

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

23 octobre 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Flux sur les OPC et ETF de droit européen

Après l'étude des flux des investisseurs américains la semaine dernière, nous poursuivons par l'analyse des flux du 3ème trimestre 2023 des investisseurs européens. L'encours des ETF et OPC cotés affiche une collecte de 4 Mds € avec une divergence entre les ETF (+29 Mds €) et les OPC (-25 Mds €) ainsi que sur les différentes classes d'actifs.

Les actions enregistrent une décollecte sur le trimestre (-9 Mds €). La décomposition de ce chiffre illustre une divergence entre les dynamiques des principales régions du monde. Face à une activité économique européenne qui montre des signes de ralentissement, les actions européennes sont délaissées. L'appétit des investisseurs se tourne vers les Etats-Unis (+10,6 Mds €). La catégorie actions internationales (+5,3 Mds €) est également recherchée notamment sur le Japon. En revanche, les actions émergentes ont enregistré des sorties importantes (-8 Mds €), reflet d'un dollar fort et d'une croissance chinoise décevante qui a refroidi les espoirs des investisseurs.

Dans un contexte de resserrement monétaire et de remontée des taux d'intérêt, les investisseurs continuent de favoriser les fonds monétaires, qui enregistrent la collecte la plus importante sur le trimestre (+39,1 Mds €) ainsi que les fonds obligataires (+10,9 Mds €). Le positionnement reste toutefois prudent sur la partie obligataire. Les emprunts d'Etat et de crédit de bonne qualité ont attiré les flux à la fois sur la Zone Euro, l'Amérique du Nord et à l'international. Les segments les plus risqués enregistrent des sorties significatives avec -3,7 Mds € pour les obligations à haut rendement et -8,4 Mds € pour les obligations émergentes.

La tendance observée sur les flux ne devrait pas s'inverser tant que les perspectives de croissance économique en Europe et dans le monde continuent de se dégrader. Dans cet environnement incertain, le monétaire et dans une moindre mesure, l'obligataire d'état, rassurent l'investisseur à court terme, à la seule condition que, dans le temps, le niveau des taux les protège contre l'inflation, qui, nous pensons, est durable.

Source : Morningstar direct

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

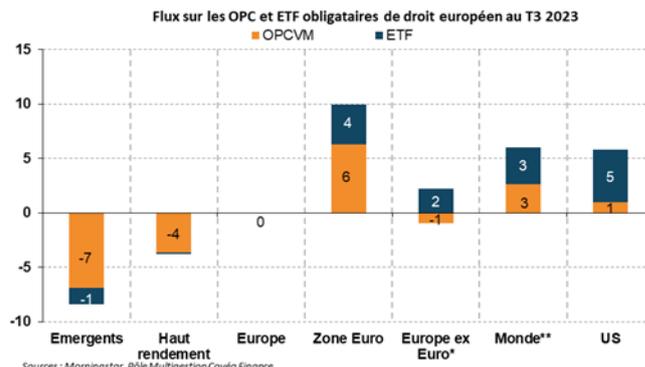
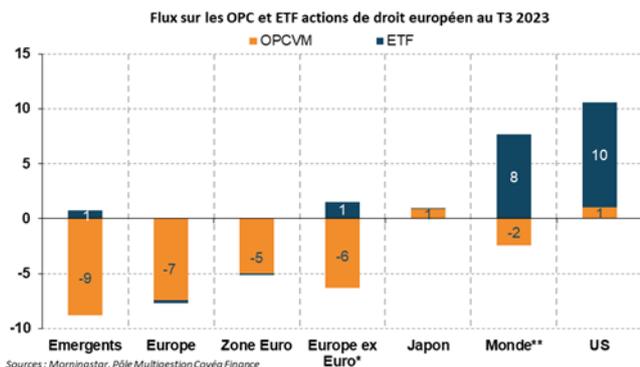
- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Focus de la semaine



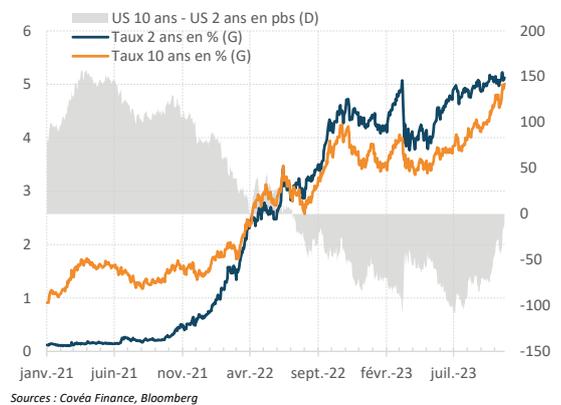
Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Des chiffres macro-économiques américains meilleurs qu'attendus la semaine dernière ont permis aux taux longs de repartir à la hausse. Le taux 10 ans américain termine ainsi à 4,92%, en hausse de 30 points de base (pbs). Dans son sillage, le 10 ans français clôture à 3,51%, en hausse de 15pbs. Les propos prudents quant à de futures hausses de taux des membres de la Fed en fin de semaine ont inversé ce mouvement sur la partie courte de la courbe, entraînant un mouvement de pentification important où l'écart entre le 10 ans et le 2 ans américain a augmenté de 29pbs à -0,15%. Le même phénomène a été observé en zone euro mais atténué. Les primes de risque sur le crédit se sont écartées, alors que l'activité sur le marché primaire était toujours très limitée.

