

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

24 octobre 2022

## T3 - 2022 : Un appétit pour le rendement « sans risque »

Comme chaque fin de trimestre nous rassemblons l'ensemble des flux des OPC et ETF des investisseurs américains et européens sur les classes d'actifs cotés. Cette semaine, nous nous intéressons au bilan américain des mouvements des 3 derniers mois. Les fonds de droit américain continuent d'enregistrer des sorties au troisième trimestre 2022. L'analyse des flux reflète le comportement prudent des investisseurs outre-Atlantique. Face à la complexité du monde, les Américains se retirent des zones de tension et des actifs risqués au profit de la devise et de la dette souveraine américaines. Portés par la hausse des taux directeurs, les fonds monétaires retrouvent de l'intérêt auprès des investisseurs et enregistrent une collecte nette de 24,6mds sur le trimestre.

Le maintien par la FED d'une politique de resserrement monétaire entraîne de nouveau une décollecte nette de 46 Mds\$ sur les fonds obligataires au T3. Ces sorties sont toutefois en net ralentissement par rapport au trimestre précédent (-145,1 Mds\$), signe probable d'un niveau de rendement sur les obligations désormais plus intéressant pour les investisseurs. Les fonds investis en obligations américaines sont vendus pour 28 Mds\$. Ce montant masque une disparité notable entre la poursuite des ventes sur le crédit d'entreprise (-43Mds\$) et les achats de dette souveraine (+15 Mds\$). La combinaison d'un différentiel de taux en faveur des obligations américaines et d'un dollar fort se traduit par la poursuite de sorties sur les fonds de la catégorie « Monde »

Les fonds actions de droit américain enregistrent une décollecte nette de 32 Md\$ sur le trimestre qui masque là aussi des disparités de tendance de flux. Pour la catégorie actions américaines, les fonds OPC (-58Mds\$) sont structurellement arbitrés au profit des ETF (+61 Mds\$). Sur le plan conjoncturel, les craintes d'une récession économique mondiale incitent les investisseurs à vendre les fonds sectoriels (-20Mds), les actions émergentes (-13Mds\$) et européennes (-4Mds\$). Sur le plan sectoriel, les expositions à l'énergie et aux matières premières sont vendues. En parallèle, la hausse des taux continue de pénaliser la technologie et entraîne des sorties sur les fonds spécialisés.

La lame de fond du remplacement de la gestion active par la gestion passive se poursuit inexorablement. Cette dernière représente 34% et 51% des mouvements du trimestre sur les marchés de fonds obligataires et actions. Un élément essentiel à noter dans l'analyse indispensable de la liquidité et la profondeur des marchés.

### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

**Suivi Macroéconomique** p5

Etats-Unis  
Europe  
Asie

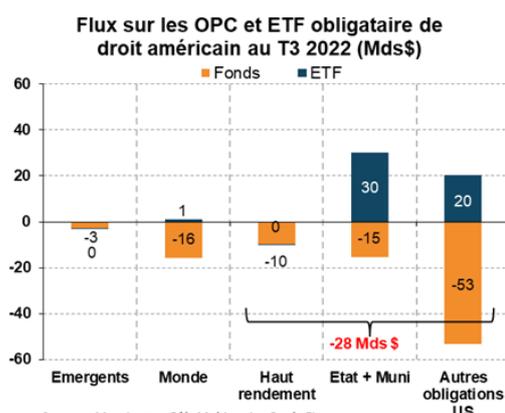
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions

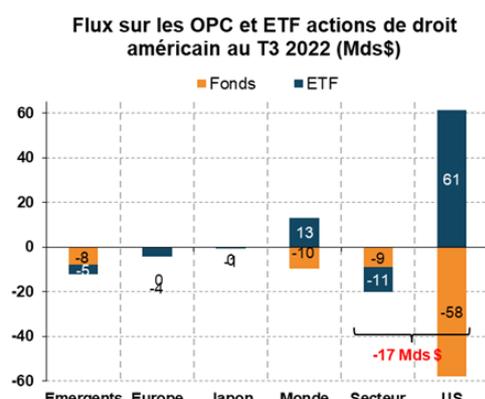


### Focus de la semaine

« La lame de fond de la gestion passive »



