

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

03 octobre 2022

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Fiducia*

Comme les années précédentes, Covéa Finance était présente au salon Patrimonia. Un moment privilégié pour échanger avec les partenaires des réseaux vie du groupe Covéa sur leurs attentes et interrogations, et partager notre compréhension du monde. Cette année, le thème était : « En 2022, plus que jamais, conseiller, protéger, valoriser le patrimoine des Français ». Un projet ambitieux qui résonne avec nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) de février 2019 où nous titrions « Résistance plutôt que performance » et celles de novembre 2020 qui rappelaient que la préservation des portefeuilles devait passer avant tout autre considération.

Parler de patrimoine suppose d'ailleurs que l'actif soit bien supérieur au passif. Une situation malheureusement partagée par de moins en moins de ménages et ...d'Etats. Car la dette croît plus vite que la valeur ajoutée produite. Sa mesure par rapport au Pib est éclairante. Agrégée au niveau mondial, la dette était de 100% de ce Pib il y a 50 ans. Elle est de 360% aujourd'hui. De plus, parler de protection du patrimoine pose la question du maintien de sa valeur. Alors que l'inflation retrouve durablement un rythme de croissance forte, protéger sa valeur réelle est un vrai défi. Enfin, conseiller en matière d'épargne fait appel à la confiance, au devoir fiduciaire. Un devoir qui s'exerce sur fond de nouvelles considérations extra-financières dont la prise en compte peut apporter de la dissonance – au moins dans le temps court— avec un objectif de maintien du pouvoir d'achat.

Cette dernière partie de l'année est en train de vivre un certain nombre de changements de régime en matière financière. Et elle les vit au même moment. Car nous assistons à une rare conjonction de la baisse prolongée des marchés de valeurs mobilières, de la très forte hausse des taux obligataires et surtout hypothécaires dont le rythme de remontée est historique dans de nombreux pays, d'une crise des devises contre dollar dont la volatilité est quasi inédite pour beaucoup de parités, de tensions sur les primes de crédit des dettes des entreprises, et d'une envolée des prix des matières premières. Une conjonction qui a accru la corrélation des classes d'actifs et des instruments financiers dans la baisse et rendu moins efficace la diversification géographique ou sectorielle dans la recherche de havres de « tranquillité ». Et l'affluence à notre stand de Patrimonia a été la marque d'un besoin sincère d'échanges sur cette situation tendue.

Or, tous les acteurs et intermédiaires de ces métiers de l'épargne ne sont pas préparés à un tel environnement. Nous vivons d'ailleurs un moment particulier cette année où la rémunération servie de l'épargne sera sans doute, pour beaucoup, supérieure à celle des taux moyens à l'achat des portefeuilles... Une occasion pour les épargnants bénéficiaires de vérifier l'état des provisions de leurs fiduciaires à l'heure où la sinistralité remonte !

* Fiduciaire vient de fiducia (latin) qui signifie confiance

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur les marchés obligataires, l'amplitude des mouvements est importante sur l'ensemble des zones géographiques. Deux événements ont marqué la semaine : l'intervention de la Banque centrale d'Angleterre (BoE) sur le marché obligataire et le plan de soutien allemand de 200 Mds€. Ces éléments ont permis de contenir la hausse de taux à une dizaine de pb. Le taux 10 ans français a toutefois atteint 2.95% (plus haut niveau depuis 2012) avant de terminer la semaine à 2.72%. Au Royaume Uni, la situation est différente. L'intervention de la BoE sur la partie longue de la courbe engendre une inversion de la courbe par la remontée des taux courts et la baisse des taux longs. En hausse de 170 pb avec l'annonce du plan de Mme Truss, le taux à 30 ans anglais clôture la semaine à 3.83% après un sommet à 5.15% mardi.

Sur le marché du crédit, les indices sont en hausse de 4 pb. Seul Electrolux (notation A-) s'est présenté sur le marché primaire, avec une double tranche d'un montant total de 1 Mds€. L'émission a suscité peu d'intérêt, avec un carnet d'ordres à peine couvert malgré la qualité de la signature.

Sur le marché des CDS*, le contrat de Crédit Suisse atteint 259 pb ce lundi, retrouvant les plus hauts de la crise financière de 2008 (263 pb).

*CDS (Credit Swap Default) = contrat de protection contre le risque de défaut d'un émetteur. C'est une assurance contre sa faillite éventuelle. Plus le profil de risque de l'entreprise se dégrade, plus cet instrument financier coté voit son prix augmenter sur le marché.

Le Focus de la semaine : Le marché européen du crédit catégorie investissement

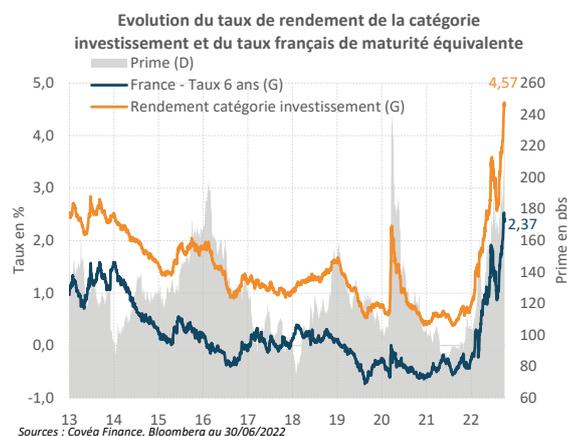
Sur les neuf premiers mois de l'année, le marché des obligations d'entreprise affiche une performance de -16.9%, sous l'impact de la remontée du taux sans risque et l'écartement des primes de risque. Ce marché offre dorénavant en moyenne un taux de rendement de 4.57%, en progression de 383 pb depuis le début de l'année, pour une maturité moyenne de 6 ans.

