCONOMIE LA SEMAINE EN BREF

Du 07/08/23 au 11/08/23



cpr
asset
management

INVESTIR,
C'EST AUSSI AGIR

LES FAITS MARQUANTS

AUX ÉTATS-UNIS, l'inflation surprend une nouvelle fois à la baisse en juillet, au contraire des prix à la production qui surprennent légèrement à la hausse. Le déficit budgétaire continue de s'accroître, et les enquêtes sur les prêts montrent une faiblesse de la demande de crédit.

DANS LA ZONE EURO, la production industrielle allemande se dégrade. Le gouvernement italien met en place une taxe exceptionnelle sur les banques. Au Royaume-Uni, la

croissance ressort légèrement au-dessus des attentes, tandis que les prix immobiliers continuent de baisser.

AU JAPON, les salaires ralentissent un peu mais restent à des niveaux historiquement élevés.

EN CHINE, les importations et les exportations sont en baisse, témoignant de la faiblesse du commerce mondial. L'inflation diminue et passe en territoire négatif en glissement annuel.

L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Aux Etats-Unis, la désinflation continue. Après une baisse quasi-historique de l'inflation en juin, l'inflation américaine est sortie une nouvelle fois en dessous des attentes des économistes. L'inflation sous-jacente est passée de 4,8% à 4,7% (consensus à 4,8%) et l'inflation totale de 3 à 3,2% (consensus 3,3%). En juin et en juillet, il y a eu les deux plus faibles variations mensuelles du core CPI des 2 dernières années et demi. La remontée de l'inflation totale s'explique totalement par la

contribution de l'énergie. L'inflation alimentaire continue à décélérer franchement dans le sillage de la baisse des prix des engrais ces derniers trimestres. Enfin, l'inflation sous-jacente passe à 4,7% et il s'en est fallu de peu pour que ce chiffre soit arrondi à 4,6%. **La dynamique de désinflation est en train de changer de nature : c'est essentiellement l'énergie qui a fait baisser l'inflation au S1 mais c'est l'inflation sous-jacente qui va baisser au S2**

LE CHIFFRE CLÉ

88%

Taux de remplissage des cuves de gaz naturel en Europe

À VENIR CETTE SEMAINE

États-Unis	Ventes au détail en juillet
Royaume-Uni	Inflation de juillet
Japon	PIB T2 2023 estimation préliminaire
Chine	Taux de chômage en juillet

SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS

35% SCENARIO
ALTERNATIF

65 % SCENARIO
CENTRAL

PERSISTANCE
DE L'INFLATION

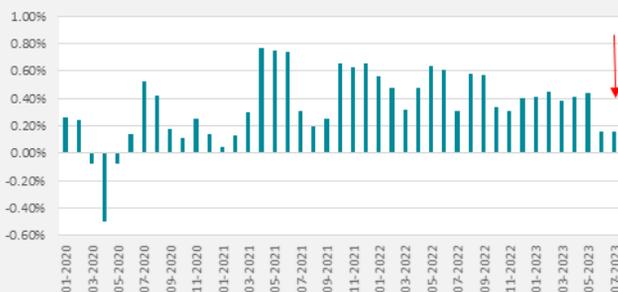
Au
23.06.23

SOFT LANDING

● L'économie chinoise est une bombe à retardement. ●

Joe Biden,
président des Etats-Unis

US: mom change in core CPI



Source: CPR AM, Datastream.

cpr-am.com | [@CPR_AM](#) | [in cpr-asset-management](#)

Les commentaires et analyses reflètent l'opinion de CPR AM sur les marchés et leur évolution, en fonction des informations connues à ce jour. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle et n'engagent pas la responsabilité de CPR AM. Elles sont basées sur des sources que nous considérons fiables, mais nous ne garantissons pas qu'elles soient exactes, complètes, valides ou à propos, et elles ne doivent pas être considérées comme telles à quelque fin que ce soit. Les informations contenues dans ce document n'ont aucune valeur contractuelle. Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM. Sous réserve du respect de ses obligations, CPR AM ne pourra être tenu responsable des conséquences financières ou de quelque nature que ce soit résultant de l'investissement.



PRIX À LA PRODUCTION

Les prix à la production (PPI) surprennent à la hausse en juillet, avec un headline qui sort à +0,8% en glissement annuel. Hors énergie et alimentation, le PPI progresse de 2,4% en glissement annuel et le momentum sur les derniers mois est cohérent avec une progression de 2% en annualisé (comme avant le covid...)

