

# MACROÉCONOMIE LA SEMAINE EN BREF

Du 18/07/22 au 24/07/22



cpr

asset  
management

INVESTIR,  
C'EST AUSSI AGIR

## LES FAITS MARQUANTS

**AUX ÉTATS-UNIS**, le PMI chute pour le mois de juillet et signale une contraction de l'activité. Les indicateurs du marché immobilier soulignent tous un ralentissement dans le secteur, impact du resserrement monétaire de la Fed.

**DANS LA ZONE EURO**, la BCE commence son cycle de resserrement monétaire par une hausse de 50 bp dans un contexte de crise énergétique et de ralentissement de l'activité.

**AU JAPON**, le PMI composite souligne un ralentissement de la croissance mais pas encore de

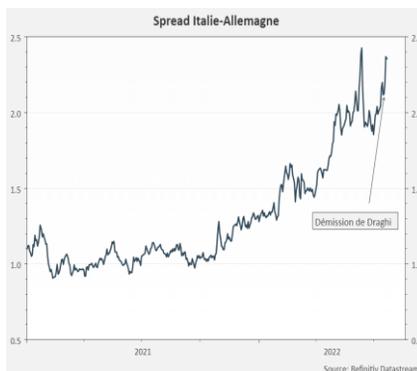
contraction. La BOJ maintient son statu quo face à une inflation jugée temporaire en l'absence de hausse des salaires.

**EN CHINE**, le mouvement de protestation concernant le règlement des échéances immobilières des ménages face à l'arrêt des constructions semble prendre de l'ampleur, alors que certains fournisseurs des promoteurs suivent le même chemin. Les autorités sont obligées de réagir, afin de rassurer notamment sur l'état du secteur bancaire.

## L'ÉVÉNEMENT DE LA SEMAINE

Le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base et a approuvé la création du nouvel « instrument de protection de la transmission » (TPI). 50 bp au lieu des 25 bp pré-annoncés car les risques haussiers sur l'inflation se sont matérialisés ! Le TPI, nouvel instrument de la BCE visera à limiter le risque de fragmentation du marché obligataire européen. Il vient en complément de la flexibilité de réinvestissement du PEPP qui continuera d'être la première ligne de défense pour contrer les risques sur le mécanisme de transmission liés à la pandémie et de l'OMT.

La détermination de la BCE sera rapidement évaluée dans le contexte spécifique de la démission de Mario Draghi de la Présidence du Conseil italien, entraînant la convocation d'élections générales anticipées pour le 25 septembre.



## LE CHIFFRE CLÉ

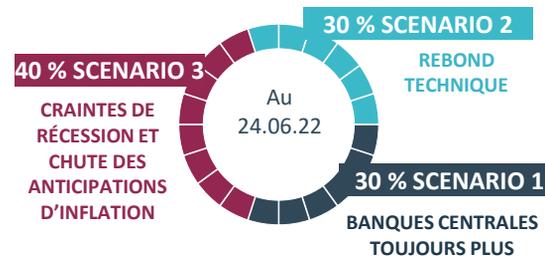
+50bp

Remontée des taux de la Banque centrale Européenne

## À VENIR CETTE SEMAINE

États-Unis	FOMC PIB T2 2022
Zone euro	Inflation de juillet PIB T2 2022
Japon	Ventes de détail de juin
Chine	Profits industriels de juin

## SCÉNARIOS DE MARCHÉ À 3 MOIS



•• *The Governing Council, in its discretion, ...will determine on the basis of the eligibility criteria, on the basis of the indicators that will signal or not unwarranted, disorderly market dynamics, whether or not a country is eligible and whether it activates the TPI.*  
Voilà.. •• **Christine Lagarde**

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.