Depuis le début de l'année, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a progressé de 236 pb, à 1.95%. Cela résulte de la persistance de pressions inflationnistes élevées, renforcées par le conflit en Ukraine, et par le durcissement de ton des banques centrales. Les primes de risque s'écartent de 127 pb, à 224 pb, un mouvement effectué en trois temps.

Après un premier mouvement d'écartement sur les 2 premiers mois de l'année de 61 pb, le marché opère une consolidation de 18 pb à la faveur des résultats des entreprises. Le second temps, allant d'avril à juin, se caractérise par une augmentation des primes de risque de 85 pb. Ce mouvement intervient sur fond d'ajustement de politique monétaire (réduction des programmes d'achats d'actifs entre autre) et d'accroissement du risque de récession. Après une nouvelle baisse de 35 pb, les primes de risque repartent à la hausse de 44 pb. Ce mouvement résulte de la confirmation de la détermination des banquiers centraux à lutter contre l'inflation, et ce au détriment de la croissance.

Dans ce contexte tendu, marqué par une volatilité élevée, le volume des émissions sur le premier semestre est en baisse de 40% à 213 Mds€. Cette baisse reflète, d'une part, un moindre besoin de financement pour certains émetteurs et d'autre part, une réduction en nombre et en durée de périodes propices aux appels de financement s'offrant à eux. Ces derniers doivent, donc, tenir compte du changement de politique monétaire entrepris par la Banque Centrale Européenne mais aussi des opportunités d'arbitrages entre classes d'actifs qui s'offrent aux investisseurs. Ces facteurs poussent les primes offertes lors des émissions primaires à la hausse, d'une vingtaine de points de base.

Les émetteurs aux notations les plus dégradées dans la catégorie investissement, c'est-à-dire aux ratios d'endettement les plus élevés et donc les plus sensibles à la hausse des taux et des primes, seront toujours à surveiller attentivement dans les prochains mois en raison de l'impact des pressions inflationnistes persistantes sur leurs marges.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	30/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y			
Taux directeurs														
Réserve Fédérale Américaine	3,25	3,25	1,75	0,25	0,25	0,00	⇒	1,50	↑	3,00	↑	3,00	↑	
BCE - Taux Repo	1,25	1,25	0,00	0,00	0,00	0,00	⇒	1,25	↑	1,25	↑	1,25	↑	
BCE - Taux Facilité de dépôt	0,75	0,75	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	⇒	1,25	↑	1,25	↑	1,25	↑	
Banque d'Angleterre	2,25	2,25	1,25	0,25	0,10	0,00	⇒	1,00	↑	2,00	↑	2,15	↑	
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	3,83	3,68	3,16	1,51	1,49	14	↑	67	↑	232	↑	234	↑	
Allemagne	2,11	2,02	1,64	-0,18	-0,20	8	↑	47	↑	229	↑	231	↑	
France	2,72	2,60	2,18	0,20	0,16	12	↑	54	↑	252	↑	256	↑	
Italie	4,52	4,34	3,55	1,17	0,86	18	↑	97	↑	335	↑	366	↑	
Royaume-Uni	4,09	3,83	2,50	0,97	1,02	27	↑	159	↑	312	↑	307	↑	
Japon	0,24	0,24	0,25	0,07	0,07	1	↑	0	↓	17	↑	17	↑	
Crédit														
Indice Itraxx Main	134,7	130,4	111,5	47,8	50,1	4,3	↑	23,2	↑	86,9	↑	84,6	↑	
Indice Itraxx Crossover	641,2	637,2	552,3	241,7	253,4	4,1	↑	88,9	↑	399,5	↑	387,8	↑	

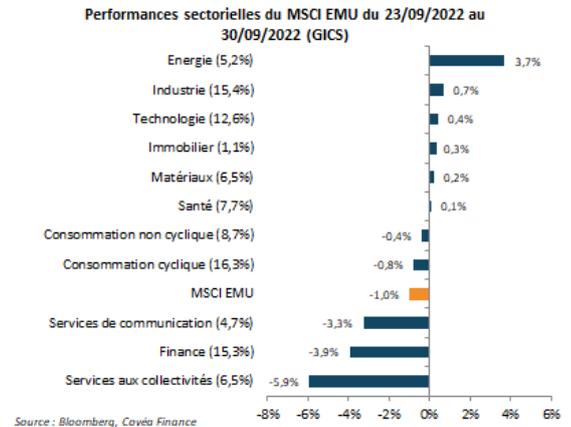
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