PRÊTS BANCAIRES

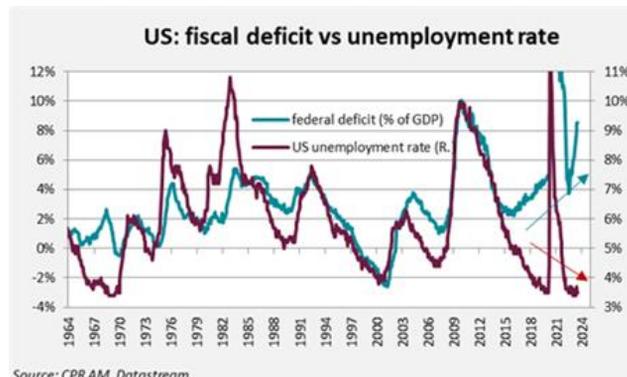
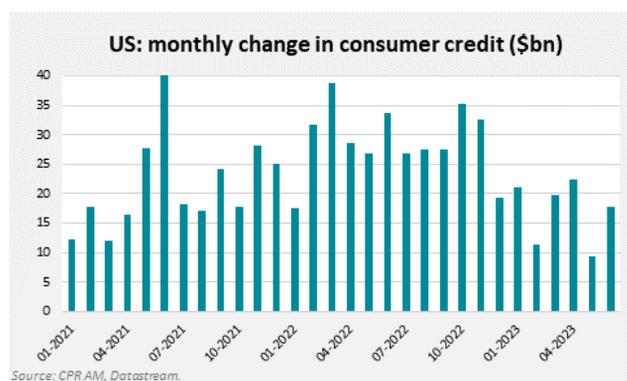
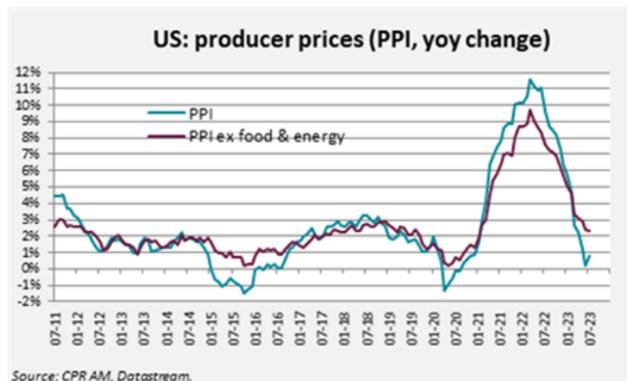
- Les encours de crédit à la consommation augmentent de 18 Mds \$ en juin, ce qui constitue une augmentation par rapport au faible chiffre de mai mais un chiffre relativement bas par rapport aux trimestres précédents.
- Le nombre hebdomadaire de crédits immobiliers « pour acheter » tombe à son 2ème plus bas niveau depuis 1996. Le taux de mortgage 30 ans dépasse 7%.
- Selon les statistiques de la Fed de NY, le taux d'incident de paiement pour les prêts auto et pour les cartes de crédit commencent à dépasser au T2 les niveaux d'avant covid (n'oublions pas qu'il s'agit de moyenne sur 4 trimestres glissants).

DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Le déficit budgétaire continue à augmenter (2263 Mds \$ sur les 12 derniers mois). Les dépenses d'intérêt continuent à fortement augmenter (2,3% du PIB, du jamais vu depuis la fin des années 1990)). Les rentrées budgétaires se contractent désormais à un rythme de 7% par an...

MARCHÉ DU TRAVAIL

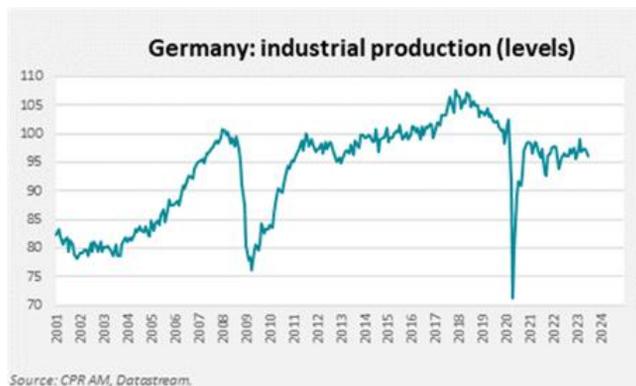
Les nouvelles inscriptions à l'assurance-chômage surprennent nettement à la hausse (248 000 la semaine dernière) mais restent relativement basses. Le stock de personnes à l'assurance chômage est quasiment stable.