## PMI FLASH DE JUILLET

L'indice composite chute à 47,5 après 52,3 en juin. Il repasse en zone de contraction pour la première fois depuis 2 ans. C'est le secteur des services qui explique cette chute, avec un indice reculant de 52,7 à 47 en un mois, un plus bas de 26 mois ! La baisse est plus modeste dans le manufacturier avec un indice passant de 52,7 à 52,3. Le sous-indice de production passe en zone de contraction pour la première fois. L'affaiblissement de la demande, lié à la forte inflation et la remontée des taux, explique cet effondrement des PMI. On relèvera des pressions haussières sur les prix des intrants même si les hausses sont de plus en plus faibles. Les entreprises indiquent toujours répercuter une partie de leurs coûts sur leurs prix de vente, mais quelques concessions sont faites aux clients dans un environnement un peu plus concurrentiel. Les créations d'emploi sont en net ralentissement également. Le commentaire de Markit "The preliminary PMI data for July point to a worrying deterioration in the economy"... "Although supply constraints remained problematic, constraining economic activity, the weakening demand environment has helped to alleviate inflationary pressures."

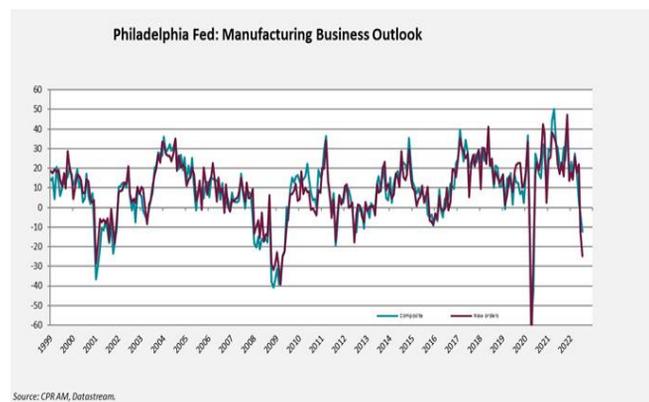
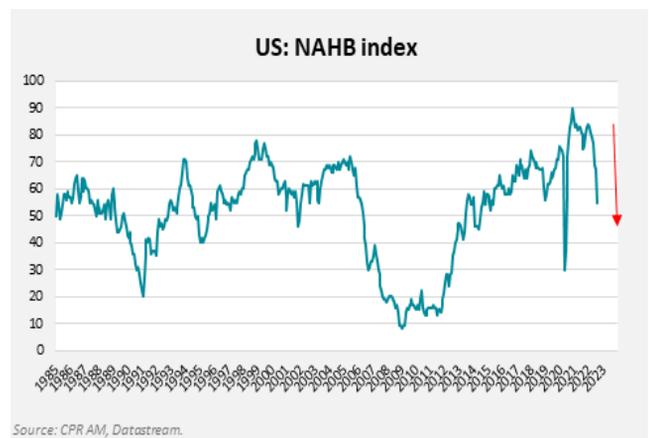
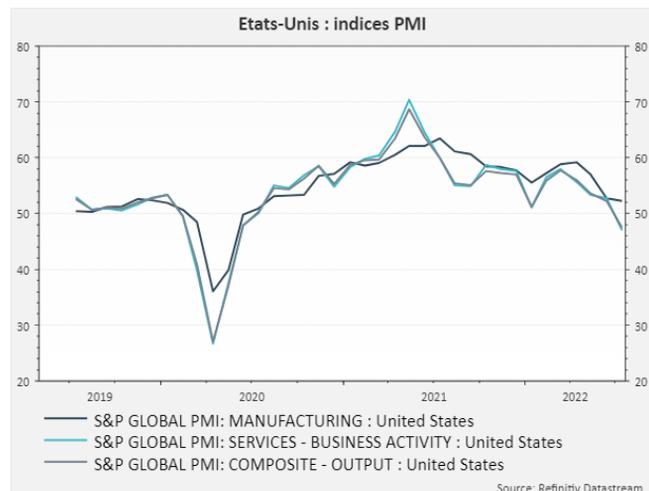
Cette publication confirme les enquêtes régionales publiées précédemment.

## MARCHÉ IMMOBILIER

L'indice NAHB, relatif au marché immobilier, s'effondre en juillet. C'est la 2<sup>ème</sup> plus forte chute sur un mois depuis la création de l'enquête en 1985. Si l'on excepte les pires mois de la crise covid, l'indice NAHB tombe à son plus bas niveau depuis 2015. Le durcissement de la Fed a un effet réellement très important sur le marché immobilier.