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 (MSCI EMU dividendes non réinvestis) baisse de 1%. Les nouvelles macro-économiques ne sont pas bonnes et les inquiétudes autour du projet de budget au Royaume-Uni, les résultats des élections en Italie et les problèmes autour de Nord Stream 1 et 2 n'ont pas amélioré ce sentiment. Le secteur des services aux collectivités affiche la plus mauvaise performance en raison de craintes sur l'endettement du segment dans un contexte de taux plus élevés. Les services de communication baissent pour la même raison. Le secteur de la finance est affecté par le risque de récession en Europe, et les incertitudes sur les bénéfices à venir des divisions BFI (Banque de financement et d'investissement). La principale performance positive est à mettre au crédit de l'énergie, notamment tirée par l'augmentation des prix du pétrole sur la semaine. Sur le plan des sociétés, ce sont les communications autour des objectifs annuels qui ont permis à certaines d'entre elles d'enregistrer de meilleures performances. Rational (fabrication de fours à destination des professionnels) a publié de bons résultats et augmenté ses objectifs pour l'année, quand Just Eat, Amplifon et Siemens Healthineers ont également rassuré sur l'atteinte de leurs cibles. A l'inverse, la fragilité du bilan de Grifols ou de celui de Deutsche Bank inquiète plus particulièrement.



Le Focus de la semaine : Marchés actions : divergences de performance selon les pays européens

Les marchés actions européens sont en forte baisse depuis le début de l'année, l'indice MSCI EMU affichant un repli de 24% à fin septembre. Cette baisse s'explique par de multiples facteurs tels que le conflit en Ukraine, les tensions inflationnistes engendrant des actions correctrices de la part des banques centrales qui relèvent leurs taux directeurs de façon prononcée, ou encore les craintes de récession en Europe et aux Etats-Unis. La baisse des indices européens masque de fortes disparités, certaines géographies affichant des replis autour de 15% comme la Norvège et l'Espagne, et d'autres baissant de plus de 30% sur la même période à l'image de l'Autriche, les Pays-Bas, l'Allemagne ou la Suède. Bien souvent, les compositions sectorielles expliquent une partie de ces écarts, tout comme leur proximité avec l'Ukraine et la Russie... C'est ce sur quoi nous voulons apporter un éclairage cette semaine. Notre analyse a été réalisée sur les indices MSCI IMI, les plus complets en termes de nombres de sociétés dans chaque pays.

Les géographies ayant les indices les moins affectés ont des biais de composition qui les préservent en 2022. La Norvège est composée à plus d'un tiers de groupes liés au secteur de l'énergie (plus forte pondération en Europe), seul secteur en hausse cette année en lien avec l'envolée des prix de l'énergie. L'Espagne dépend pour plus de la moitié de la finance, où une large part des crédits distribués sont à taux variables, et des services aux collectivités qui bénéficient des prix élevés de l'énergie. Là aussi, ces poids sont uniques en Europe.

De l'autre côté du spectre, nous retrouvons la Suède qui est affectée par son fort poids en groupes industriels (36%, record européen) dépendants de la conjoncture mondiale, des exportations et in fine des cycles d'investissement. Dans une configuration de taux haussiers, les valorisations élevées des sociétés suédoises sont sous pression. L'Autriche souffre des liens de son système bancaire (35% de son indice) avec l'Europe de l'Est et la Russie : les expositions de crédits sont significatives. L'Allemagne est pénalisée par sa dépendance à l'énergie russe qui met à mal certains de ses acteurs de l'industrie et de la chimie qui représentent près d'un quart de son indice. Les Pays-Bas ont une forte dépendance au groupe ASML (32% de l'indice). La performance du leader mondial de la fabrication de machines de lithographie est affectée par le ralentissement de certains segments du marché des semi-conducteurs, et sa valorisation élevée est réduite par la remontée des taux.

Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières nous travaillons régulièrement à approfondir notre connaissance de la structure de l'ensemble des marchés dans lesquels nous sommes susceptibles d'investir. Cette année encore plus qu'une autre, une bonne maîtrise de ces sujets est indispensable pour comprendre les déformations de performance que nous connaissons.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	30/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	117,1	118,2	123,8	154,1	146,2	-1,0	↓	-5,4	↓	-24,0	↓	-19,9	↓
MSCI EMU Mid Cap	810	813	883	1 094	1 050	-0,3	↓	-8,2	↓	-26,0	↓	-22,8	↓
MSCI EMU Small Cap	302,2	303,7	374,7	487,4	483,7	-0,5	↓	-19,3	↓	-38,0	↓	-37,5	↓
MSCI Europe	130,4	131,2	135,9	161,7	150,6	-0,6	↓	-4,0	↓	-19,3	↓	-13,4	↓
France CAC40	5 762	5 783	5 917	7 153	6 520	-0,4	↓	-2,6	↓	-19,4	↓	-11,6	↓
Allemagne DAX30	4 954	5 024	5 378	6 696	6 448	-1,4	↓	-7,9	↓	-26,0	↓	-23,2	↓
Italie MIB	20 649	21 067	21 789	27 445	25 684	-2,0	↓	-5,2	↓	-24,8	↓	-19,6	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	6 894	7 019	7 089	7 385	7 086	-1,8	↓	-2,8	↓	-6,6	↓	-2,7	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 856	7 860	8 227	8 787	8 247	-0,1	↓	-4,5	↓	-10,6	↓	-4,7	↓

