

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

26 septembre 2022

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Gueules noires

Depuis le 10 août, l'Union européenne a cessé officiellement d'acheter du charbon russe. Jusqu'alors, celui-ci représentait la moitié des importations de lignite et de houille de la zone. Pourtant, le virage énergétique, né du conflit en Ukraine, passe par une reprise de la consommation du « diamant noir ». Une consommation qui est mondiale et qui sera historique en 2022 avec 8Mds tonnes, égalant le record de 2013 selon l'Agence Internationale de l'Energie. Car, comme pour le pétrole, la Russie écoule son charbon disponible en Asie à prix réduit, et les grands pays exportateurs (Australie, Indonésie, Etats-Unis, Afrique du Sud et Colombie) redoublent d'efforts pour assouvir cette soif planétaire.

Et il n'y a pas qu'en Colombie que l'on rouvre des mines (à l'image de la mine « el diamante » mise en sommeil en 2019 pour rentabilité insuffisante et réactivée depuis!). La Moselle va vivre le redémarrage, non de mines, mais de sa centrale thermique de Saint-Avold pour 6 mois grâce au rappel de salariés licenciés. Malgré les surcoûts inhérents à la fois à la remise aux normes d'une usine promise à l'arrêt définitif (par la loi Energie et climat de 2019), la forte hausse des prix du fret par barge sur le Rhin et ceux des quotas d'émission de CO2, et le quasi triplement du prix du charbon depuis janvier, la progression du mégawattheure (150% depuis 2021) justifie cette réactivation temporaire. La centrale du groupe tchèque EPH de M.Kretinsky rejoindra celle d'EDF en Loire Atlantique, pour pallier le risque de coupure et participer à l'effort de sécurisation énergétique. Le site produira donc 0.2% de la production française d'électricité et 8% des émissions de CO2 du système électrique français. Des émissions qui seraient venues d'Allemagne... dans le cas d'importations supplémentaires d'électricité à base de la lignite d'outre-rhin!

On l'a plusieurs fois souligné dans nos Perspectives Economiques et Financières, la sécurité énergétique comme l'assurance d'une certaine stabilité du cadre fiscal et réglementaire compte principalement dans le processus de décisions de relocalisation des entreprises. Force est de constater que celle-ci n'est pas garantie! Bien sûr, les circonstances sont exceptionnelles. Mais celle-ci doivent pourtant rentrer aussi dans le champ d'une politique énergétique de long terme, garante de l'attrait de notre territoire.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

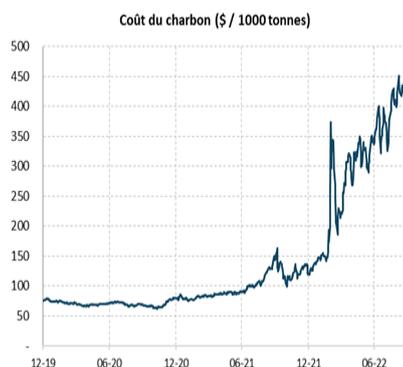
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ... la sécurité énergétique... »



Sources : Covéo Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	23/09/22	22/06/22	T-12 mois	22/06/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	0,969	1,057	1,174	-8,3	-17,5
€ / £	0,893	0,862	0,856	3,6	4,4
€ / Yen	138,93	143,99	129,52	-3,5	7,3
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	86	112	77	-22,9	11,5
Indice CRB*	560	612	551	-8,4	1,7
Prix de l'once d'Or	1 645	1 834	1 748	-10,3	-5,9
Prix de la tonne de cuivre	7 433	8 773	9 274	-15,3	-19,8
Indice Baltic Dry**	1 816	2 349	4 651	-22,7	-61,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2 072	4 222	2 869	-50,9	- 28

Sources : Bloomberg, Covéo Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur les marchés obligataires, la hausse des rendements s'est généralisée à l'ensemble des pays au cours d'une semaine rythmée par les annonces des banques centrales. Aux Etats-Unis, les taux directeurs augmentent de 75 pb, au Royaume-Uni de 50 pb et en Suède de 100 pb. Par ailleurs, au Royaume-Uni, l'annonce du plan de relance contribue également à la hausse de 69 pb du taux à 10 ans britannique qui clôture à 3.83%. En Europe, l'écart de rendement entre l'Allemagne et l'Italie augmente marginalement à 232 pb, en hausse de seulement 4 pb. Les taux à 10 ans de l'Espagne et du Portugal terminent au-dessus de 3%.