Les permis de construire et les mises en chantiers ont légèrement baissé en juin, après une baisse franche en mai. Cela dit, il ne s'agit pour le moment que d'un retour sur les niveaux du S2 2020. Le nombre de constructions autorisées mais pas commencées reste proche du plus haut niveau historique.

Les ventes de maisons existantes ont chuté pour un cinquième mois consécutif en juin pour atteindre leur niveau le plus bas depuis deux ans. Les ventes de maisons anciennes ont chuté de 5,4% sur le mois pour atteindre un taux annuel désaisonnalisé de 5,12 millions d'unités le mois dernier, le niveau le plus bas depuis juin 2020, lorsque les ventes rebondissaient après le confinement.





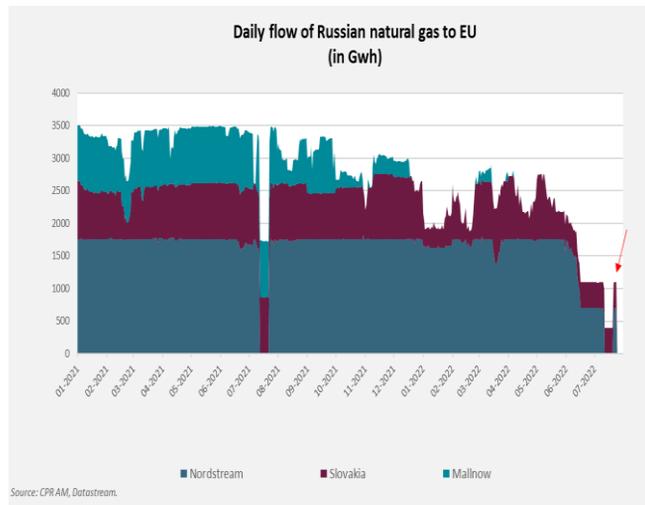
## ÉNERGIE

Selon les données de flux heure par heure publiées sur le site du Nord Stream, les flux de gaz sont revenus exactement sur leur niveau observé depuis le 14 juin jusqu'à la fermeture pour maintenance, soit 40% de la capacité normale du gazoduc.

La Commission présente son plan « Save Gas for a Safe Winter » afin de réduire de 15% la demande de gaz d'ici le printemps prochain. Face aux efforts demandés à l'ensemble des agents économiques européens, la Commission s'engage à accélérer la diversification des approvisionnements, incluant les achats groupés de gaz. La Commission propose un nouveau règlement du Conseil relatif aux mesures de réduction coordonnée de la demande pour le gaz, sur la base de l'article 122 du traité. Le nouveau règlement fixerait un objectif pour tous les états membres à réduire la demande de gaz de 15 % entre le 1er août 2022 et le 31 mars 2023. Le nouveau règlement donnerait également à la Commission la possibilité de déclarer, après consultation des états, une « alerte de l'Union » sur la sécurité d'approvisionnement, imposant une réduction obligatoire de la demande de gaz pour tous les états membres. Les tensions politiques au sein de la zone euro se matérialisent face au plan de sobriété énergétique présenté par la Commission Européenne, notamment en Espagne et au Portugal. La Hongrie rompt littéralement l'unité européenne en engageant à Moscou des négociations bilatérales pour conclure un nouvel accord d'approvisionnement du gaz avec la Russie.