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

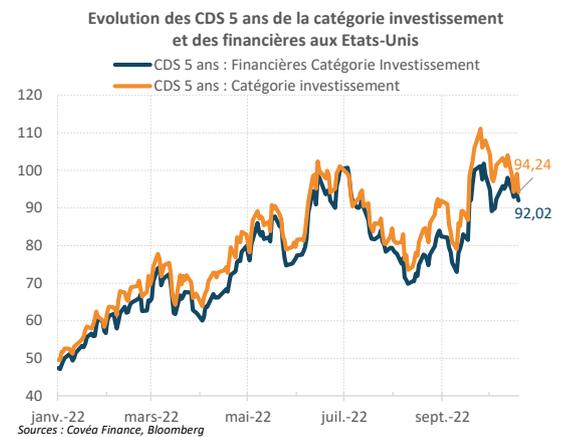
## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les taux d'intérêt connaissent cette semaine encore des variations quotidiennes importantes. En Europe, les taux souverains à 10 ans sont en hausse de 5 pb en moyenne. Outre des déclarations en faveur de plusieurs hausses supplémentaires des taux directeurs, certains banquiers centraux européens ont émis le souhait d'engager le processus de réduction du bilan à moyen terme (une fois atteint le taux neutre). Les taux italiens baissent de 5 pb suite aux premières nominations au sein du gouvernement. Aux Etats-Unis, la hausse des taux souverains est plus marquée (+20 pb). Même si certains responsables de la Réserve Fédérale ont fait part de leur volonté de débattre de l'opportunité et de la manière de signaler une réduction dans le rythme de hausses des taux directeurs. On notera que les titres du Trésor américain, à 20 ans, proposés jeudi aux investisseurs n'ont pas suscité autant d'intérêt que prévu. D'autres facteurs s'avèrent être plus spécifiques à un pays : le Royaume Uni. Alors que le programme d'achats d'urgence de la BOE prenait fin vendredi soir, les taux anglais ont évolué à la baisse, de 28 pb, suite aux déclarations du nouveau ministre des Finances et la démission de Mme Truss. La courbe s'aplatit par remontée des taux courts suite aux déclarations du gouverneur de la BoE. Ce dernier indique que la Banque Centrale débutera son processus de réduction du bilan par la vente de titres, exclusivement de maturités intermédiaires. Sur le marché du crédit, on assiste à un léger resserrement des primes de risque des indices crédits. Sur le marché primaire, 4.8 Mds€ ont été émis dont les 2/3 par Tennet, l'électricien néerlandais.

### Le Focus de la semaine : Le résultat des grandes banques américaines sous le prisme obligataire

Selon la tradition, les grandes banques américaines inaugurent la saison de publication des résultats trimestriels. Plusieurs enseignements émergent à ce stade de l'année. L'augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis a des répercussions sur le produit net bancaire des banques. Les activités de banques de détail en bénéficient. Leur revenu net d'intérêt progresse avec l'augmentation de la marge d'intérêt. A l'opposé, certaines activités de banques de financement et d'investissement, comme les fusions et acquisitions, souffrent de la situation compte tenu de la hausse des coûts de financement liée aux besoins d'endettement. Il en va de même pour les activités de financement à effet de levier, dont le volume de transactions est en baisse. De plus, la hausse de la volatilité sur les marchés financiers a contraint à repousser voir annuler certains projets d'introduction en bourse. Enfin, compte tenu de la performance des différentes classes d'actifs (baisse des actions et des obligations), les activités de gestion d'actifs enregistrent une baisse de leurs frais de gestion. En revanche, les banques disposant d'activité de trading tirent profit de cette situation. Entre remontée des taux et hausse de la volatilité, leurs revenus sont en progression. Par ailleurs, on note que les banques augmentent significativement leurs provisions pour perte de crédits. Cette démarche intervient dans un contexte de craintes croissantes de récession aux Etats-Unis, conséquence des actions de la Réserve fédérale pour lutter contre l'inflation. Il s'agit bien d'une action préventive puisque les banques n'enregistrent pas, à ce stade, d'augmentation significative de défauts ou d'incidents de paiement. Sur le plan bilanciel, les banques se sont attachées à augmenter leurs ratios de liquidités et de fonds propres. Les dépôts sont, pour l'heure, faiblement mis à contribution par les clients tandis que les prêts continuent de progresser. L'évolution du résultat net des banque en glissement trimestriel fluctue selon leurs activités : +14.5% pour Bank of America, +12.6% pour JP Morgan, +5.5% pour Morgan Stanley et +4.9% pour Goldman Sachs. Toutefois, l'avenir des bénéfices est plus incertain compte tenu d'une possible poursuite de l'augmentation des provisions.



\*CDS (Credit Swap Default) = contrat de protection contre le risque de défaut d'un émetteur.

Nicolas Vienne  
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	21/10/22	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
<b>Taux directeurs</b>											
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 →		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,22	4,02	3,16	1,51	1,70	20 ↑	106 ↑	271 ↑	252 ↑	-26 ↑	12 ↑
Allemagne	2,42	2,35	1,64	-0,18	-0,10	7 ↑	78 ↑	259 ↑	252 ↑	39 ↓	2 ↓
France	2,97	2,94	2,18	0,20	0,23	3 ↑	79 ↑	277 ↑	274 ↑	93 ↓	30 ↓
Italie	4,75	4,79	3,55	1,17	0,94	4 ↓	120 ↑	358 ↑	381 ↑	173 ↓	-9 ↓
Royaume-Uni	4,05	4,34	2,50	0,97	1,20	-28 ↓	156 ↑	308 ↑	285 ↑	38 ↓	0 ↓
Japon	0,26	0,25	0,25	0,07	0,09	1 ↑	1 ↑	19 ↑	17 ↑	26 ↓	135 ↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	125,2	131,1	111,5	47,8	50,1	-5,9 ↓	13,7 ↑	77,4 ↑	75,1 ↑		
Indice Itraxx Crossover	602,3	625,7	552,3	241,7	256,6	-23,5 ↓	49,9 ↑	360,5 ↑	345,7 ↑		

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

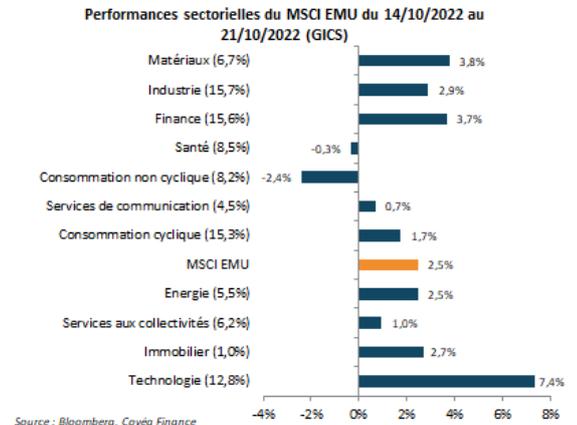
### L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens sont en hausse de 2.5% sur la semaine. Les indices ont été soutenus notamment par le revirement de politique budgétaire du gouvernement britannique. Sur le plan politique, l'instabilité s'accroît suite à la démission de Liz Truss de son poste de Première ministre seulement 45 jours après le début de sa prise de fonction. Depuis le début de l'année, le MSCI EMU est en baisse de 21.1% (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne).