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, tous les marchés sont en baisse sur la semaine en raison de la hausse des taux, et des conséquences à venir sur la croissance mondiale. La baisse est accentuée par la faiblesse de toutes les devises asiatiques sur la semaine. Au Japon, en Corée du Sud et en Chine, la baisse des marchés actions est générale sur l'ensemble des secteurs à l'exception du secteur de la santé. La bonne performance de ce dernier au Japon est expliquée par les annonces de Eisai et Biogen concernant un médicament contre Alzheimer. Le titre Eisai a bondi de près de 30%. Quant à la Corée du Sud, la perspective d'un possible contrat de sous-traitance de la production de cette nouvelle molécule soutient également le secteur : Samsung Biologics et de Celltrion, les deux géants du secteur, sont en hausse de 6% sur la semaine. La réorganisation du complexe énergétique mondial se poursuit avec Mitsubishi Heavy Industries qui a annoncé vouloir développer un réacteur nucléaire à eau de nouvelle génération, qui serait mis en service en 2030. Notons que Hitachi et General Electric travaillent également sur un réacteur similaire. Dans la gestion des chaînes d'approvisionnement, Apple, dans une volonté de diversifier la production en dehors de Chine, a annoncé la production de son dernier iPhone en Inde. Jusqu'à présent, seuls les anciens modèles étaient fabriqués en Inde. Cela représentait 3% de la production totale d'Apple.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 termine la semaine en repli de près de 3% tandis que plusieurs gouverneurs de la Réserve Fédérale continuent de plaider en faveur d'une politique monétaire plus restrictive (pour plus longtemps) et que les statistiques économiques montrent que l'économie américaine est en mesure de la supporter.

Dans ce contexte, la hausse des taux d'intérêt obligataires a desservi les secteurs à forts dividendes (services publics et immobilier) ainsi que les valeurs technologiques aux valorisations élevées. A l'inverse, le compartiment plus défensif de la santé a mieux résisté et l'énergie s'inscrit en hausse grâce au rebond des prix du pétrole. Coté entreprises, les annonces de gel des recrutements (Lyft, Facebook) ou de réduction d'effectifs (DocuSign...) se poursuivent et confirment la volonté des entreprises de sauvegarder leurs marges. Cette prudence semble d'ailleurs validée par les préannonces récentes de CarMax (chaîne de concessions automobiles) et de Nike qui font état d'un affaiblissement notable de la demande des ménages américains dans le contexte de forte inflation et de hausse rapide des taux d'intérêt.

Le Focus de la semaine : Les enjeux de la chaîne d'approvisionnement du titane

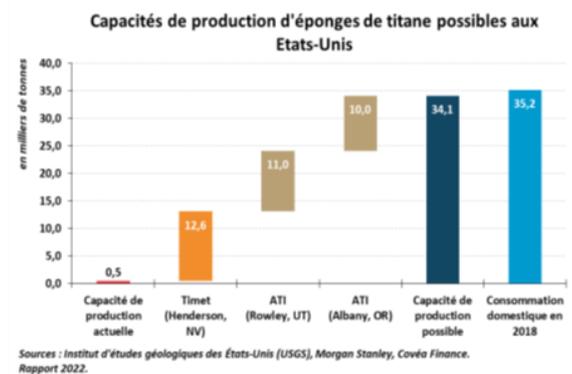
Grâce à ses propriétés physiques uniques (légèreté, robustesse, résistance accrue aux températures extrêmes, ...) le titane s'est imposé comme un matériau essentiel pour de nombreuses industries à caractère stratégique : aéronautique civile et militaire, énergie, nucléaire, équipements médicaux, ...

La chaîne d'approvisionnement actuelle est organisée autour de trois grands types d'acteurs :

Tout d'abord, le Japon et le Kazakhstan, principaux producteurs d'éponge de titane* de haute qualité (49% et 15% de PdM respectivement), un matériau intermédiaire essentiel pour le secteur aéronautique. Ensuite, la Russie qui représente 31% de la production d'éponge de haute qualité et dont le champion national VSPMO est aussi le principal fournisseur de pièces détachées de moteurs pour Boeing et Airbus ... Enfin, la Chine qui domine la production mondiale d'éponges de qualité standard, destinée aux applications plus industrielles.

L'invasion en Ukraine et la montée des tensions géopolitiques remettent en question cet ordre mondial et mettent en exergue la forte dépendance des aviateurs occidentaux vis-à-vis de la Russie : la sécurisation des approvisionnements en éponge de titane et le déploiement de nouvelles capacités de production de pièces forgées sont essentielles pour assurer la continuité opérationnelle d'Airbus et Boeing dont les carnets de commande record s'étalent jusqu'en 2032. Pour leur part, les Etats-Unis disposent d'une base de production domestique de pièces forgées en titane et s'approvisionnent en éponges japonaises : compte tenu de l'évolution de l'environnement géopolitique, l'option d'un redémarrage de leurs propres capacités de production d'éponges sera sans doute sérieusement envisagée ...