## PMI

**Chute des PMI qui signalent une contraction de l'activité en juillet.** Le PMI composite euro entre en zone de contraction à 49,4 en juillet, après 52 en juin, un plus bas de 17 mois. L'indice manufacturier baisse à un plus bas de 25 mois à 49,6 en juillet après 52,1 en juin, avec l'effondrement de la composante production. L'indice des services recule également à 50,6 après 53 en juin, un plus bas de 15 mois. La chute de la production et des nouvelles commandes explique le recul du PMI. Les inquiétudes concernant l'affaiblissement de la demande ont été exacerbée par la crise de l'énergie, ce qui pèse sur les perspectives d'activité des entreprises et provoquent également une forte baisse des achats d'intrants et un recul des embauches. La plus forte baisse a été enregistrée en Allemagne, où le PMI composite atteint 48,0 un plus bas depuis juin 2020. Bien que la production ait continué d'augmenter en France, le rythme de la croissance a fortement ralenti, le PMI composite tombant à 50,6 pour juillet. Le reste de la région aurait selon Markit enregistré une contraction marginale de la production, le PMI composite chutant à 49,9 une première détérioration depuis février 2021



## INFLATION

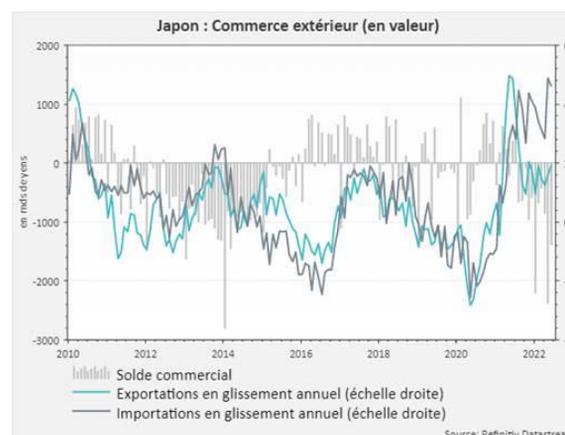
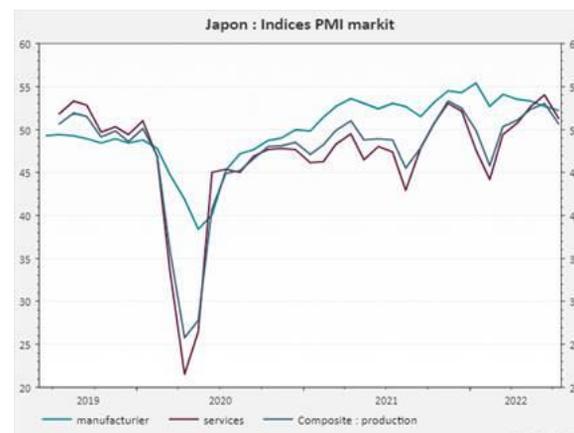
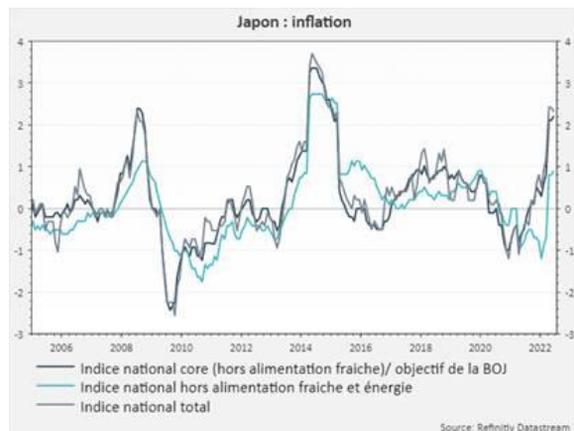
Comme attendu l'inflation continue de progresser en juin, avec un indice hors alimentation fraîche en hausse de 2,2% sur un an (après 2,1%). Hors alimentation fraîche et énergie l'indice progresse de 0,8% à 1% en juin. L'indice core (hors alimentation et énergie) reste toutefois stable à 0,2% en juin. Les prix ont augmenté pour un large éventail d'articles, des céréales aux confiseries, en raison de la dépréciation du yen et de la hausse des prix des matières premières. En revanche, les prix de l'énergie ont entraîné une baisse de l'indice, quoique légère, avec un ralentissement de la croissance des frais d'électricité et des prix de l'essence (les prix de l'énergie ont augmenté en variation mensuelle, mais la contribution en glissement annuel des prix de l'énergie à l'indice a été négative en raison d'effets de base). Parallèlement, la hausse des produits alimentaires frais atteint +6,5 % en glissement annuel en juin, un net ralentissement par rapport à +12,3 % en mai. En conséquence, l'inflation totale a ralenti à +2,4 % en glissement annuel, contre +2,5 % en mai.