Dans cet environnement les secteurs de la Technologie, des Matériaux et la Finance affichent les plus fortes hausses hebdomadaires avec respectivement 7.4%, 3.8% et 3.7%.

A contrario, les secteurs de la Consommation non cyclique et la Santé ferment la marche avec des baisses respectives de -2.4% et -0.3%.

Sur le plan des valeurs, la semaine a été marquée en Europe par la première vague des publications des résultats du troisième trimestre (T3). La plus forte hausse hebdomadaire est Just Eat Takeaway +20% en raison de résultats jugés rassurants quant à la capacité du groupe à gérer ses coûts. Le groupe ASML a fait part d'un carnet de commandes bien orienté et de perspectives rassurantes. Le titre progresse de 15.6% sur la semaine. Sartorius est en baisse de 11.8% sur la semaine en raison d'une contraction du carnet de commandes. Enfin, Adidas a ajusté à la baisse ses perspectives 2022 en raison d'une détérioration de l'activité en Chine et de niveaux de stocks trop élevés. Le titre est en baisse hebdomadaire de 9%.



### Le Focus de la semaine : Marchés actions - Chute des ventes de PC quel impact pour le secteur des semi-conducteurs ?

Au sein du thème de déclin de nos Perspectives Economiques et Financières sur « l'innovation et des services à l'innovation », les PC sont un des maillons essentiels permettant la propagation du digital au sein de l'économie. Les ventes de PC ont enregistré une baisse de 19,5 % au troisième trimestre 2022 (à 68 millions d'unités) par rapport à la même période un an plus tôt, la plus forte chute depuis plus de 20 ans selon une étude réalisée par le cabinet de recherche Gartner. Portés en 2020 par la crise sanitaire, les ventes de PC avaient enregistré une croissance de 13 % du fait des besoins en télétravail lors de la crise du Covid. Tous les principaux fabricants d'ordinateurs souffrent en 2022. Lenovo, leader sur ce marché affiche un repli de 15,3 %, HP de 27,9 % et Dell, 21,1 %. Face à une demande des consommateurs et des entreprises plus faible, les stocks sont désormais plus élevés. **Conséquence directe du recul des ventes de PC qui représente au global environ un quart du marché des semi-conducteurs**, plusieurs acteurs fabricants de mémoire ont dû revoir à la baisse leurs prévisions d'investissements pour 2022. C'est notamment le cas de Micron (US), Applied Materials (US) et même le Taiwanais TSMC.

Le secteur automobile deviendra très probablement plus important pour les fonderies. En effet, l'électrification des véhicules continue d'accroître la demande de nombreux types de puces, car le contenu en semi-conducteurs par véhicule devrait fortement progresser et le cycle habituel de remplacement de 7 à 8 ans pour un modèle de voiture **devrait être raccourci à 3 ou 4 ans**. Les pénuries restent également d'actualité pour les puces les plus sophistiquées notamment celles utilisées pour les micro-processeurs. Enfin, le besoin de plus de souveraineté des Etats notamment aux Etats-Unis et en Europe et les tensions géopolitiques actuelles devraient continuer à nécessiter de nouvelles capacités et la construction de nouvelles méga-usines.

Sébastien Duros

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	21/10/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	122	119	124	154	150	2,5	↑	-1,8	↓	-21,1	↓	-18,8	↓
MSCI EMU Mid Cap	845	821	883	1 094	1 065	2,9	↑	-4,3	↓	-22,8	↓	-20,7	↓
MSCI EMU Small Cap	314	305	375	487	498	2,8	↑	-16,3	↓	-35,6	↓	-37,0	↓
MSCI Europe	133	132	136	162	156	1,3	↑	-2,0	↓	-17,6	↓	-14,3	↓
France CAC40	6 035	5 932	5 917	7 153	6 686	1,7	↑	2,0	↑	-15,6	↓	-9,7	↓
Allemagne DAX30	5 206	5 086	5 378	6 696	6 538	2,4	↑	-3,2	↓	-22,2	↓	-20,4	↓
Italie MIB	21 568	20 931	21 789	27 445	26 525	3,0	↑	-1,0	↓	-21,4	↓	-18,7	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	6 970	6 859	7 089	7 385	7 190	1,6	↑	-1,7	↓	-5,6	↓	-3,1	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 983	7 882	8 227	8 787	8 527	1,3	↑	-3,0	↓	-9,1	↓	-6,4	↓