* Eponge de titane : le procédé de production donne au titane l'aspect d'une éponge



Paul Cutajar
Gérant Actions US



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	30/09/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 586	3 693	3 760	4 766	4 308	-2,9 ↓	-4,6 ↓	-24,8 ↓	-16,8 ↓	-4,1 ↓	2,8 ↑	-12,7 ↓	-1,7 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	28 726	29 590	30 483	36 338	33 844	-2,9 ↓	-5,8 ↓	-20,9 ↓	-15,1 ↓	-4,1 ↓	1,6 ↑	-8,3 ↓	0,3 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	10 576	10 868	11 053	15 645	14 449	-2,7 ↓	-4,3 ↓	-32,4 ↓	-26,8 ↓	-3,8 ↓	3,1 ↑	-21,6 ↓	-13,5 ↓
Japon Nikkei 300	387	404	393	420	425	-4,3 ↓	-1,5 ↓	-7,9 ↓	-9,1 ↓	-6,3 ↓	0,0 ↓	-15,0 ↓	-17,4 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 155	2 290	2 343	2 993	3 069	-5,9 ↓	-8,0 ↓	-28,0 ↓	-29,8 ↓	-7,2 ↓	-10,9 ↓	-31,0 ↓	-31,2 ↓
Chine - Shanghai	3 024	3 088	3 267	3 640	3 568	-2,1 ↓	-7,4 ↓	-16,9 ↓	-15,2 ↓	-2,7 ↓	-5,8 ↓	-14,0 ↓	-9,3 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 223	17 933	21 008	23 398	24 576	-4,0 ↓	-18,0 ↓	-26,4 ↓	-29,9 ↓	-5,0 ↓	-11,6 ↓	-15,2 ↓	-17,9 ↓
Marchés Emergents - MSCI	876	906	994	1 232	1 253	-3,3 ↓	-11,9 ↓	-28,9 ↓	-30,1 ↓	-4,5 ↓	-5,0 ↓	-17,5 ↓	-17,4 ↓

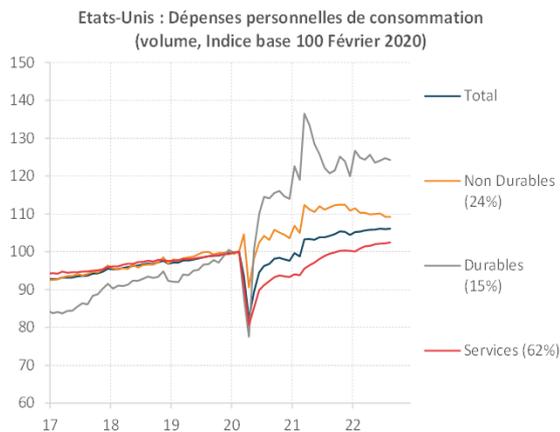
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Une dynamique de consommation bien faible au troisième trimestre »

Les progrès de la consommation des ménages ont été faibles en août, confirmant une dynamique moins porteuse depuis quelques mois sur fond d'inflation élevée et de resserrement des conditions monétaires. Les dépenses personnelles de consommation ont progressé de 0,1% en termes réels (corrégés de l'inflation), un rythme de progression similaire à celui du revenu disponible. Celui-ci s'inscrit en rythme annuel en contraction de 4,5%. Le taux d'épargne est resté stable à 3,5% du revenu disponible, un niveau désormais très en deçà du niveau d'avant la crise sanitaire (8,8% en moyenne en 2019) ce qui peut suggérer que les ménages puisent dans leur épargne accumulée pendant la crise sanitaire pour consommer. Le recours croissant au crédit pourrait également expliquer



Source : Covéa Finance, BEA. Poids en 2020

Dernier point : août 22

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Ventes logements neufs <i>Milliers d'unités</i>	août-22	685	532	831	769
Conf. des consommateurs - Conference Board <i>Indice</i>	sept.-22	108,0	103,6	101,0	112,7
Conf. des consommateurs - Michigan <i>Indice</i>	sept.-22	58,6	58,2	81,5	77,6
Revenu disponible <i>Vol, CVS, GA%</i>	août-22	-4,5	-4,7	6,2	1,9
Dépenses de consommation <i>Vol, CVS, GA%</i>	août-22	1,8	2,1	-3,0	8,3

*Du 26/09/2022 au 02/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

la faiblesse du taux d'épargne. Les crédits à la consommation affichent en juillet un taux de croissance annuelle de près de 8%, au plus haut depuis 2011. Sur le mois, la dynamique de consommation a une nouvelle fois été portée par les services (+0,2% en glissement mensuel), tandis que les dépenses en biens durables et non durables se sont repliées de respectivement 0,4% et 0,1%. Concernant l'inflation, les prix des dépenses personnelles de consommation ont progressé de 0,3% en glissement mensuel, en lien avec le recul de la composante énergie (-5,5%). Le taux d'inflation annuel passe ainsi de 6,4% à 6,2%. Néanmoins, **les pressions restent soutenues sur l'inflation sous-jacente** (hors alimentation et énergie) qui progresse de 0,6% sur le mois et dont le rythme de croissance annuelle passe de 4,7% à 4,9%.