Evolution des taux 2 ans et 10 ans aux Etats-Unis depuis 2021



Le Focus de la semaine : Surtension sur le prix de l'électricité en Europe

Les ministres de l'énergie des pays de l'Union Européenne se sont réunis mardi dernier, à Luxembourg, pour discuter de la réforme du marché de l'électricité. Des contrats de vente d'électricité, à long terme, à prix encadrés sont envisagés, ce qui permettrait aux Etats de pouvoir réinvestir les revenus générés en cas de hausse du prix de l'électricité dans le développement de nouvelles capacités. Le nucléaire devrait en bénéficier. L'intégration des actifs existants et donc du parc nucléaire français actuel à cette réforme, s'est faite au prix d'une intense campagne d'influence mais pourrait être défaite lors des prochaines étapes du processus législatif (Conseil puis Parlement Européen) sous pression allemande. Depuis le début de l'année, la France a tenté de mobiliser certains de ses partenaires en créant « l'Alliance du nucléaire ». Ce club de pays de l'UE a vu ses rangs s'élargir au gré de ses réunions allant jusqu'à réunir quinze Etats membres*. Son ambition est de relancer l'industrie nucléaire dans l'Union en construisant 30 à 45 nouveaux grands réacteurs d'ici à 2050 et de recouvrer une expertise et des compétences sur le sol européen. Pour ce faire, elle souhaite peser en faveur de l'inclusion de l'ensemble de la filière dans les différents plans européens pour en faciliter le financement. La hausse des taux rend plus coûteuse la relance de la filière et l'endettement public réduit les marges de manœuvres des Etats ce qui fait des aides européennes une nécessité. Les investissements seront colossaux alors que le principal acteur du continent, EDF, cumulait une dette de plus de 64Mds€ à fin 2022. A travers sa filiale Framatome, l'entreprise a la charge de la construction des EPR en France comme au Royaume-Uni et serait en passe d'obtenir la construction des nouveaux réacteurs en Suède. La tâche s'annonce ardue car il existe des freins puissants entravant l'accès à ces financements « verts ». Paradoxalement, alors que la France est à l'initiative de « l'Alliance du nucléaire », le secteur reste, par exemple, exclu des fonds labellisés « Greenfin » du Ministère de la Transition Ecologique. Au niveau européen, l'Allemagne bataille contre le nucléaire français y voyant une menace pour son industrie. Avec l'appui de l'Autriche et du Luxembourg elle a créé le groupe des « Amis du renouvelable » en opposition à « l'Alliance du Nucléaire ». Seule véritable survivante des traités signés à Rome en 1957, la Communauté européenne de l'Energie Atomique (Euratom) est victime des intérêts divergents des Etats membres et ne remplit plus son objectif de développement de l'industrie nucléaire à l'échelle européenne. Preuve que la fracture est réelle, la France a trouvé un soutien de poids en faveur d'une industrie nucléaire européenne auprès d'un ancien membre de l'UE et invité, à la surprise générale, le Royaume-Uni lors du rendez-vous de mai. De même, l'Italie a annoncé vouloir renouer avec l'atome au moment où l'Allemagne débranchait ses dernières centrales. Ces difficultés pour trouver un consensus laisse le champ libre aux Etats-Unis où la filière est remise en avant et est bénéficiaire de l'« Inflation Reduction Act ». La volonté de retrouver les savoir-faire y est clairement affichée quitte à démarcher certains acteurs européens et à promouvoir les entreprises américaines en Europe. Ainsi, fin 2022, la Pologne a sélectionné l'américain Westinghouse, au détriment d'EDF, pour la construction de sa première centrale nucléaire suivie par la Bulgarie début juin. Cela concerne également les réacteurs modulaires pour lesquels les Etats-Unis ont d'ores et déjà annoncé la construction de plusieurs d'entre eux en Roumanie et en République Tchèque.

*La France, la Belgique, la Bulgarie, la Croatie, l'Estonie, la Finlande, la Hongrie, l'Italie, les Pays-Bas, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie, la Slovénie, la Slovaquie, la Suède

Lucas Couvert

Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	20/10/23	I-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,25	4,50	3,25	0,00	0,25	1,00	2,25		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,00	2,50	1,25	0,00	0,50	2,00	3,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	3,50	2,00	0,75	0,00	0,50	2,00	3,25		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,00	3,50	2,25	0,00	0,25	1,75	3,00		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,91	4,61	3,84	3,87	4,23	30	108	104	69	-16	16
Allemagne	2,89	2,74	2,42	2,57	2,40	15	47	32	49	-23	20
France	3,51	3,37	2,95	3,12	2,96	15	56	40	55	5	49
Italie	4,93	4,78	4,10	4,72	4,75	15	83	21	17	87	43
Royaume-Uni	4,65	4,39	4,38	3,67	3,88	27	27	98	77	-22	46
Japon	0,84	0,76	0,39	0,42	0,26	8	45	42	59	76	98
Crédit											
Indice Itraxx Main	89,5	85,3	76,2	90,6	126,3	4,2	13,2	-1,1	-36,8		
Indice Itraxx Crossover	472,5	451,6	411,0	474,1	602,7	20,9	61,5	-1,6	-130,2		