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

En **Asie**, les indices ont terminé la semaine en baisse. Les craintes des investisseurs se concentrent toujours sur les taux et les commentaires des banquiers centraux. La hausse des contaminations au covid dans la région de Shanghai et Pékin n'a pas arrangé le sentiment en Asie. Les meilleurs places sont, sur la semaine, et à l'image des dynamiques que l'on observe depuis le début de l'année, en faveur des pays du Sud de l'Asie (Malaisie, Indonésie, Thaïlande), qui bénéficient du rebond des matières premières sur la période, et de l'Inde, dont les données macroéconomiques montrent une certaine résilience. A l'inverse, la Chine, pour les raisons évoquées précédemment, et Taiwan affichent les moins bonnes performances. Taiwan baisse du fait du poids important du secteur technologique. Par secteur, nous retrouvons parmi les meilleurs, les secteurs bénéficiant du rebond des matières premières ainsi que les financières, bénéficiaires de la hausse des taux. A l'inverse, les secteurs les plus sensibles aux taux d'intérêt, parmi lesquels nous retrouvons la technologie, affichent les moins bonnes performances. Dans les éléments transverses liés au PEF, notons dans la transition énergétique, la volonté de BYD (constructeur chinois de voitures électriques) de concurrencer les constructeurs occidentaux sur le sol européen, ainsi que l'accélération de Foxconn (fabricant taiwanais de produits électroniques) dans sa diversification via l'annonce de prototypes de véhicules électriques avec objectif de commercialisation en 2024.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 poursuit son rebond malgré des commentaires toujours plus restrictifs de la part de plusieurs Gouverneurs de la Réserve Fédérale. La probabilité de voir le taux des Fed Funds dépasser 5% d'ici mai prochain a ainsi fortement augmenté (à 60% contre 0% il y a un mois) et les rendements obligataires se sont à nouveau fortement tendus : +21bp à 4,23% pour l'emprunt du Trésor à 10 ans. En parallèle, **un certain scepticisme persiste au sujet des résultats du troisième trimestre tandis que les avertissements se multiplient** et que les investisseurs continuent d'attendre une réduction drastique des prévisions de bénéfices 2023. En termes sectoriels, les valeurs défensives aux valorisations élevées (santé, consommation courante et les titres à fort dividende (services publics et immobilier) ont sous-performé, étant pénalisées par la remontée des taux d'intérêt. Les compartiments plus cycliques ont été plus recherchés (technologie, consommation discrétionnaire) tandis que l'énergie a continué de tirer parti de la fermeté des prix du baril de pétrole (\$86 pour le WTI). Sur le plan politique, le Président Biden poursuit ses efforts destinés à endiguer la hausse des prix de l'énergie à l'approche des élections de novembre : l'administration américaine a ainsi autorisé la libération de 180 Mlns de barils de la réserve stratégique et évoque la possibilité de réduire les exportations de produits pétroliers dans l'espoir de faire baisser les prix de l'essence (en augmentant l'offre domestique).

### Le Focus de la semaine : Les résultats solides des banques américaines

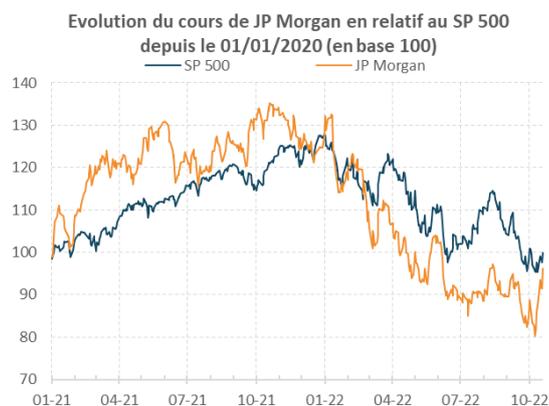
Les résultats trimestriels publiés par les six plus grandes banques américaines reflètent une croissance des revenus d'intérêts (au total, +12% par rapport au T2 2022 et +28% par rapport au T3 2021), grâce non seulement à des marges nettes d'intérêts plus élevées mais aussi à une demande de prêts soutenue.

En revanche, les revenus liés aux marchés des capitaux (banque d'investissement en particulier) et aux prêts hypothécaires se sont inscrits en net repli, en relation directe avec la dégradation de l'activité dans l'immobilier résidentiel et la chute des marchés financiers : au total, les revenus d'honoraires se sont contractés de 3% par rapport au T2 2022 et de 12% par rapport au T3 2021.

Parallèlement, la qualité du crédit est restée excellente, comme en témoigne une baisse générale des actifs non performants et des pertes sur prêts ; malgré tout, les directions ont préféré augmenter les réserves afin de pouvoir continuer à soutenir la croissance domestique des prêts et à faire face à des perspectives incertaines hors des Etats-Unis (en raison des risques géopolitiques notamment).

En revanche, les frais d'exploitation suivent les tendances générales de l'inflation, en hausse de 7,5% par rapport au T2 2022 et de 3,4% par rapport au T3 2021.

Pour finir, les ratios de capital restent très solides (10,83% en moyenne) et laissent ces institutions en position de force pour faire affronter des régulateurs sévères et un environnement macro-économique incertain.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg.