Les déclarations cette semaine de membres du comité de politique monétaire ont réaffirmé l'engagement de la Réserve Fédérale (Fed) à lutter contre l'inflation. Loretta Mester de la Fed de Cleveland a défendu une approche agressive et préventive de la politique monétaire de manière à empêcher les pires conséquences de se produire. Concernant l'évaluation de l'inflation, Mme Mester a déclaré qu'elle serait "très prudente" et qu'elle devrait observer plusieurs mois de baisse mensuelle pour être convaincue que l'inflation a passé un sommet. De son côté, Susan Collins, la nouvelle présidente de la Fed de Boston, a défendu le resserrement monétaire en cours, estimant que le retour de l'inflation à 2% est la priorité, même si cela doit provoquer un ralentissement de l'activité.

L'estimation avancée du commerce extérieur fait part d'une légère réduction du déficit de la balance des biens à 87,3 Mds\$ en valeur. Une nouvelle baisse marquée des importations (-1,7% en glissement mensuel) explique cette amélioration. Les exportations reculent de façon moins prononcée sur le mois (0,9%).

Dans l'immobilier, les ventes de logements neufs enregistrent un rebond marqué en août (+28,6% sur le mois). Cette hausse exceptionnelle, qui concerne toutes les régions, doit toutefois être prise avec prudence, au regard de la dégradation des indicateurs d'enquête et de la remontée marquée des taux d'intérêt en septembre qui devrait pénaliser encore davantage la demande. Les prix enregistrent une baisse sur le mois, la 3^{ème} sur les 4 derniers mois, confirmant ainsi le retournement en cours depuis le T2.

Sur le plan budgétaire, selon l'estimation du bureau budgétaire du Congrès américain (Congressional Budget Office, CBO) publiée cette semaine, le coût du plan d'annulation de la dette étudiante dévoilé fin août par l'administration Biden atteindrait 400 Mds\$, un montant bien supérieur à ce qui avait été avancé par la Maison Blanche (aucune estimation précise n'a été fournie). Par ailleurs, la prolongation de septembre 2022 à fin décembre 2022 de la suspension des remboursements de la dette étudiante coûtera 20 Mds\$ au gouvernement fédéral. Le plan d'annulation prévoit d'éliminer un montant allant jusqu'à 10 000\$ de dette de prêts fédéraux étudiants pour les emprunteurs individuels dont le revenu annuel est inférieur à 125 000\$, ou 250 000\$ pour les couples. Les emprunteurs ayant reçu une aide *Pell Grant*, aide financière accordée aux étudiants issus de ménages à bas revenus, pourraient bénéficier d'une remise allant jusqu'à 20 000 \$. Près de 43 millions d'emprunteurs détenaient 1600 Mds\$ de prêts fédéraux au 30 juin. Selon le CBO, environ 430 Mds\$ de cette dette pourrait être annulés suite aux mesures prises par l'administration Biden.

Au Brésil, l'ancien Président Lula est arrivé en tête du premier tour des élections présidentielles avec 48% des voix, contre 43% pour le Président sortant Bolsonaro, un écart plus faible qu'anticipé par les sondages. Le deuxième tour des élections aura lieu le 30 octobre.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

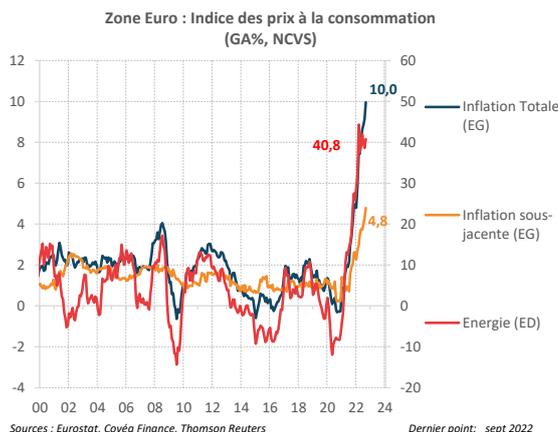


Suivi Macroéconomique

Europe

« La BoE intervient en urgence pour préserver le système financier »

Les indices de climat des affaires publiés cette semaine continuent de décrire une nette détérioration de l'activité. L'indice de sentiment économique de la Commission recule nettement en septembre pour atteindre, exclusion faite de la crise pandémique, son plus bas niveau depuis 2012. La dégradation du climat des affaires est généralisée, mais plus marquée du côté des services (hors distribution) et de la consommation alors que la hausse des prix continue d'affaiblir la demande. Le climat des affaires dans la construction et l'industrie, bien qu'encore sur des niveaux relativement élevés, n'échappe pas à la dégradation conjoncturelle sur fond de détérioration des perspectives de production et des carnets de commandes. Enfin, après une période de relative accalmie, les attentes sur les prix facturés à 3 mois repartent à la hausse.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Prêts aux Entreprises <small>Vol, CVS, GA%</small>	août-22	8,7	7,6	7,1	4,3
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	août-22	6,6	6,6	8,0	7,7
	Inflation <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	sept.-22	10,0	9,1	0,3	2,6
	Inflation sous-jacente <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	sept.-22	4,8	4,3	0,7	1,5

*Du 26/09/2022 au 02/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

économique, un instrument mis en place lors de la crise du Covid et qui permet au gouvernement de contourner les règles budgétaires allemandes. Ces 200 Mds€ s'ajoutent aux presque 100 Mds€ annoncés précédemment, dont le financement devrait lui être assuré par les recettes supplémentaires liées à la hausse de l'inflation et aux taxations décidées au niveau européen.