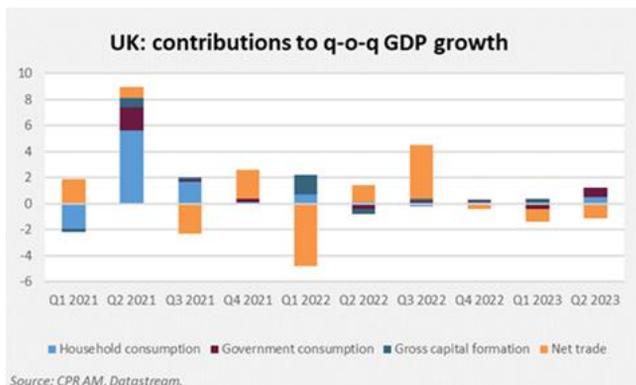
PRODUCTION INDUSTRIELLE

En Allemagne, la production industrielle baisse de 1,5% en juin (-1,8% en glissement annuel) pour revenir à son plus bas niveau depuis 6 mois. La situation continue à se dégrader...



ROYAUME-UNI

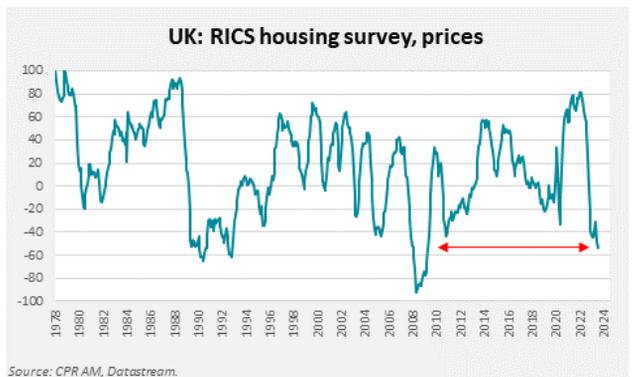
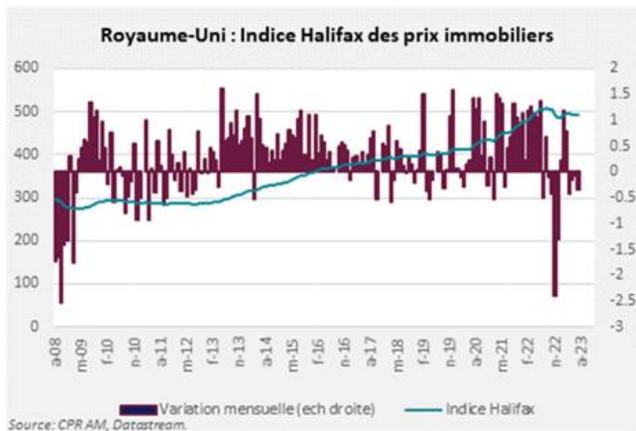
- La croissance du PIB sort légèrement au-dessus des attentes à +0,2% en trimestre sur trimestre (contre 0% attendu). C'est surtout la consommation publique et des ménages qui tire le chiffre car l'investissement reste atone.
- L'indice de prix immobiliers Halifax baisse de 0,3% en juillet (pour le 4ème mois de suite). Sur un an, la baisse est de 2,4%.
- L'enquête immobilière RICS continue de s'enfoncer pour la question relative à l'évolution récente des prix, avec un nouveau plus bas depuis 2009. L'enquête continue de se dégrader aussi pour les prix anticipés à 3 et 12 mois.