## PMI

Le PMI après avoir rebondi très vigoureusement en juin, se tasse en juillet. L'indice PMI manufacturier passe de 52,7 à 52,2 en juillet. L'indice des services recule plus nettement à 51,2 en juillet après 54 en juin. Au total, l'indice composite revient sur 50,6 après 53 en juin. Les données du PMI indiquent que l'activité du secteur privé a progressé à un rythme plus lent en juillet. Le rythme de croissance de la production a été le plus faible enregistré depuis mars. Les entreprises ont noté que les pénuries de matières premières et la hausse des coûts énergétiques et salariaux étaient à l'origine du ralentissement de la production et des nouvelles commandes. Concernant les tensions sur les prix quelques signaux semblent indiquer un pic atteint ; pour la première fois depuis 6 mois les prix des intrants reculent, mais attention ils restent sur des niveaux élevés. Les perspectives à 1 an des entreprises sont un peu moins optimistes.

## COMMERCE EXTÉRIEUR

**Déficit commercial record en juin !** Avec la hausse des prix de l'énergie, qui vient alourdir les importations, le déficit commercial se creuse à nouveau pour atteindre 1380 mds de yens. En juin 2021 c'était un excédent de 369,4 mds de yens. Ce déficit du mois de juin 2022 est le plus élevé pour un mois de juin depuis 1979. Les exportations progressent en valeur de 19,4% sur un an en juin après +15,8% en mai. Mais les importations bondissent de 46,1% sur un an en juin (48,9% en mai). En revanche la photo est moins favorable en volume. Les exportations reculent toujours de 1,4% sur un an en juin après -3,5% en mai et les importations ne sont en hausse que de 1,3% sur un an après +4,7% en mai. Les exportations vers la Chine se renforcent mais restent en contraction au regard des niveaux de 2021. Les exportations de semi-conducteurs et circuits intégrés accélèrent nettement. Une amélioration des exportations d'automobiles est également observée.



# BANQUES CENTRALES

## BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE

### Le Conseil des gouverneurs a décidé de relever les trois taux d'intérêt directeurs de la BCE de 50 points de base :

- Le Conseil des gouverneurs a estimé qu'un premier pas sur la voie de la normalisation des taux d'intérêt plus important qu'indiqué lors de sa réunion précédente était approprié.
- Cette décision a été prise sur la base de son évaluation actualisée des risques pesant sur l'inflation et du soutien accru que l'IPT apportera en termes de transmission efficace de la politique monétaire.
- **Lors des prochaines réunions du Conseil des gouverneurs, il conviendra de poursuivre la normalisation des taux, avec une approche réunion après réunion, data dépendante.**
- Les taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt seront relevés à respectivement 0,50 %, 0,75 % et 0,00 % à compter du 27 juillet 2022.

### Le Conseil des gouverneurs a approuvé la création du nouvel « instrument de protection de la transmission » (Transmission Protection Instrument soit TPI).

- Achats sur le marché secondaire de titres émis dans les pays connaissant une détérioration des conditions de financement non justifiée par les fondamentaux propres à chaque pays, afin de contrer les risques pesant sur le mécanisme de transmission dans la mesure nécessaire.
- L'ampleur des achats de TPI dépendrait de la gravité des risques de transmission de la politique monétaire.
- **Les achats ne sont pas limités ex ante.**
- Tous les pays sont éligibles.