En parallèle, le conseil de l'UE a donné son accord aux mesures proposées précédemment par la Commission : (1) une réduction de la demande de gaz, (2) un plafonnement des recettes des énergéticiens lorsque le tarif de l'électricité dépasse les 180€/MWh et (3) une taxation (appelée « contribution de solidarité ») des secteurs du pétrole, gaz, charbon et raffinage non concernés par le plafonnement des recettes. Les modalités techniques des mesures adoptées par le Conseil seront précisées au cours de la semaine. En revanche, aucun accord n'a été trouvé sur un éventuel plafonnement des prix du gaz importé. Cette mesure divise au sein de l'UE : l'Allemagne, le Danemark et les Pays-Bas craignent qu'une limite généralisée ne conduise à une redirection des flux gaziers vers des pays pouvant proposer un prix plus intéressant tandis que quinze autres pays, France en tête, estiment qu'elle permettrait une baisse des prix. De son côté, la Commission plaide pour un plafonnement ciblé, qui ne concernerait que la Russie.

Malgré l'ombre grandissante de la récession, le marché du travail reste solide, avec un taux de chômage stable à 6,6% en août en Zone euro, un plus bas depuis la création de l'euro. La distribution de prêts bancaires reste également dynamique malgré la hausse des taux d'intérêt. En août, le flux mensuel de prêts aux entreprises augmente, principalement tiré par l'Allemagne. Les prêts immobiliers se maintiennent également. En revanche, les prêts à la consommation montrent de premiers signes de ralentissement.

Au Royaume-Uni, la semaine a encore été extrêmement agitée. Les mouvements violents des marchés consécutifs aux développements de la semaine passée ont conduit la Banque d'Angleterre à intervenir en urgence pour préserver son système financier. La hausse des taux souverains a notamment mis en danger la solvabilité des fonds de pension britanniques. Ces derniers, fortement couverts contre les baisses de taux via des « swaps » d'intérêts, ont dû faire face à une brusque augmentation de leurs besoins de liquidités. Pour y faire face, les fonds de pension ont vendu des obligations, créant un cercle vicieux. Dans ce contexte, la BoE a annoncé qu'elle procéderait à des achats d'obligations pour un montant maximal de 5 Mds£ par jour entre le 28 septembre et le 18 octobre, soit un montant maximal total de 65 Mds£. Ces achats porteront sur les obligations souveraines de maturité supérieure à 20 ans. Ces achats seront limités dans le temps et les actifs ainsi acquis seront donc progressivement vendus une fois que les risques financiers se seront dissipés. Les éventuelles pertes seront couvertes par le Trésor britannique. Avec cette intervention, la BoE reporte la réduction de son bilan (ventes de 80 Mds£ d'obligations sur un an) d'un mois, au 31 octobre.

Il est vrai que l'inflation ne montre pas de signe de ralentissement alors qu'elle atteint 10% en Zone euro en septembre, contre 9,1% le mois précédent. Cette hausse reflète à la fois l'accélération des prix de l'énergie (40,8% sur l'année) et de l'alimentation (11,8%) mais aussi celle des biens et services. L'inflation sous-jacente atteint ainsi 4,8% sur la même période. Par pays, la hausse de l'inflation est particulièrement prononcée en Allemagne (10,9%, +2,1 points de pourcentage), ce qui reflète, outre l'augmentation du tarif de l'électricité, la fin des mesures exceptionnelles du gouvernement dans le transport. L'inflation italienne accélère également (9,5%, + 0,4pp). En revanche, l'inflation se réduit en Espagne (9,3%, -1,2pp) et en France (6,2%, -0,4pp), deux pays plafonnant les prix de l'énergie.

Dans ce contexte, **plusieurs des gouverneurs de la BCE se sont déclarés favorables à une hausse de taux de 75 points de base à l'occasion de la prochaine réunion.** Certains d'entre eux estiment par ailleurs que la BCE doit réduire son bilan dès que possible, une idée que repoussent les gouverneurs de la Banque du Portugal et de la Banque d'Espagne alors que les taux souverains poursuivent leur hausse.