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

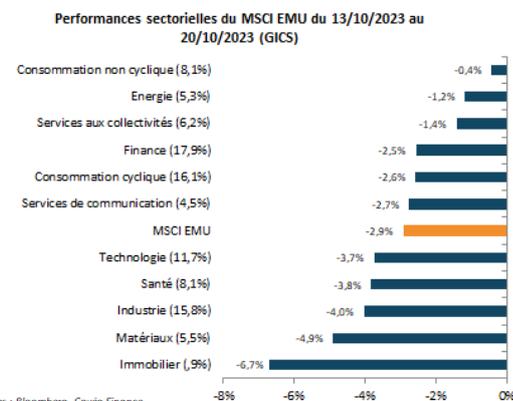
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés européens chutent de 2,9% sur la semaine (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne dividendes non réinvestis) sur fond de tensions géopolitiques au Moyen-Orient, de hausse des rendements obligataires et de publications de résultats pour le troisième trimestre mitigées. Le secteur de la consommation non cyclique réalise la meilleure performance (-0,4%), favorisé par les entreprises du secteur des boissons, lui-même porté par la publication de Pernod Ricard (+5,6%). L'énergie est soutenue par la hausse des prix du baril de pétrole en lien avec la situation au Moyen Orient. En revanche, le secteur de l'immobilier enregistre la pire performance (-6,7%), pénalisé par la hausse des taux. Les secteurs les plus sensibles au cycle économique souffrent également, en particulier les matériaux (-4,9%) et l'industrie (-4,0%). Parmi les autres mouvements notables, notons la progression de la sphère des paiements suite à l'annonce de la possible acquisition de Nexi par un fonds d'investissement (Nexi +16,8% et Worldline +5,5%). A contrario, Sartorius (-13,9%) souffre toujours de l'avertissement sur résultats de sa filiale Sartorius Stedim.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU ne progresse plus que 3,3%, la technologie (+10,7%) demeurant la plus forte performance et l'immobilier (-11,2%) la faible.



Le Focus de la semaine : Intensification des stratégies d'intégration verticale dans le secteur du luxe

De nombreuses entreprises du secteur du luxe ont fait de l'intégration verticale un des points clés de leur stratégie et de leur modèle depuis quelques années, et en particulier les marques les plus prestigieuses. On observe cependant une intensification de ces stratégies plus récemment, à travers notamment l'internalisation d'expertises transverses.

Le groupe Kering a, par exemple, fait un premier pas vers la reprise en interne de l'activité cosmétiques et parfums avec le lancement de Kering Beauté en février dernier, et a poursuivi son développement par l'acquisition de Creed, un parfumeur dont le groupe espère profiter pour le développement de cette division. La société avait déjà mis il y a quelques années sur la reprise en interne de la lunetterie de ses différentes marques avec la création de Kering Eyewear. D'autres groupes ont également mis en avant leur intention de reprendre le contrôle des activités sous licence. En effet, le 6 septembre dernier, Richemont a nommé un directeur pour le Laboratoire de Haute Parfumerie et Beauté, faisant chuter le cours de bourse d'Interparfums en charge des licences du groupe jusqu'à présent. Si ce mouvement ne signifie pas nécessairement l'internalisation des licences pour le moment, il a cependant vocation à mieux les coordonner et la question reste ouverte pour la suite dans le cadre de l'évolution des modèles que nous observons.

Ces décisions sont le reflet de la volonté d'avoir une maîtrise plus complète de la chaîne de valeur, allant de la création à la distribution des produits. Ceci permet d'assurer un meilleur contrôle de la qualité et du réseau de distribution, d'une coordination des stratégies des maisons entre les différentes catégories de produits, et d'une meilleure visibilité sur les chaînes d'approvisionnement. Point particulièrement important face aux perturbations que nous avons connues depuis la pandémie.

Ainsi, si les stratégies d'intégration verticale existent déjà au sein du secteur, particulièrement appliquées aux marques les plus haut de gamme, elles se diffusent maintenant à l'ensemble des acteurs et peuvent prendre différentes formes. Elles illustrent la capacité des entreprises à s'adapter et à repenser leur modèle économique dans un environnement qui change, une thématique que nous approfondissons dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

Ambre Saada

Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	20/10/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	136	140	147	132	122	-2,9	↓	-7,7	↓	3,3	↑	11,2	↑
MSCI EMU Mid Cap	861	891	937	907	850	-3,4	↓	-8,1	↓	-5,0	↓	1,3	↑
MSCI EMU Small Cap	356	365	398	370	317	-2,4	↓	-10,4	↓	-3,7	↓	12,5	↑
MSCI Europe	146	151	153	143	134	-3,5	↓	-4,8	↓	2,5	↑	8,9	↑
France CAC 40	6 816	7 004	7 313	6 474	6 087	-2,7	↓	-6,8	↓	5,3	↑	12,0	↑
Alllemagne DAX 30	5 856	6 010	6 312	5 693	5 221	-2,6	↓	-7,2	↓	2,9	↑	12,2	↑
Italie MIB	27 357	28 237	27 928	23 856	21 702	-3,1	↓	-2,0	↓	14,7	↑	26,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 402	7 600	7 472	7 452	6 944	-2,6	↓	-0,9	↓	-0,7	↓	6,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 498	8 783	8 675	8 417	7 971	-3,2	↓	-2,0	↓	1,0	↑	6,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

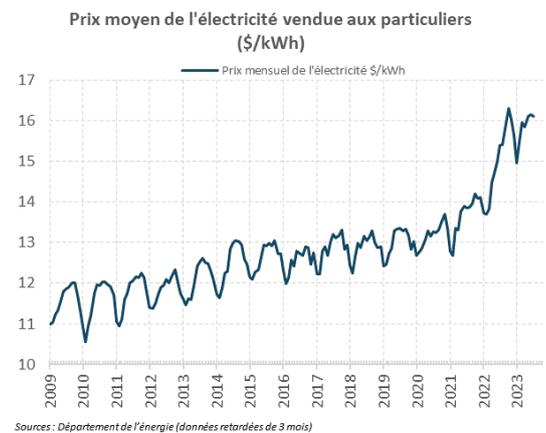
L'analyse des marchés :

En Asie, tous les indices terminent la semaine en baisse, pénalisés par les tensions au Moyen-Orient et la hausse des rendements obligataires mondiaux. En outre, les mauvaises publications de vente d'iPhone en Chine et les nouvelles restrictions d'exportations américaines de semi-conducteurs avancés vers la Chine ont fortement pesé sur les indices d'Asie du Nord, plus exposés au segment technologique. Dans la région, les mauvais résultats de Tesla ont aussi pénalisé les acteurs de la chaîne de valeur du véhicule électrique. Peu exposées à ces problématiques, l'Inde, l'Indonésie et la Malaisie ont affiché des baisses modérées.