ITALIE

Tard lundi soir, le gouvernement a dévoilé un paquet de mesures fiscales et budgétaires. Les deux mesures les plus importantes sont les suivantes :

- Taxe de 40% sur les profits exceptionnels des banques en 2023, afin de venir en aide aux ménages en difficulté avec leurs emprunts hypothécaires
- Augmentation du prix des licences de taxis de 20%



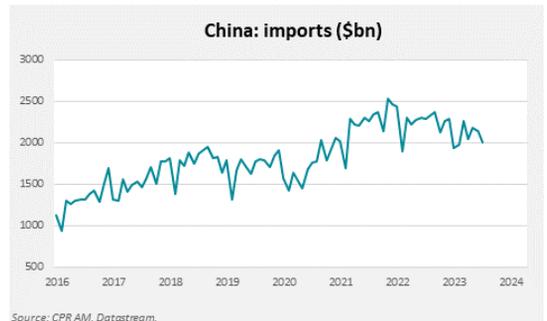
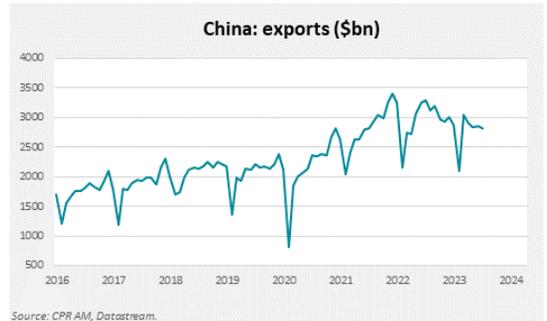
SALAIRES

Les rémunérations ralentissent un peu en juin, à +2,3% en glissement annuel contre +2,9% en mai. Ceci dit, la série est très bruitée et reste proche des plus hauts niveaux des dernières décennies.



COMMERCE EXTÉRIEUR

Les exportations et les importations se contractent plus que prévu en juillet (elles sont en baisse respectivement de 14,5% et 12,4%). L'évolution des séries en niveau (cf graphiques) corrobore une nette tendance baissière, qui inquiète à la fois pour la dynamique du commerce mondial et pour le dynamisme de l'économie domestique. Néanmoins, les importations de matières premières sont très dynamiques : les importations de charbon sont 50% au-dessus des niveaux moyens de 2019 et 60% au-dessus pour celles de pétrole raffiné.



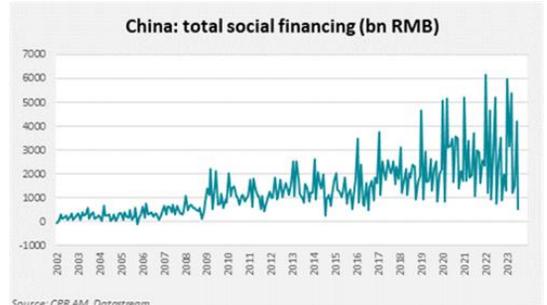
INFLATION

L'inflation (prix à la consommation) passe en territoire négatif en juillet, à -0,3% en glissement annuel. La baisse de l'inflation s'explique essentiellement par le recul des prix de l'alimentation (-1,7% en glissement annuel). En revanche, l'inflation sous-jacente rebondit à +0,8% (plus haut de 6 mois). Les prix à la production sont encore en contraction mais un peu moins qu'en juin (-4,4% en juillet vs -5,4% en juin).



FINANCEMENTS À L'ÉCONOMIE

Les nouveaux financements à l'économie sortent à des niveaux extrêmement bas en juillet (plus bas niveau depuis 2016), avec des nouveaux prêts des banques qui tombent à leurs plus bas niveaux depuis 2009. En net, les prêts aux ménages se sont contractés de 200 Mds RMB, ce qui corrobore bien la volonté des ménages chinois de se désendetter (ce qui pèse fortement sur la consommation). En conséquence, la masse monétaire M2 s'est contractée de 1903 Mds RMB, soit la plus forte contraction jamais enregistrée, ce qui entretient l'idée d'une déflation (si l'on tenait un argumentaire purement monétaire).