Au niveau budgétaire, l'Allemagne a annoncé de nouvelles mesures de soutien pour un montant maximal de 200 Mds€ (soit 5% du PIB) d'ici à 2024. Berlin prévoit un plafonnement des prix du gaz et de l'électricité pour les entreprises et les particuliers via la distribution de subvention jusqu'à un certain niveau de consommation, une diminution de la TVA sur le gaz ainsi que des aides financières aux entreprises les plus affectées par la crise énergétique. Ces 200 Mds€ seront financés par la dette mais alimenteront le Fonds de stabilisation

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Asie

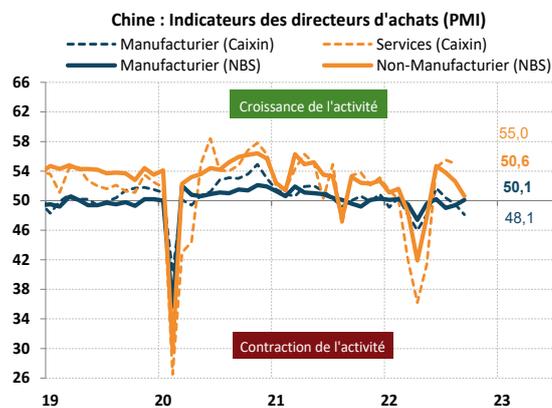
« L'activité japonaise reprend des couleurs au T3 2022 »

En Chine, l'enquête PMI du Bureau national de statistiques (NBS) décrit une activité économique apathique en septembre. Le PMI manufacturier se redresse légèrement à 50,1 (contre 49,4 en août) et rapporte donc désormais une stagnation de l'activité après deux mois de contraction. Cette progression reflète principalement la meilleure orientation de la composante « production » alors que les nouvelles commandes restent mal orientées, et ce en particulier à l'exportation. En effet,

l'enquête PMI de Caixin, qui a la particularité de s'intéresser à des entreprises relativement plus exportatrices que l'enquête du NBS, indique même une dégradation du PMI manufacturier à 48,1 points (contre 49,5 en août). Du côté non manufacturier, l'activité s'est modérée avec un PMI du NBS à 50,6 points (contre 52,6 en août) en lien avec le déclin de la composante service à 48,9 (contre 51,9 en août) qui illustre le maintien de la menace sanitaire et la poursuite de la dégradation du secteur immobilier. Toutefois, l'impulsion donnée aux infrastructures par le gouvernement a permis de fortement dynamiser la composante « construction » de l'indice à 60,2 points (contre 56,5 en août).

Les autorités chinoises renforcent le soutien au secteur de l'immobilier. Alors que le secteur poursuit sa dégradation et fait planer un risque financier de grande ampleur sur l'ensemble de l'économie, Pékin a annoncé la semaine passée une nouvelle série de mesures dont en particulier le remboursement de l'impôt sur les plus-values réalisées à la vente d'un logement. Le remboursement est conditionné à l'achat d'un autre logement dans la même ville, d'un prix équivalent ou supérieur à celui du logement vendu. La Banque populaire de Chine (PBoC) a également annoncé une baisse de 15 points de base du taux de prêt pour l'achat d'un premier logement par le biais du fonds de prévoyance logement (HPS). De plus, la PBoC a déclaré que les autorités locales dans certaines villes seront autorisées à baisser la limite réglementaire sur les taux hypothécaires pour les primo-accédants.

L'industrie japonaise poursuit son redressement en août. La production industrielle a progressé de 2,7% en glissement mensuel en août et reste ainsi sur une dynamique solide pour un 3^{ème} mois consécutif. Si le ralentissement de la demande mondiale et le maintien de certaines contraintes d'offre semblent



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point : sept 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice sept.-22	51,9	49,5	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	50,8	51,5	45,8	52,7
	Taux de chômage	% de la pop. act. août-22	2,5	2,6	2,8	2,8
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA% août-22	4,1	2,4	1,0	2,7
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA% août-22	3,4	-1,2	-10,6	5,6
CH	PMI Non-manufacturier	Indice sept.-22	50,6	52,6	52,6	52,9
	PMI Manufacturier	Indice sept.-22	50,1	49,4	49,9	50,5

*Du 26/09/2022 au 02/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

avoir affecté la production de véhicules (-1,1%) et de produits électroniques (-6,3%), les autres secteurs profitent largement de la normalisation des chaînes d'approvisionnement pour augmenter leur production. En particulier, la production de machines a enregistré une forte hausse mensuelle de 6,1%. En outre, les données semblent indiquer un redressement de l'investissement au T3 2022 à l'image des livraisons de biens d'équipement qui ont augmenté de 4,2% en août, après déjà 8,7% en juin et 6,9% en juillet. D'un point de vue plus prospectif, l'enquête du gouvernement auprès des entreprises manufacturières rapporte des anticipations en faveur du maintien de cette bonne dynamique en septembre et octobre. Toutefois, cette bonne publication sur l'activité industrielle contraste avec l'enquête Tankan de la Banque du Japon qui décrit une détérioration de la confiance des entreprises manufacturières au T3 2022, notamment en lien avec la dépréciation du Yen, alors que les perspectives sont assombries par la dégradation de l'environnement international. L'enquête confirme toutefois la bonne orientation des investissements.

La consommation des ménages affiche également un dynamisme prononcé. La croissance nominale des ventes au détail a accéléré à 1,4% en août en glissement mensuel (après déjà 0,7% en juillet), soit 4,1% en glissement annuel. Outre des effets prix, cette bonne dynamique a bénéficié de l'absence de restrictions sanitaires durant la période des congés estivaux pour la première fois depuis 2019. Toutefois, la consommation de biens durables reste limitée par des contraintes d'offre qui devraient progressivement se dissiper avec le redressement de la production industrielle. Malgré la progression des prix, la consommation japonaise continue de bénéficier d'un taux de chômage extrêmement faible à 2,5% en août.

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.