Aux États-Unis, le S&P500 a clôturé la semaine en baisse de 2,4%, dans un contexte marqué par une forte remontée des rendements obligataires induite par des statistiques économiques solides et de nouveaux commentaires restrictifs en provenance de la Fed. En termes sectoriels, les compartiments sensibles à la hausse des taux (immobilier) ainsi que la consommation discrétionnaire ont fortement sous-performé, mais les valeurs défensives (consommation courante et télécom) et énergétiques ont été recherchées.

Le Focus de la semaine : Comment concilier hausse des taux d'intérêt et transition énergétique ?

Le secteur des services aux collectivités aux États-Unis est sous pression accrue depuis fin septembre. Outre son inhérente sensibilité aux taux longs, les investisseurs s'inquiètent des perspectives de croissance des énergies renouvelables. Le renchérissement du coût du capital pèsent sur les investissements dans les actifs renouvelables, majoritairement financés par de la dette. La cristallisation de ces inquiétudes est née de la difficulté de financer la croissance des actifs renouvelables non régulés de Nextera Energy, la plus importante société de service public américaine, pionnière dans le développement du renouvelable. En effet, le modèle de financement de Nextera Energy repose sur des transferts réguliers d'actifs vers Nextera Energy Partners (NEP), une fois que ceux-ci ont été construits et mis en service. NEP, en partie détenue par Nextera Energy, dispose d'un statut fiscal avantageux si elle distribue une partie substantielle de son résultat. Un tel modèle économique repose sur deux éléments majeurs. Tout d'abord, la capacité de Nextera Energy à générer des taux de rendement interne attractifs sur des projets renouvelables afin d'offrir une croissance visible à NEP. Ensuite, la capacité de cette dernière à avoir accès à des financements à bas coûts afin de maintenir la croissance de son dividende. Toutefois, la hausse rapide des taux longs a réduit la capacité d'emprunt de NEP, ce qui a entraîné une baisse des perspectives de croissance des dividendes (de +12% anticipés à 6%). La conséquence majeure de ces événements est la remise en cause de la croissance de l'activité renouvelable chez Nextera Energy et, de manière plus générale, la pérennité de la croissance verte aux États Unis suite aux problèmes également rencontrés par Orsted. Dès lors, nous pouvons être amenés à penser que les prix de l'électricité générée par du renouvelable devraient être plus élevés pour refléter le durcissement des conditions de financement. Jusqu'au déclenchement de la guerre en Ukraine et dans un contexte de taux bas, les Américains avaient réussi à diversifier leur bouquet énergétique en introduisant de plus en plus d'énergies renouvelables sans impact majeur sur la facture électrique du consommateur américain. Pour ce dernier, les taux plus élevés devraient freiner cette substitution à moindres coûts entre des centrales thermiques (charbon et gaz) et des capacités renouvelables pour lesquelles un prix de l'électricité plus élevé est nécessaire afin d'en maintenir la rentabilité. Dans un contexte de campagne présidentielle en 2024, la question devient éminemment politique car si l'inflation (et les taux longs) reste au-delà des niveaux cibles de la réserve fédérale, alors le dilemme entre décarbonation du bouquet énergétique et pression sur la facture d'électricité du consommateur pourrait s'inviter dans les débats.



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	20/10/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 224	4 328	4 396	3 840	3 753	-2,4 ↓	-3,9 ↓	10,0 ↑	12,6 ↑	-3,2 ↓	-1,5 ↓	11,2 ↑	4,8 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	33 127	33 670	34 122	33 147	31 083	-1,6 ↓	-2,9 ↓	-0,1 ↓	6,6 ↑	-2,4 ↓	-0,4 ↓	1,0 ↑	-0,8 ↓
Etats-Unis - Nasdaq	12 984	13 407	13 591	10 466	10 860	-3,2 ↓	-4,5 ↓	24,1 ↑	19,6 ↑	-3,9 ↓	-2,0 ↓	25,4 ↑	11,3 ↑
Japon Nikkei 300	478	490	486	401	397	-2,4 ↓	-1,7 ↓	19,2 ↑	20,3 ↑	-3,4 ↓	-2,6 ↓	5,4 ↑	10,4 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 375	2 456	2 550	2 280	2 213	-3,3 ↓	-6,9 ↓	4,1 ↑	7,3 ↑	-3,7 ↓	-6,4 ↓	-2,1 ↓	5,7 ↑
Chine - Shanghai	2 983	3 088	3 182	3 089	3 039	-3,4 ↓	-6,3 ↓	-3,4 ↓	-1,8 ↓	-4,3 ↓	-4,7 ↓	-8,2 ↓	-10,2 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 172	17 813	18 934	19 781	16 211	-3,6 ↓	-9,3 ↓	-13,2 ↓	5,9 ↑	-4,4 ↓	-6,8 ↓	-12,5 ↓	-1,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	926	951	987	956	865	-2,7 ↓	-6,2 ↓	-3,2 ↓	7,0 ↑	-3,5 ↓	-3,8 ↓	-2,2 ↓	-0,4 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les brasseurs face aux changements des politiques monétaires