BANQUES CENTRALES

RÉSERVE FÉDÉRALE

- **John Williams, président de la Fed de New York (et plutôt un centriste), n'exclut pas des baisses de taux directeurs au S1 2024.** Dans une interview au New York Times, John Williams se montre peu convaincu par la nécessité d'une nouvelle hausse de taux en septembre (« Je pense que la politique monétaire est comme elle devrait être ») et insiste sur le fait que le débat va vraisemblablement se porter maintenant sur la durée pendant laquelle les taux vont rester aux niveaux actuels. Il dit que le processus de désinflation est sur la bonne voie. Un point très important est que John Williams explique qu'il faut désormais raisonner en taux réels (à taux directeurs inchangés, une baisse de l'inflation implique une hausse des taux réels et donc un durcissement monétaire) : « *Assuming inflation continues to come down, it comes down next year, as many forecast, including the economic projections, if we don't cut interest rates at some point next year then real interest rates will go up, and up, and up. And that won't be consistent with our goals. So I do think that from my perspective, to keep maintaining a restrictive stance may very well involved cutting the federal funds rate next year, or year after, but really it's about how are we affecting real interest rates — not nominal rates.* »
- **Le président de la Fed de Philadelphie, Patrick Harker, s'exprime en faveur d'un statu quo en septembre sauf « chiffres alarmants » et d'y rester un moment.**
- **Les propos de Mary Daly (Fed de San Francisco) ont été perçus comme hawkish alors qu'elle s'est simplement tenue à la data dépendance affichée par Powell en conférence de presse, en disant qu'il était prématuré de se prononcer pour une pause ou une hausse de taux en septembre.** Elle estime que « l'inflation va dans la bonne direction » et qu'il est nécessaire pour une pause prolongée (ce terme n'est pas apparu dans les headlines de presse) que l'inflation « supercore » (core CPI services hors logement) ralentisse. On peut rappeler que ce sont SES économistes qui ont sorti le papier avec un CPI logement en territoire négatif en 2024 (elle le mentionne dans l'interview). Par ailleurs, elle explique que la Fed suit de très près l'évolution du pétrole.

RESERVE BANK OF INDIA

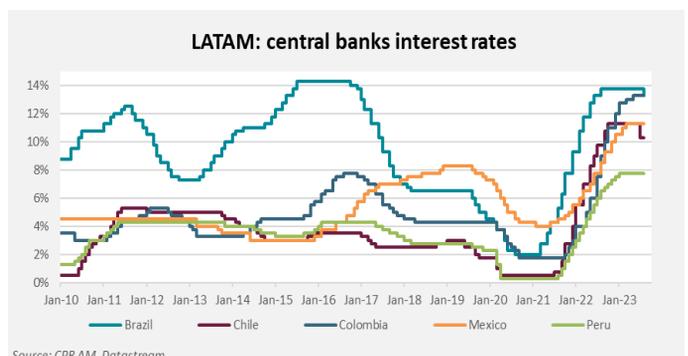
Comme attendu, la RBI a maintenu son principal taux directeur inchangé, à 6,5%, alors que les craintes d'inflation ont refait surface à cause d'une ré-augmentation des prix alimentaires ces dernières semaines, notamment du côté des légumes...

Le gouverneur de la RBI, Shaktikanta Das a déclaré : « Bien que l'inflation ait relenti, le travail n'est toujours pas terminé », ajoutant que la politique monétaire peut passer à travers les chocs des prix alimentaires pendant un certain temps.

L'inflation alimentaire, typiquement observable en début de mousson, a fait monter l'inflation totale en juin. La tendance devrait continuer à la hausse pour les prochains mois, avec même une accélération à 6,4% anticipée en juillet par les analystes. La banque centrale, elle, a relevé ses prévisions d'inflation pour l'année fiscale en cours à 5,4% contre 5,1% plus tôt, en le justifiant par les pressions des prix alimentaires. Pour ce trimestre, (juillet-septembre), la RBI prévoit désormais une inflation à 6,2%, nettement supérieure aux 5,2% prévus précédemment.

LATAM

Le Pérou et le Mexique ont maintenu leur taux d'intérêts cette semaine, à 7,75% et 11,25% respectivement, alors que les principales économies de la région commencent à baisser leurs taux directeurs.



INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR

INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
14 août	Etats-Unis	Anticipations d'inflation des consommateurs
15 août	Japon	PIB T2 2023 estimation préliminaire
	Chine	Ventes au détail de juillet
		Production industrielle de juillet
		Taux de chômage de juillet
	Royaume-Uni	Investissements en immobilisations de juillet
Zone euro	Enquête sur l'emploi	
16 août	Etats-Unis	Indice de sentiment économique ZEW d'août
		Ventes au détail de juillet
	Enquête NAHB des ventes de logements d'août	
	Enquête manufacturière Empire State d'août	
	Japon	Enquête Tankan d'août
17 août	Chine	Indice des prix immobiliers de juillet
	Royaume-Uni	Inflation de juillet
	Zone euro	Production industrielle de juin
	Etats-Unis	Permis de construire et mises en chantier de juillet
		Production industrielle de juillet
18 août	Japon	Balance commerciale de juillet
	Etats-Unis	Commandes de machines de juin
18 août	Chine	Enquête manufacturière de la Fed de Philadelphie d'août
	Japon	Investissements directs à l'étrangers en juillet
	Royaume-Uni	Inflation de juillet
	Zone euro	Ventes au détail de juillet
		Inflation finale de juillet

INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	11/08/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
Nasdaq	14 997	-1,82%	-4,78%	-2,02%	37,09%	12,10%	35,29%
SP 500	4 469	-0,21%	-2,47%	-0,07%	16,39%	6,14%	32,98%
Eurostoxx 50	4 315	-0,41%	-3,39%	-1,04%	13,75%	15,09%	32,38%
Nikkei	32 474	0,87%	-0,87%	1,66%	24,45%	16,73%	45,43%
MSCI Emergents	1 008	-0,95%	-3,34%	0,28%	5,43%	1,12%	-7,19%
MSCI Emergents- LATAM	576	-0,36%	-3,91%	-0,32%	19,49%	17,51%	46,54%
MSCI Emergents Asie	604	-1,07%	-3,11%	0,63%	6,50%	3,67%	-4,39%
FTSE 100	7 516	-0,65%	-2,32%	1,34%	0,86%	0,11%	24,21%

Cours de clôture, indices en devises locales sauf émergents en dollar

Devises	11/08/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
EUR/USD	1,10	-0,42%	-0,46%	-1,48%	2,44%	6,47%	-6,59%
USD/JPY	144,77	2,12%	2,55%	4,52%	10,40%	8,93%	36,62%
EUR/GBP	0,86	-0,06%	0,69%	0,72%	-2,44%	2,46%	-3,88%
USD/GBP	0,79	0,36%	1,16%	2,23%	-4,77%	-3,76%	2,90%

Niveaux de Volatilité	11/08/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
VIX	16,29	17,10	13,33	13,54	21,67	20,20	22,13
VSTOXX	19,10	18,35	15,22	15,18	20,89	21,65	24,11

ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
14 septembre	BCE
20 septembre	Fed
21 septembre	BoE
22 septembre	BoJ

Niveaux de taux	11/08/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
10 ans US	4,13	0,07	0,16	0,27	0,30	1,35	3,56
10 ans Allemagne	2,61	0,08	0,16	0,07	0,05	1,73	3,14
10 ans France	3,15	0,06	0,11	0,05	0,03	1,69	3,38
10 ans Espagne	3,63	0,04	0,12	0,03	-0,03	1,63	3,36
10 ans Italie	4,25	0,04	0,13	-0,02	-0,45	1,26	3,27
10 ans Japon	0,59	-0,05	0,03	0,11	0,17	0,40	0,58

Breakeven inflation	11/08/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
5 ans US	2,57	-0,02	-0,04	0,08	0,04	-0,35	0,81
10 ans US	2,60	-0,04	-0,04	0,02	0,07	-0,13	0,75
5 ans EUR	2,69	0,00	0,14	0,18	-0,10	-0,47	1,81
10 ans EUR	2,64	-0,04	0,06	0,10	0,07	0,04	1,57

Matières premières	11/08/2023	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2023	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	82,82	0,00%	2,78%	9,33%	3,23%	-14,70%	97,47%
Pétrole (Brent)	86,49	0,31%	1,73%	7,92%	1,85%	-13,19%	91,82%
Gaz naturel (TTF Europe)	38,90	30,84%	52,55%	37,70%	-47,43%	-81,30%	413,87%
Or	1 913,85	-1,34%	-2,39%	-2,04%	5,41%	7,02%	-6,01%
Cuivre	8 348,74	-2,05%	-3,21%	-1,65%	-0,19%	2,24%	30,58%
Blé	234,00	2,63%	-1,27%	6,36%	-23,40%	-31,28%	28,93%
Soja	13,90	-0,36%	-4,40%	-5,70%	-7,46%	-12,58%	62,76%
Sucre	23,69	1,28%	0,30%	0,64%	25,28%	29,52%	84,21%
Café	191,29	-0,54%	0,62%	1,89%	-14,99%	-34,89%	17,97%

Dates	Actualités
16 août	Nouvelle-Zélande (5,50%) statu quo attendu
17 août	Norvège (3,75%) +25bp possible