Jean Dominique Seta

Responsable équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	21/10/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						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	3 753	3 583	3 760	4 766	4 550	4,7	-0,2	-21,3	-17,5	3,2	6,9	-9,2	-2,8
Etats-Unis - Dow Jones	31 083	29 635	30 483	36 338	35 603	4,9	2,0	-14,5	-12,7	3,4	9,2	-1,4	2,9
Etats-Unis - Nasdaq	10 860	10 321	11 053	15 645	15 216	5,2	-1,7	-30,6	-28,6	3,7	5,3	-20,0	-15,9
Japon Nikkei 300	397	401	393	420	420	-0,9	1,2	-5,4	-5,3	-1,7	0,0	-15,0	-13,9
Corée du Sud KOSPI	2 213	2 213	2 343	2 993	3 007	0,0	-5,5	-26,1	-26,4	-0,8	-8,7	-29,2	-28,2
Chine - Shanghai	3 039	3 072	3 267	3 640	3 595	-1,1	-7,0	-16,5	-15,5	-2,2	-6,9	-15,0	-11,3
Hong Kong Hang Seng	16 211	16 588	21 008	23 398	26 018	-2,3	-22,8	-30,7	-37,7	-3,6	-17,3	-20,7	-27,3
Marchés Emergents - MSCI	865	863	994	1 232	1 293	0,2	-12,9	-29,8	-33,1	-1,2	-6,7	-19,0	-21,2

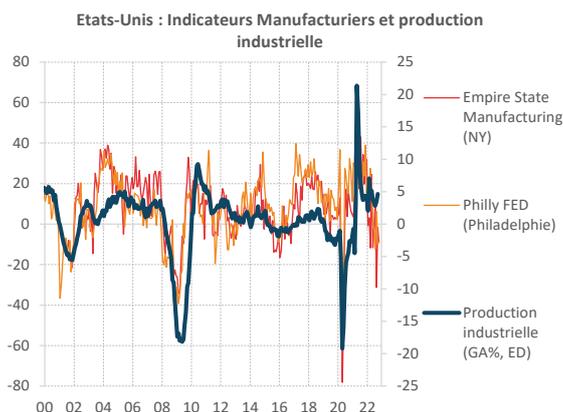
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Alors que l'immobilier résidentiel poursuit son déclin, l'industrie manufacturière résiste »

**En dépit de signaux grandissants de modération, l'activité dans l'industrie est restée solide en septembre.** La production industrielle s'est inscrite en hausse de 0,4% sur le mois, tirée par une progression généralisée dans le secteur manufacturier (+0,4%) et la bonne dynamique du secteur minier (+0,6%). Les équipements de transport sont en hausse de 0,8% sur le mois et affichent une croissance annuelle de près de 15%. Cette accélération marquée reflète le rattrapage du secteur automobile (+19% en rythme annuel) après des mois de limitation de la production liée aux pénuries de composants. Le niveau de production du secteur franchit en septembre le niveau pré-pandémie de février 2020. L'aéronautique affiche également un momentum favorable avec un 4<sup>ème</sup> mois consécutif de progression et une croissance annuelle de près de 11%. Par ailleurs, la production est également en progression dans le secteur alimentaire (+0,6% sur le mois), les équipements électroniques et informatiques (+1,1%) et les machines (+0,3%).



Source: Réserve fédérale, Fed régionales, Covéa Finance.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-22	<b>5,3</b>	3,9	-7,0	4,9
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	sept.-22	<b>-3,2</b>	-13,0	6,5	17,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	sept.-22	<b>-7,7</b>	-0,6	8,1	15,1
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	sept.-22	<b>4710</b>	4780	5638	6127

\* Du 17/10/2022 au 23/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Les données d'enquêtes manufacturières publiées cette semaine incitent néanmoins à la prudence.** L'indicateur de la Fed de New York se dégrade en octobre, passant de -1,5 à -9,1. La composante nouvelles commandes est stable et renvoie à une progression modeste. Les délais de livraison passent en territoire négatif à -0,9 points et les prix payés indiquent une légère baisse, ce qui suggère une amélioration des difficultés d'approvisionnement. La publication d'octobre reste dans la fourchette des derniers mois et ne décrit pas un décrochage marqué, mais confirme un affaiblissement du momentum dans le secteur manufacturier. De la même manière, l'indice manufacturier de la Fed de Philadelphie reste sur un niveau décrivant une contraction de l'activité en octobre (-8,7 après -9,9). La composante nouvelles commandes enregistre une baisse marquée, tandis que le nombre d'employés rebondit nettement, suggérant que le marché du travail reste dynamique. Cette bonne tenue de l'emploi, malgré un momentum moins favorable, est également confirmée par la faiblesse des nouvelles demandes d'allocation chômage pour la semaine du 15 octobre (214 000 après 226 000).

**Dans l'immobilier, le freinage brutal de l'activité se poursuit.** L'indicateur NAHB de confiance des promoteurs immobiliers enregistre une forte baisse en octobre, passant de 46 à 38 points, ce qui constitue un 10<sup>ème</sup> mois consécutif de recul. Cette dynamique reflète les difficultés croissantes du secteur face à la hausse des taux, auxquelles est venu s'ajouter en octobre l'impact du passage de l'ouragan Ian dans le sud-est du pays. Par ailleurs, les mises en chantier de septembre confirment la dégradation de la construction résidentielle avec une

baisse de 8,1% sur le mois. Cette donnée a été marquée par de la volatilité au cours des derniers mois (+13,7% en août) mais la tendance décrite est bien celle d'un freinage prononcé. Par ailleurs les permis de construire progressent sur le mois de 1,4% grâce à un rebond pour les immeubles d'habitation (+7,8%), mais les permis pour les maisons individuelles enregistrent un 7<sup>ème</sup> mois consécutif de recul (-3,1%) qui pousse la contraction en rythme annuel à près de -17%. Les ventes de logements dans l'ancien n'envoient pas un message différent, avec un 8<sup>ème</sup> mois consécutif de recul enregistré en septembre et une contraction de -24% en rythme annuel. Le mouvement de retournement des prix amorcé en juin se confirme également, le prix médian enregistrant un recul de 1,5% en glissement mensuel en septembre.