- Le conseil des gouverneurs examinera **une liste cumulative de critères** pour évaluer si les pays dans lesquelles l'Eurosystème peut effectuer des achats dans le cadre du TPI poursuivent des politiques budgétaires et macroéconomiques saines et durables. Ces critères contribueront à la prise de décision du Conseil des gouverneurs et seront ajustés de manière dynamique en fonction des risques et des conditions à traiter :

(1) respect du cadre budgétaire de l'UE : ne pas faire l'objet d'une procédure de déficit excessif (PDE) ou ne pas être évalué comme n'ayant pas pris de mesures suivies d'effets en réponse à une recommandation du Conseil de l'UE au titre de l'article 126, paragraphe 7, du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE);

(2) absence de déséquilibres macroéconomiques graves : ne pas faire l'objet d'une procédure de déséquilibre excessif (EIP) ou ne pas être évalué comme n'ayant pas pris l'action corrective recommandée liée à une recommandation du Conseil de l'UE en vertu de l'article 121, paragraphe 4, du TFUE ;

(3) soutenabilité budgétaire : pour déterminer si la trajectoire de la dette publique est soutenable, le conseil des gouverneurs tiendra compte, le cas échéant, des analyses de soutenabilité de la dette réalisées par la Commission européenne, le Mécanisme Européen de Stabilité, le FMI et d'autres institutions, ainsi que l'analyse interne de la BCE ;

(4) des politiques macroéconomiques saines et durables : se conformer aux engagements soumis dans les plans pour la reprise et la résilience du « Recovery and Resilience Facility » et aux recommandations par pays de la Commission européenne dans le domaine budgétaire dans le cadre du Semestre européen.

- **les achats seront à priori stérilisés** ; « Purchases under the TPI would be conducted such that they cause no persistent impact on the overall Eurosystem balance sheet and hence on the monetary policy stance. »
- **Utilisation du TPI à la discrétion de la BCE ; tous les éléments de décision ne seront pas publics...**
- **la BCE a les moyens de ses ambitions...**
- La BCE indique que le TPI est un instrument de sa boîte à outil qui contient :

L'OMT fait partie de la boîte à outils de l'Eurosystème. Le Conseil des gouverneurs se réserve le pouvoir discrétionnaire d'effectuer l'OMT pour les pays qui remplissent les critères requis pour l'OMT.

et surtout rappelle que la flexibilité de réinvestissement du PEPP continuera d'être la première ligne de défense pour contrer les risques sur le mécanisme de transmission liés à la pandémie.

*C'est un moment historique d'abord par l'unanimité puis par la remontée des taux, selon Mme Lagarde*

# BANQUES CENTRALES

## BANQUE DU JAPON

La BOJ a décidé par un vote majoritaire de 8 contre 1 de maintenir le contrôle de la courbe des taux. M. Kataoka a émis le vote dissident, affirmant qu'il était souhaitable d'abaisser les taux d'intérêt à court et à long terme "en vue d'encourager les entreprises à faire des investissements fixes ».

La BOJ a également déclaré qu'elle poursuivrait les opérations quotidiennes à taux fixe (0,25%), introduites en avril, pour défendre la limite supérieure de 25 points de base des rendements à 10 ans. Conformément à cela, la BOJ a maintenu sa forward guidance, qui stipule qu'elle «s'attend à ce que les taux d'intérêt directs à court et à long terme restent à leurs niveaux actuels ou à des niveaux inférieurs ». La BOJ a relevé son évaluation globale de l'économie à "has picked up with the impact of COVID-19 waning". Précédemment elle indiquait "has remained relatively weak ». Concernant les risques, la BOJ a de nouveau cité la situation du COVID-19, la situation entourant l'Ukraine, les prix des matières premières, l'activité économique et les prix à l'étranger, ainsi que les marchés financiers et des changes.

Lors de la conférence de presse :

le gouverneur Kuroda a clairement déclaré que la BOJ n'avait pas l'intention d'élargir la bande de fluctuation autour de 0 pour le taux à 10 ans (+/-25bp).

Le gouverneur Kuroda a déclaré qu'une hausse considérable des taux serait nécessaire si la BOJ cherchait à inverser la dépréciation du yen en augmentant les rendements, ce qui aurait un impact négatif majeur sur l'économie japonaise.