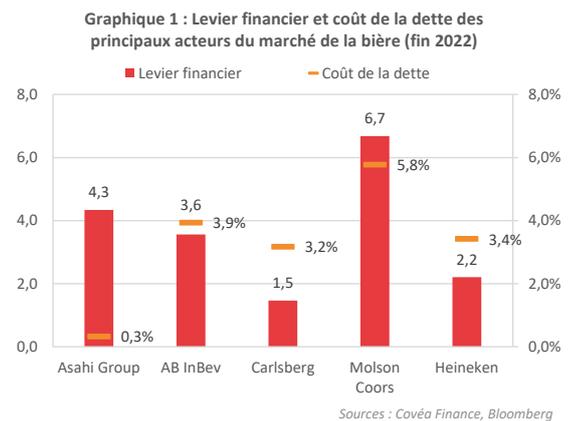
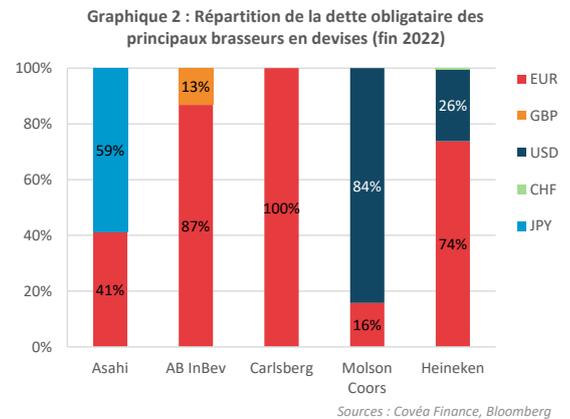
Un trait commun aux principaux brasseurs cotés (citons AB InBev, Heineken, Carlsberg, Molson-Coors et Asahi) est d'avoir profité des années de taux bas pour mener une politique de croissance externe et consolider leur position. Cette stratégie a eu comme conséquence un endettement de leurs structures financières et a conduit ces sociétés à intégrer le désendettement dans leur proposition de retour actionnarial. AB InBev en particulier, n°1 du secteur en termes de volumes, avec un ratio dette nette / EBE de 5,5x en 2016 suite au rachat de son concurrent SABMiller pour 107 Md\$, visait « à long terme » un ratio inférieur à 2x. A fin 2022, la situation financière des acteurs était contrastée (graphique 1) : AB InBev affichait un levier de 3,6x tandis que Carlsberg et Molson Coors présentaient des situations antinomiques avec des leviers respectifs de 1,5x et 6,7x.

Les divergences au sein du secteur sont également visibles au niveau du coût de la dette en raison de leur exposition en devises (graphique 2). Avec une dette totalement libellée en euro, Carlsberg bénéficiait de la politique monétaire européenne offrant des conditions d'emprunts plus avantageuses qu'aux États-Unis où Molson Coors est principalement exposé. Le coût de la dette de Carlsberg s'élevait à 3,17% à fin 2022, légèrement inférieur à celui d'AB InBev à 3,93% (exposition à l'euro et à la livre sterling) et de Heineken à 3,42% (exposition à l'euro et au dollar). Asahi, le principal brasseur au Japon, empruntait lui à un taux moyen de 0,3% à fin 2022, grâce à un endettement essentiellement en yen (graphique 1).

Dans le même temps, si les résultats 2022 avaient montré un rebond des volumes post-covid conjugué à une hausse des prix, les dernières publications trimestrielles montrent au contraire un certain refroidissement, du moins sur les volumes. Ceux d'AB InBev, qui avaient progressé de près de 10% en 2021, mais de seulement +2,3% sur 2022, se sont même affichés en recul sur le T2 2023 (-1,4% en glissement annuel). Heineken a vu ses volumes baisser de -5,6% sur le S1 2023 par rapport à l'an dernier. Ce sont les différentes revalorisations tarifaires qui ont permis aux brasseurs d'afficher une croissance de leurs activités au premier semestre 2023. La reprise d'une dynamique favorable des volumes et la préservation des flux de trésorerie seront néanmoins les uniques garants d'une croissance à long terme viable et d'un désendettement du secteur.

Dans les marchés matures, où la croissance en volume n'est plus possible, les brasseurs se concentrent sur leurs marges via la « premiumisation » de leur portefeuille et le développement de nouvelles offres (*hard seltzer*, bières sans alcool), dans un contexte où la bière perd en popularité (notamment aux États-Unis face aux vins et alcools forts). La croissance en volume est possible dans certains marchés immatures : AB InBev et Heineken évoquent le Nigéria, le Vietnam et l'Ouganda et leurs 350 millions de consommateurs qui n'ont pas encore tous l'habitude de consommer régulièrement de la bière... Soulignons la capacité des brasseurs à exporter une marque qui n'est pas considérée comme premium dans leurs marchés locaux mais de la proposer comme une marque premium sur ces nouveaux marchés (le cas notamment des bières Corona, Stella Artois et Budweiser, vues et tarifées à un niveau premium en-dehors de leurs marchés nationaux par AB InBev).

Dans cet environnement où le coût de l'argent a drastiquement augmenté, les méga-fusions par endettement deviennent difficiles. Quelques rachats ciblés et opportunistes pourraient toutefois être réalisés par les sociétés affichant un niveau d'endettement satisfaisant ou bénéficiant de conditions d'emprunts encore attractives. Les petits brasseurs (« *craft beers* ») en rapide développement (de 1400 acteurs en 2006 à 9100 en 2021 aux États-Unis), mais maîtrisant moins bien leurs coûts et souffrant d'un refinancement difficile pourraient être des cibles de croissance externe privilégiées.



Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Ludovic Martins

Analyste financier et extra financier

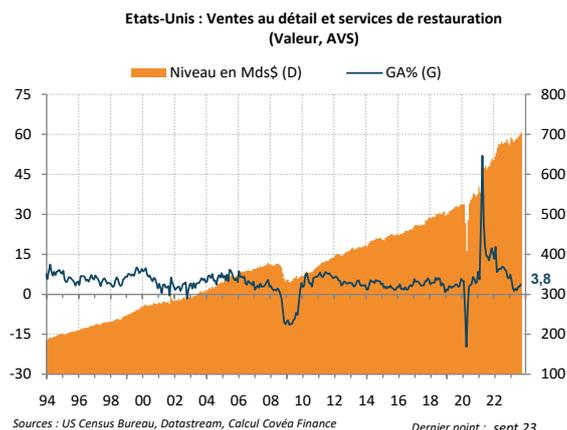


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve fédérale insiste sur la prudence en amont de sa prochaine réunion »

Les données d'activité publiées cette semaine témoignent une nouvelle fois de la résistance de l'économie américaine. Les ventes au détail en valeur s'inscrivent en progression de 0,7% en glissement mensuel en septembre, tandis que les estimations des deux mois précédents ont été révisées en hausse. Le groupe de contrôle (hors carburant, matériaux de construction et automobile) affiche un solide gain mensuel de 0,6% sur le mois, ce qui rend compte du dynamisme des dépenses à l'approche du 4^{ème} trimestre. Sur le mois, la progression a été marquée pour les ventes sur internet (+1,1%), et le soin et santé (+0,8%). A la suite de cette publication, les prévisions de croissance du PIB du troisième trimestre devraient être révisées en hausse pour tenir compte de la vigueur de la consommation.



Sources : US Census Bureau, Datastream, Calcul Covéa Finance. Dernier point : sept 23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-23	0,1	0,1	4,4	3,4
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	sept.-23	-7,2	-2,8	17,6	-4,2
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	sept.-23	-7,2	-15,7	15,0	-3,4
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	sept.-23	3960	4040	6128	5081
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	sept.-23	3,8	2,9	18,2	9,7

* Du 16/10/2023 au 22/10/2023. Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'industrie, la production est également bien orientée en septembre, avec une progression mensuelle de 0,3%. La production automobile n'est manifestement pas perturbée par les grèves et affiche une hausse mensuelle de 0,3%. Le manufacturier progresse de 0,4%, tout comme les mines.

Ces publications devraient conduire la Fed à maintenir un biais restrictif et conserver la communication selon laquelle les taux resteront élevés pour longtemps. En ce qui concerne les décisions de la prochaine réunion de politique monétaire (1^{er} novembre), **les responsables de la Réserve fédérale ont insisté cette semaine sur leur volonté d'agir avec prudence.** Tout d'abord Christopher Waller, membre du conseil des Gouverneurs, a évoqué la possibilité de maintenir le statu quo lors de la réunion de politique monétaire du 1^{er} novembre afin de se laisser le temps de récolter davantage de données sur la situation économique. Il a dressé deux scénarii. Dans le premier, la demande se modère, ce qui conduit l'économie à un meilleur équilibre avec l'offre, et permet une détente de l'inflation. Le taux directeur pourrait dans ce cas rester au niveau actuel. Dans le second scénario, la demande et l'activité économique se maintiennent au rythme récent, mettant plus de pression haussière sur les prix, ce qui nécessiterait un resserrement supplémentaire de la part des autorités monétaires pour atteindre la cible d'inflation de 2%. Dans l'immédiat, C. Waller estime qu'il est trop tôt pour se prononcer et considère donc que la Réserve fédérale doit réunir plus d'information sur la situation économique. Ainsi, il privilégie l'approche prudente, mais n'exclut pas des hausses supplémentaires, en fonction de l'évolution des données. Le Président de la Réserve fédérale Jerome Powell a tenu un discours similaire le lendemain en soulignant la nécessité d'agir prudemment, ce qui semble confirmer qu'une pause sera privilégiée lors de la

prochaine réunion. J. Powell, a toutefois déclaré que « des preuves supplémentaires d'une croissance durablement supérieure à la tendance, ou que les tensions sur le marché du travail ne s'atténuent plus, pourraient justifier un nouveau resserrement de la politique monétaire ». Interrogé sur l'impact de la récente hausse des taux longs sur la conduite des taux directeurs, il a déclaré que cela pourrait réduire la nécessité d'un nouveau resserrement « à la marge », tout en restant très circonspect sur cet effet.

Dans l'immobilier, les mises en chantier et les permis de construire évoluent en ordre dispersé en septembre, avec respectivement un bond de 7% et une contraction de 4,4% sur le mois. La baisse des permis est imputable à la composante immeubles d'habitation, de nature plus volatile, tandis que les permis pour les maisons individuelles progressent. Pour les mises en chantier, la progression concerne à la fois les immeubles et les maisons individuelles. En revanche, l'indice de confiance des promoteurs immobiliers a chuté de 4 points en octobre (40 contre 44 en septembre), et est au plus bas depuis janvier dernier, signe d'un **impact de la remontée des taux sur la confiance dans le secteur immobilier**. Le taux moyen à 30 ans pour un emprunt immobilier a en effet poursuivi sa trajectoire haussière et dépassé le seuil de 7,50% à la mi-octobre. Dans l'ancien, les ventes de logements ont reculé de 2% en septembre et atteignent leur plus bas niveau depuis 2010. En rythme annuel, les ventes s'affichent en contraction de plus de 15%. Il faut par ailleurs noter que ces données de ventes sont relevées au moment où la transaction est terminée, et non pas à la signature qui intervient un à deux mois auparavant, comme c'est le cas pour les données de ventes de logements neufs. L'impact de la remontée des taux intervenue depuis le mois d'août ne se reflète ainsi pas complètement dans cette publication. Au-delà de la remontée des taux d'intérêt, l'offre limitée de logements à vendre explique aussi la faiblesse des transactions. Dans ce contexte, les prix résistent et demeurent en croissance de 2,4% en rythme annuel.