**Le Beige Book publié par la Réserve fédérale fait part d'une croissance modeste** sur la période allant de fin août jusqu'au 7 octobre. Les conditions varient toutefois selon les régions : sur les 12 districts régionaux, 4 notent une activité stable et deux ont cité des baisses. Le ralentissement ou la faiblesse de la demande est généralement attribué à la hausse des taux d'intérêt, à l'inflation et aux perturbations de l'offre. **Les perspectives des entreprises contactées par la Fed sont de plus en plus pessimistes, en raison des préoccupations croissantes concernant l'affaiblissement de la demande.** Si certaines augmentations de coûts se sont atténuées, notamment sur le fret et le carburant, les pressions sur les prix demeurent fortes. De même, sur le marché du travail les difficultés de recrutement sont moins aiguës, mais les conditions restent tendues. Cette description témoigne de l'ampleur du chemin restant à parcourir pour refroidir la demande et réduire le risque de boucle prix-salaire.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

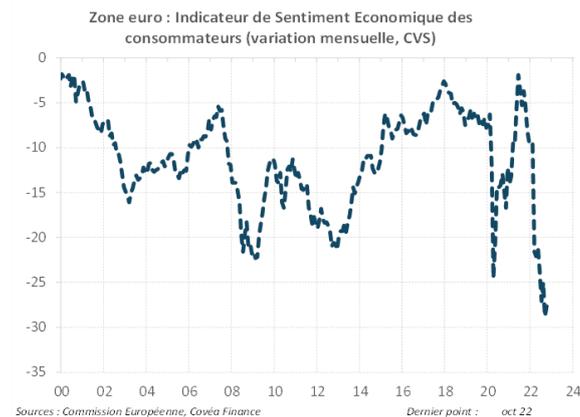
## Europe

« Les 27 pays membres de l'UE ont trouvé un accord sur le plafonnement du prix du gaz »

**Les craintes de récession sont toujours présentes en Zone euro selon les données d'enquêtes publiées cette semaine.** En Allemagne, l'indice ZEW du climat économique s'inscrit en légère hausse en octobre mais reste mal orienté. Tant l'appréciation de la situation économique actuelle que les anticipations sont à des niveaux inférieurs aux valeurs enregistrées durant la pandémie. Du côté des ménages, l'indice de confiance des consommateurs publié par la Commission européenne se maintient à des niveaux historiquement bas, et atteint -27,6 points en octobre, après -28,8 le mois précédent.

**Les 27 Etats-membres de l'UE ont apporté leur soutien aux mesures proposées par la Commission européenne pour contenir les prix de l'énergie.** Le premier volet de ce plan comprend des achats communs de gaz par les Etats-membres afin de négocier des prix

plus bas. Ces achats conjoints se feraient sur une base volontaire, mais la Commission souhaite que 15% des stocks de gaz à l'échelle de l'UE soit rempli via ce mécanisme. Le second volet du plan porte sur un plafonnement des prix du gaz, principale source de désaccord entre les pays membres. Les discussions ont finalement abouti à un compromis : un nouvel indice de référence concernant la tarification du gaz naturel liquéfié (GNL) pourrait être créé d'ici mars 2023 afin de compléter l'indice TTF (indice gazier établi aux Pays-Bas), qui ne reflète plus avec exactitude le prix des transactions de GNL dans l'UE selon la Commission. En attendant la création de ce nouvel indice, un mécanisme temporaire de plafonnement des prix des transactions sur le TTF pourrait être mis en place. Ce plafond serait dynamique et évoluerait en fonction du marché mais pourrait permettre de limiter des prix excessifs ou trop volatils. Enfin, un mécanisme de plafonnement du prix du gaz servant à produire de l'électricité sera également étudié, à l'instar de ce qui a été mis en place au niveau national en Espagne et au Portugal. En parallèle, la Commission a proposé une utilisation plus flexible des fonds de la politique de cohésion pour faire face à l'envolée des prix de l'énergie. Les Etats membres pourraient utiliser jusqu'à 10% des allocations nationales afin de protéger les ménages et les entreprises de la hausse des prix de l'énergie. Les détails concernant ces mesures seront examinés par les ministres de l'Énergie de l'UE le 25 octobre.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
AL	ZEW	Indice	oct.-22	-59,2	-61,9	40,6	54,9
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	sept.-22	10,1	9,9	0,9	2,6
RU	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	sept.-22	6,5	6,3	1,4	2,4

\* Du 17/10/2022 au 23/10/2022

Sources : Refinitiv, Covèa Finance

**En Italie, le nouveau gouvernement formé par Georgia Meloni révèle une volonté de rassurer ses partenaires européens.** Le parti Frères d'Italie,

arrivé en tête des élections législatives, a obtenu une dizaine de ministères tandis que les deux autres partis membres de la coalition (Forza Italia et la Ligue) ont obtenu 5 ministères chacun. Le nouveau ministre des Affaires étrangères, Antonio Tajani, a été Président du Parlement européen de 2017 à 2019 tandis que le ministre de l'Économie nouvellement nommé, Giancarlo Giorgetti, s'était allié au gouvernement d'unité nationale de Mario Draghi. Malgré l'orientation eurosceptique du parti de Georgia Meloni, la nomination de profils pro-européens à deux postes clés pourrait permettre à l'Italie de maintenir sa coopération avec Bruxelles.