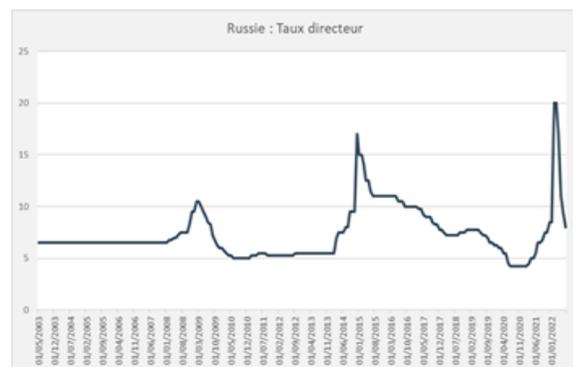
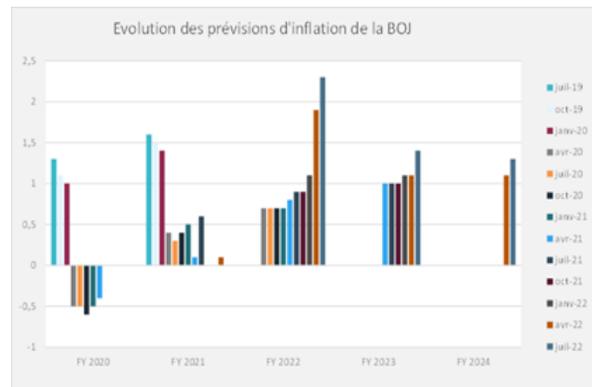
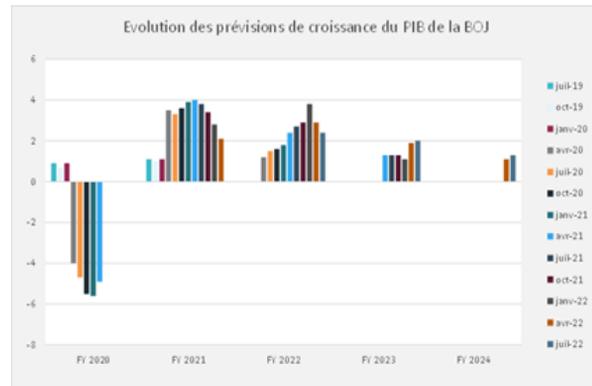
Le gouverneur Kuroda a déclaré qu'une croissance des salaires supérieure à 3 % serait nécessaire pour une inflation soutenue de 2 % (Bloomberg, 7 juin), mais la croissance des salaires n'atteint actuellement qu'environ 1 %.

## RUSSIE

La Banque centrale de Russie a abaissé de 150 bp son taux directeur le ramenant à 8%. il s'agit de la 5ème baisse consécutive .Le taux directeur est maintenant en dessous du niveau d'avant la guerre (8,5%)...

## AFRIQUE DU SUD

Hausse surprise de 75 bp du taux directeur lors de la réunion de la Banque centrale, le portant à 5,50%. Il s'agit du mouvement le plus fort depuis septembre 2002. Une hausse de 50 bp était attendue par le consensus.



# INDICATEURS & ÉVÉNEMENTS À VENIR

## INDICATEURS ÉCONOMIQUES

Dates	Pays	Actualités
25 juillet	Allemagne	IFO climat des affaires de juillet
26 juillet	Etats-Unis	Confiance des ménages du Conference Board de juillet Indice des prix à l'immobilier CaseShiller de mai Philly Fed non manufacturier de juillet
27 juillet	Allemagne	Confiance des consommateurs d'août
	France	Confiance des consommateurs de juillet
	Zone euro	M3 et les crédits de juin
	Etats-Unis	Commandes de biens durables de juin
28 juillet	Chine	Profit industriel de juin
	Etats-Unis	PIB T2 2022
	Zone Euro	Enquête de confiance de la Commission européenne de juillet
29 juillet	Allemagne	Indice des prix à la consommation de juillet
	Japon	Inflation Tokyo de juillet Taux de chômage de juin Ventes de détail de juin
	Zone euro	Inflation de juillet PIB 2T22
	Etats-Unis	Consommation, revenu et PCE de juin Confiance des ménages de l'Université du Michigan de juillet