Sur le plan politique, le candidat républicain Jim Jordan a échoué par trois fois à emporter la majorité pour l'élection du Président de la Chambre des Représentants. Alors qu'au premier tour, 20 élus républicains lui avait fait défection, 22 élus de son camp ont refusé au second tour de voter en sa faveur au second tour et 25 au troisième tour. Le groupe parlementaire a ensuite voté par 112 voix contre 86 pour l'éliminer de la course. Les Républicains doivent se réunir pour désigner un nouveau candidat, parmi neuf postulants.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

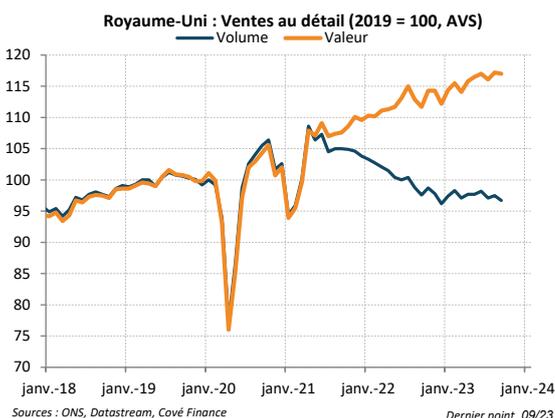


Suivi Macroéconomique

Europe

« Au Royaume-Uni, l'inflation pèse sur l'activité »

Malgré une baisse de 3,9% sur un an des exportations de marchandises, la balance commerciale de la zone euro a enregistré un excédent commercial de 6,7Mds€ en août, contre un déficit de 54,4Mds au même mois en 2022. Le redressement s'explique par une chute de 24,6% des importations sur les douze derniers mois, chute qui reflète essentiellement celle des prix des importations (-3,5% sur un an pour les biens industriels) -notamment de produits énergétiques (-44% GA)- au cours de la période. Cumulée sur les huit premiers mois de l'année, la balance commerciale de la zone euro affiche un excédent de 8,1Mds€, contre un déficit de 243Mds€ pour la même période un an plus tôt.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
AL	ZEW	Indice	oct.-23	-1,1	-11,4	54,9	-27,2
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	sept.-23	6,7	6,7	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	sept.-23	6,1	6,2	2,4	5,9

* Du 16/10/2023 au 22/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

niveau de ratios de capital, notamment afin de ne pas être empêchées de verser des dividendes. Afin d'éviter cela, il est possible de lever certaines de ces contraintes afin que les coussins prudentiels jouent leur rôle. La BCE estime toutefois que le moment n'est pas venu d'un tel assouplissement, alors que les banques sont saines et profitables (ROE moyen supérieur à 10% au T2). Le ralentissement de la distribution de crédit ne résulte pas des contraintes en capital des banques, mais de l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur la demande de financement.

Les ministres de l'énergie des pays membres de l'Union européenne se sont mis d'accord sur une réforme du marché européen de l'électricité. La présidence espagnole a fini par trouver un compromis entre les positions antagonistes de la France et de l'Allemagne. Les « Contrats pour différences » seront au centre du système. Il s'agit d'un système censé garantir à la fois une relative stabilité des prix pour les consommateurs et un niveau de prix suffisamment rémunérateur et stable pour que les producteurs engagent des investissements de (très) long terme. L'Etat pourra se porter garant de ces prix, mais aucune autre forme de subvention aux producteurs d'électricité ne devrait être tolérée. Les consommateurs ne devraient plus subir pleinement les effets des variations des prix du gaz, qui se répercutaient dans l'ancien système quasiment intégralement et immédiatement dans les prix de détail de l'électricité.

Au Royaume-Uni, l'inflation peine à reculer plus franchement. En septembre, l'indice des prix à la consommation était en hausse de 6,7% sur un an, comme le mois précédent. Le recul de l'inflation sous-jacente a été moins important que l'espéraient les prévisionnistes, avec une progression de 6,1% sur un an de l'indice des prix hors alimentation, énergie, tabac et alcool, contre 6,2% en août. Sur le mois, les prix des produits alimentaires ont reculé, pour la première fois depuis deux ans, mais l'effet de ce mouvement sur l'indice total a été totalement compensé par le rebond des prix des carburants. En forte hausse sur le mois (+0,4% vs +0,2%), les prix des services a accéléré, avec une progression de 6,3% sur douze mois, après +6,1% en août. Dans ce contexte, **les ventes au détail ont reculé de 0,2% en valeur et de 0,9% en volume, en séquentiel, au mois de septembre.** A prix courant, leur rythme de progression sur un an a augmenté, de 3,3% à 4,7%, mais elles restent en baisse de 1,0% à prix constant, toujours par rapport à septembre 2022. Le recul des ventes en volume par rapport au mois précédent résulte de fortes baisses dans les magasins non-alimentaires, mais aussi des ventes par correspondance, alors que le rebond des prix des carburants n'a pas empêché une légère progression de leurs ventes.

Par ailleurs, l'emploi britannique s'est encore dégradé en septembre (-11 000), après -8 000 le mois précédent. Les tensions sur le marché du travail ne s'apaisent toutefois pas encore franchement, avec une progression sur un an de 7,8% des salaires hors bonus, qui pourrait se répercuter sur l'évolution des prix.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, les données sont mieux orientées à l'exception de l'immobilier »