**Au Royaume-Uni, l'inflation repart à la hausse au mois de septembre** et atteint 10,1% après un léger recul en août à 9,9%. La hausse des prix a été principalement tirée par les prix alimentaires et de certains services tels que l'hôtellerie et la restauration. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) poursuit également sa hausse puisqu'elle atteint 6,5% en septembre, le plus haut niveau observé depuis près de 30 ans. Ce contexte inflationniste continue de peser sur la consommation. Les ventes au détail en volume poursuivent leur déclin en septembre (-1,4% en glissement mensuel), et passent en dessous des niveaux d'avant-crise (-1,3% par rapport à février 2020). On peut néanmoins noter que les ventes au détail du mois de septembre ont pu être affectées par les funérailles de la reine Elizabeth II, de nombreux commerces ayant fermés pendant un ou plusieurs jours.

**En parallèle, la crise politique qui agite le pays depuis plusieurs semaines a forcé Liz Truss à démissionner de son poste de Première ministre.** En début de semaine, le nouveau ministre des Finances James Hunt avait annulé la quasi-totalité des mesures présentées fin septembre par le gouvernement Truss, qui comprenaient principalement des baisses d'impôts non financées. Ce revirement budgétaire n'aura pas suffi à calmer les tensions dans le pays et Liz Truss a finalement annoncé sa démission quelques jours plus tard. Le nouveau Premier ministre sera désigné d'ici le 28 octobre, par une élection interne au Parti conservateur. Rishi Sunak, ministre des Finances sous Boris Johnson, est favori pour remporter ce poste.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



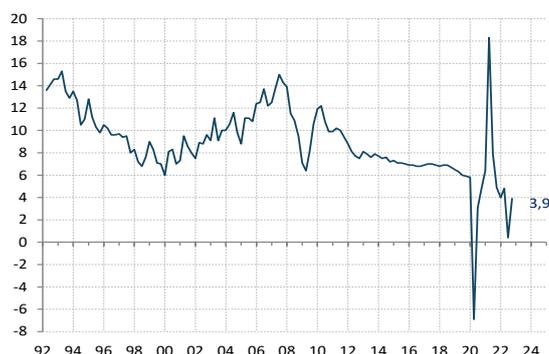
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'économie chinoise rebondit malgré la persistance de vents contraires »

**L'activité économique chinoise se redresse au T3 2022.** Les données économiques chinoises, dont la publication avait été reportée la semaine dernière alors que se tenait le 20ème Congrès du Parti communiste chinois (cf. focus page suivante), ont finalement été dévoilées peu de temps après la fin de l'évènement politique. En dépit des nombreux vents contraires ayant affecté le pays sur le trimestre, le PIB a affiché un redressement significatif de 3,9% en glissement trimestriel après le déclin de 2,7% du T2 qui avait été marqué par de lourdes restrictions sanitaires. Si le détail des composantes du PIB ne sont pas encore disponibles, les données d'activité semblent indiquer que l'économie a été tirée par le redressement de la production industrielle (+6,3% en glissement annuel en septembre) et de l'investissement manufacturier (+10,7% en glissement annuel en septembre).

Chine : PIB (Volume, NCVS, GA%)



Sources : NBS, Thomson Reuters, Covéa Finance (début de la série)

Enfin, le redressement de l'activité reflète de solides surplus commerciaux sur le trimestre. Ces excédents sont toutefois essentiellement liés à une forte modération des importations qui masque le ralentissement des exportations sur ces trois mois dans un contexte de dégradation de la demande internationale. La croissance des exportations en glissement annuel est en effet passée de 17,9% en juillet à 5,7% en septembre.

**Au Japon, la dynamique des prix est toujours inférieure à celle observée en Europe et aux Etats-Unis.** L'inflation s'est maintenue à 3% au mois de septembre en glissement annuel, soit au-dessus de la cible de 2% de la Banque du Japon pour le 6ème mois consécutif. L'inflation reste tirée par l'énergie (+16,9%) tandis que les prix alimentaires décalèrent légèrement (+4,1% après 4,6% au mois d'août). L'inflation sous-jacente reste relativement faible malgré sa progression à 0,9% (contre 0,7% en août). Ainsi, les pressions domestiques sur les prix semblent toujours bien trop modérées pour faire dévier la Banque du Japon de sa politique monétaire très accommodante, à contre-courant de la dynamique internationale.

**Alors que le différentiel de politique monétaire avec l'étranger continue de pénaliser le yen, les autorités japonaises sont à nouveau intervenues sur le marché des changes pour soutenir la devise.** Après l'intervention de 19,7 Mds\$ du 22 septembre dernier, cette nouvelle opération conduite le 21 octobre n'a pas encore été confirmée par le gouvernement et le montant associé demeure inconnu. Les autorités sont intervenues alors que le yen atteignait un point bas en 32 ans à près de 152 yens pour 1 dollar. La devise s'est brièvement appréciée à 144,5 yens pour 1 dollar après l'opération mais elle s'est rapidement