## INDICATEURS FINANCIERS

Indices actions au	22/07/2022	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2022	1 an	3 ans
Nasdaq	12 396	3,45%	2,23%	7,54%	-24,04%	-16,48%	56,82%
SP 500	3 962	2,55%	1,60%	5,37%	-16,88%	-9,11%	32,72%
Eurostoxx 50	3 596	3,43%	2,56%	3,81%	-16,33%	-10,68%	3,05%
Nikkei	27 915	4,20%	5,27%	6,75%	-3,05%	1,33%	30,34%
MSCI Emergents	990	2,96%	-0,92%	-0,32%	-19,61%	-24,52%	-6,02%
MSCI Emergents-LATAM	428	1,87%	-2,68%	-4,57%	-3,14%	-14,96%	-21,96%
MSCI Emergents Asie	589	2,55%	-1,25%	0,56%	-18,02%	-22,99%	8,80%
FTSE 100	7 276	1,64%	1,11%	2,64%	-1,46%	3,97%	-3,17%

Niveaux de taux	22/07/2022	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2022	1 an	3 ans
10 ans US	2,78	-0,15	-0,32	-0,38	1,28	1,50	0,74
10 ans Allemagne	1,02	-0,11	-0,32	-0,60	1,20	1,42	1,37
10 ans France	1,62	-0,04	-0,26	-0,54	1,43	1,67	1,70
10 ans Espagne	2,26	-0,03	-0,16	-0,43	1,67	1,91	1,85
10 ans Italie	3,42	0,06	0,05	-0,22	2,24	2,73	1,75
10 ans Japon	0,22	-0,02	-0,03	-0,02	0,15	0,21	0,36

Matières premières	22/07/2022	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2022	1 an	3 ans
Pétrole (WTI)	97,70	-1,80%	-9,15%	-9,28%	29,90%	35,58%	74,50%
Pétrole (Brent)	103,25	1,92%	-3,67%	-7,58%	31,70%	39,85%	63,34%
Gaz naturel (TTF Europe)	162,51	5,35%	-4,41%	29,54%	107,02%	353,94%	1477,77%
Or	1 730,95	1,50%	-0,86%	-5,91%	-5,02%	-4,06%	21,32%
Cuivre	7 433,00	3,55%	-4,64%	-15,28%	-23,69%	-21,07%	23,95%
Blé	336,50	0,60%	1,51%	-11,45%	21,70%	48,89%	91,19%
Soja	14,20	-5,33%	-9,15%	-13,99%	8,40%	-0,49%	64,16%
Sucre	18,24	-4,45%	-3,24%	-1,88%	-2,04%	3,34%	48,53%
Café	285,24	4,19%	-2,71%	-7,95%	0,95%	16,72%	107,76%

Devises	22/07/2022	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2022	1 an	3 ans
EUR/USD	1,02	1,22%	0,27%	-3,35%	-10,18%	-13,41%	-8,90%
USD/JPY	136,07	-1,79%	-0,02%	-0,15%	18,22%	23,36%	26,13%
EUR/GBP	0,85	-0,05%	0,47%	-1,24%	1,24%	-1,10%	-5,31%
USD/GBP	0,83	-1,25%	0,20%	2,20%	12,72%	14,23%	3,94%

Breakeven inflation	22/07/2022	1 semaine	14 jours	1 mois	Début 2022	1 an	3 ans
5 ans US	2,83	-0,01	-0,07	-0,21	-0,16	0,19	0,96
10 ans US	2,65	-0,02	-0,03	-0,20	-0,13	0,20	0,65
5 ans EUR	2,78	-0,07	-0,09	-0,18	0,62	1,35	1,78
10 ans EUR	2,41	-0,05	-0,04	-0,14	0,37	0,90	1,27

## ACTUALITÉ DES BANQUES CENTRALES

Dates	Actualités
27 juillet	FED
4 août	BoE
8 septembre	BCE
22 septembre	BOJ

Dates	Actualités
26 juillet	Hongrie (9,75%) +75 bp possible
29 juillet	Colombie (7,50%) +150 bp possible