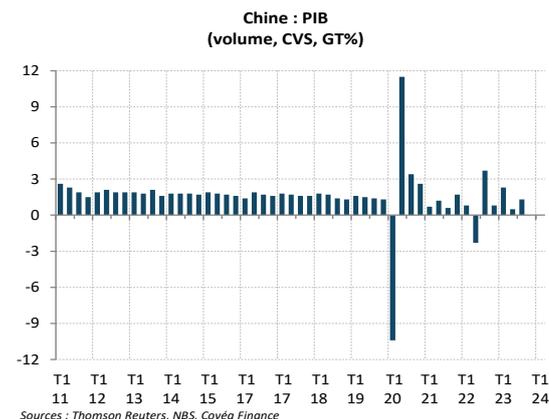
L'économie chinoise se redresse quelque peu au troisième trimestre. La croissance trimestrielle du PIB a atteint 1,3% au T3, soit une nette accélération après la faiblesse du T2 (0,5% après une révision à la baisse). En glissement annuel, la croissance du PIB s'inscrit ainsi à 4,9% au T3. A l'instar de la plupart des données des dernières semaines, cette publication va dans le sens d'une meilleure orientation de l'activité et rassure ainsi après des mois de détérioration. Selon le Bureau national des statistiques, une croissance trimestrielle du PIB de seulement 0,2% au T4 serait désormais suffisante pour atteindre l'objectif d'une croissance de 5% sur l'ensemble de l'année 2023. Il convient toutefois de rappeler que l'atteinte de cette cible reste synonyme de net ralentissement de l'économie chinoise par rapport aux dernières décennies (9% de croissance annuelle en moyenne sur la période 2000-2019), d'autant que la croissance en 2023 bénéficie d'effets

de base et de rattrapage favorables après les lourdes difficultés économiques de 2022, notamment en lien avec la politique « zéro covid » qui n'a été levée qu'en décembre de cette année.

Les données d'activité du mois de septembre rassurent sur l'état de la demande domestique. La croissance des ventes au détail a accéléré à 5,5% en glissement annuel en septembre, contre 4,6% en août, notamment soutenue par la poursuite de la dynamique dans la restauration et les ventes d'automobiles (qui restent soutenues par les pouvoirs publics). La consommation semble également avoir bénéficié du recul du taux d'épargne des ménages à 30,2% au T3 contre 31,8% au T2. Notons toutefois que cette reprise des ventes contraste avec la faiblesse de l'inflation (0% en septembre) qui envoie un message beaucoup moins favorable sur l'état de la demande chinoise.

En outre, la croissance de la production industrielle est restée stable à 4,5% en septembre mais cette dynamique a surtout été soutenue par le secteur des services publics (« utilities »), et en particulier la production d'électricité, alors que les productions manufacturière et minière ralentissent quelque peu. Du côté des investissements, l'écart se creuse entre (i) les investissements en infrastructure et dans le secteur manufacturier, dont la croissance gagne en vigueur, et (ii) les investissements dans l'immobilier, dont le déclin s'accélère (-11,2% sur un an). **Le secteur de l'immobilier reste le principal frein à l'activité chinoise**, comme l'illustre également le déclin toujours prononcé des ventes de logements (-10,1% sur un an), en dépit des soutiens du gouvernement sur le secteur.

L'économie chinoise reste également affectée par les tensions commerciales avec les Etats-Unis, qui se sont encore accentuées la semaine passée. Les Etats-Unis ont annoncé un renforcement des restrictions imposées à la Chine en matière d'accès aux importations de technologies de pointe d'entreprises américaines dans le domaine des semi-conducteurs.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Inflation IPC, NCVS, GA%	sept.-23	3,0	3,1	-0,2	2,5
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	sept.-23	2,6	2,7	-0,8	0,2
	Exportations Val, CVS, GA%	sept.-23	4,2	-1,2	21,7	18,1
	Importations Val, CVS, GA%	sept.-23	-11,9	-16,9	25,2	39,9
CH	Investissement en actifs fixes NCVS, GA%	sept.-23	3,1	3,2	4,9	5,1
	Prod. Industrielle Val, NCVS, GA%	sept.-23	4,5	4,5	9,3	3,4
	Ventes au détail Val, NCVS, GA%	sept.-23	5,5	4,6	12,4	-0,8
	PIB Val, NCVS, GA%	T3 23	4,9	6,3	9,1	3,0

*Du 16/10/2023 au 22/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

S'ajoutant aux restrictions imposées en octobre 2022 sur le secteur, ces nouvelles règles vont s'étendre aux importations d'un certain type de semi-conducteur utilisé dans le secteur de l'intelligence artificiel. Quelques jours plus tard, la Chine a annoncé que les entreprises domestiques exportatrices de graphite (un composant important des batteries des véhicules électriques dont la Chine est le premier producteur) devront, à partir du 1er décembre, obtenir un permis pour en expédier à l'étranger en raison de « préoccupations liées à la sécurité nationale ». **Parallèlement, la Chine continue d'afficher sa proximité avec la Russie.** Xi Jinping a reçu V. Poutine à Pékin à l'occasion d'un sommet marquant le dixième anniversaire des routes de la soie en dépit du mandat d'arrêt de la Cour pénale internationale à son encontre pour des crimes de guerre.

Au Japon, la dynamique des prix reste historiquement élevée. L'inflation totale ralentit légèrement à 3% en septembre en glissement annuel (3,2% en août), en lien avec le recul prononcé des prix de l'énergie (-11,7%) et une légère modération de la dynamique des prix dans l'alimentation, qui reste néanmoins vigoureuse (+8,8%). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) reste également relativement élevée à 2,6% (2,5% le mois précédent), notamment soutenue par les prix des services, et cette vigueur pourrait être entretenue par une dynamique à la hausse sur les salaires. Notons que le Premier ministre, Fumio Kishida, s'est engagé à renforcer les mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages face à l'inflation, notamment via un prolongement du programme de subvention énergétique jusqu'au printemps prochain.

Par ailleurs, le Japon a retrouvé un solde commercial positif sur le mois de septembre. Il s'agit seulement du deuxième excédent mensuel en deux ans (420 millions \$). Cette amélioration reflète (i) un redressement des exportations (+4,3% en GA), principalement soutenues par la reprise des exportations d'automobiles et (ii) un recul des importations (-16,3% en GA), surtout en lien avec des effets de base sur les prix de l'énergie.

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.