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	Inflation	IPC, NCVS, GA%	sept.-22	2,9	3,0	0,0	-0,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	sept.-22	-212,5	-200,0	-0,1	-0,8
	Exportations	Vol, CVS, GA%	sept.-22	27,8	19,4	-11,4	21,7
	Importations	Vol, CVS, GA%	sept.-22	44,5	47,0	-14,1	25,0
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	sept.-22	5,9	5,8	2,9	4,9
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	sept.-22	6,3	4,2	3,4	9,3
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	sept.-22	2,5	5,4	-2,9	12,4
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	sept.-22	5,6	7,0	3,6	30,0
	Importations	Vol, NCVS, GA%	sept.-22	0,3	0,3	-0,6	30,1
	PIB	Vol, NCVS, GA%	T3 22	3,9	0,4	1,9	8,8

\*Du 17/10/2022 au 24/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

dépréciée par la suite pour finir la semaine autour des 147 yens pour 1 dollar. Selon les autorités, ces interventions ne chercheraient pas spécifiquement à endiguer la tendance baissière de la devise observée depuis le début de l'année mais davantage à contrer la forte volatilité du taux de change qui est considéré comme particulièrement néfaste à l'activité. D'autres raisons pourraient toutefois justifier la volonté des autorités de limiter la dépréciation du yen : (i) la hausse du prix des matières premières et des intrants importés est amplifiée par le recul de la devise ; (ii) l'investissement japonais reste inférieur de près de 10% à son niveau d'avant crise et son redressement passe par une hausse des importations et (iii) les gains de compétitivité associés à une devise faible sont limités par la modération de la demande mondiale. Toutefois, les indications prospectives de la Banque du Japon, qui se maintiennent à contre-courant de celles des autres grandes banques centrales, indiquent une très probable progression des écarts de taux avec l'étranger, ce qui impliquerait davantage de pressions à la baisse sur le yen. Dans ce contexte, une politique visant à intervenir régulièrement pour maintenir la stabilité du yen pourrait s'avérer très gourmande en réserves de change.

**La balance commerciale japonaise se résorbe légèrement au mois de septembre, après le déficit commercial record enregistré au mois d'août.** Cette légère amélioration du déficit s'explique par la bonne dynamique des exportations en valeur, en hausse de 27,8% en glissement annuel. Les exportations en volume sont également bien orientées (+3,3%), reflétant la normalisation des chaînes d'approvisionnement. En parallèle, les importations en volume enregistrent une baisse de 1,8% en glissement annuel.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



# Suivi Macroéconomique

## Focus : 20ème Congrès du Parti communiste chinois - la sécurité nationale est mise au premier plan

La réunion du congrès du Parti communiste chinois est un évènement central de la vie politique du pays. Organisée tous les cinq ans, cette réunion est notamment l'occasion de l'annonce des nominations aux postes clés du gouvernement et des grandes orientations des politiques nationales.

**Si le développement économique du pays reste affiché comme la priorité du Parti, l'accent a largement été mis sur la détérioration de l'environnement international et la nécessité de renforcer la sécurité nationale dans ce contexte, que ce soit d'un point de vue militaire, technologique, énergétique, alimentaire et de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement stratégiques.** Les grandes orientations restent en faveur d'un développement économique de « qualité », tourné vers l'innovation technologique, des infrastructures modernes et la montée en compétences, afin d'atteindre l'objectif de devenir un « pays socialiste moderne, prospère, fort, démocratique, culturellement avancé et harmonieux » pour le centenaire de la République populaire de Chine en 2049. L'objectif de doubler le PIB national entre 2020 et 2035 semble toutefois avoir été abandonné. En outre, l'objectif d'une « prospérité commune » a été inscrit dans la constitution du Parti, ce qui renforce l'engagement politique en faveur d'une redistribution plus marquée des fruits de la croissance économique et de lutte contre la formation de grands monopoles privés. L'objectif d'un développement « vert » a également été inscrit dans la constitution avec pour ambition de tendre progressivement vers la neutralité carbone. Face au déclin démographique chinois, le président Xi Jinping a également appelé à l'établissement d'un plan pour relever le taux de natalité du pays.

**Sur le plan sanitaire, les autorités devraient maintenir la politique « zéro Covid »,** dont Xi Jinping a loué les mérites, et laisser ainsi planer la menace de restrictions drastiques sur l'activité alors que le nombre de cas de Covid-19 est reparti à la hausse début octobre. Concernant la crise du secteur immobilier, le gouvernement n'a pas apporté de vision claire sur la mise en place de soutiens supplémentaires mais a réaffirmé son engagement en faveur du renforcement de l'offre et de l'accès au logement.

**Côté politique, Xi Jinping a été confirmé pour un 3ème mandat de 5 ans, qui débutera officiellement en mars prochain.** Son poids politique est considérablement renforcé à l'issue du Congrès, notamment du fait de l'écartement de personnalités influentes, plus modérées, tels que l'actuel premier ministre Li Keqiang, le président de la commission consultative du peuple chinois Wang Yang, ou encore le prédécesseur de Xi Jinping, Hu Jintao, dont l'exclusion au cours de la cérémonie de clôture du Congrès (officiellement pour des raisons de santé) a été largement commentée dans les médias. Si l'attribution des fonctions au sein du Politburo (principale instance dirigeante du Parti) 2023-2028 n'a pas encore été précisée, le nom des nouveaux membres a été dévoilé et semble indiquer **le renforcement de la ligne de Xi Jinping au sommet de l'Etat chinois** et ce en particulier sur la question Taiwanaise, considérée comme une priorité absolue par le Parti. Dans le détail, Leji Zhao, Huning Wan et Qi Cai conservent leur position et sont rejoints par Qi Cai, Qiang Li, Xuexiang Ding et Xi Li.

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.