Sur le marché du crédit, les primes de risque des indices crédits de catégorie Investissement et Haut rendement augmentent, de 3 et 7 pb, et atteignent respectivement 204 et 568 pb pour respectivement une maturité moyenne de 5 et 4 ans.

Le Focus de la semaine : La FED, entre baisse de taux et réduction de son bilan, un mix compliqué.

Le contexte inflationniste particulièrement élevé et durable a contraint la Federal Reserve à accélérer son processus de normalisation monétaire. Pour se faire, elle a commencé à monter ses taux directeurs de manière agressive et rapide. Par ailleurs, elle a également démarré un programme de réduction de son bilan. La conduite de la politique monétaire pour faire atterrir en douceur l'économie semble de plus en plus difficile à réaliser. L'inflation reste élevée et les signes de ralentissement de l'économie ouvrent la voie à la récession, dont l'ampleur reste difficile à appréhender. Entre juin et août, la Fed devait réduire son bilan de 47,5 mds\$ d'actifs chaque mois. Et à partir de septembre, elle devait accélérer l'allègement de son bilan à hauteur de 95 mds\$ (60Mds\$ sur les Treasuries et 35Mds\$ sur les MBS*) par mois, mais il n'en est rien. A ce jour, elle n'a réduit son bilan que d'environ 75Mds\$, bien loin des 142,5Mds\$ attendus à fin août.

Il existe un conflit entre la nécessité de faire monter les taux pour réduire les pressions inflationnistes, auxquelles le logement contribue fortement et l'objectif d'un resserrement quantitatif sans heurts. Les spécialistes en valeurs du Trésor ont une exposition limitée aux MBS, mais leur capacité d'absorption est incertaine. Leurs détentions totales de MBS n'ont pas excédé les 80Mds\$ au cours des dernières années. Ainsi, la FED n'a pour l'instant réduit son bilan en Treasuries que de 76Mds\$ tandis que la détention de MBS* (Mortgage Back Securities) a, elle, augmenté. Certes les ventes de maisons ont diminué au cours des derniers mois, la hausse des taux hypothécaires (autour de 6,5% actuellement) ayant freiné la demande. Les demandes de prêt hypothécaire pour les maisons neuves étaient en baisse de 10 % d'une année sur l'autre en août, selon la Mortgage Bankers Association. Le marché du logement est l'un des secteurs les plus touchés par la série de hausses de taux d'intérêt cette année.

Ce ralentissement de l'origination n'a pas encore amené la Fed à repenser sa stratégie consistant à laisser expirer ses avoirs en MBS ou à les vendre sur le marché libre, a déclaré Jérôme Powell, président de la FED.

"Ce que nous avons dit, comme vous le savez, c'est que nous considérerions cela une fois que le ruissellement du bilan sera bien engagé", a déclaré Powell à propos de la vente de MBS. "Je dirais que ce n'est pas quelque chose que nous envisageons en ce moment et pas quelque chose que je m'attends à envisager à court terme." La sortie de la Fed du marché des titres hypothécaires, quelle que soit sa rapidité ou son ampleur, a également un impact sur le coût du financement immobilier. Elle réduit déjà la demande de créances hypothécaires titrisées en limitant son activité d'achat. Un passage à la vente pourrait dévaluer davantage les MBS. Un marché secondaire plus faible pour les prêts hypothécaires pourrait contribuer à des taux hypothécaires encore plus élevés à l'avenir.

La FED va donc devoir trouver la bonne mesure entre la poursuite de la hausse des taux directeurs et le dégonflement de son bilan.

*MBS: titre financier garanti par une ou plusieurs hypothèques. Ces titres sont émis par des établissements financiers habilités et régulés.

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	23/09/22	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	2,50	1,75	0,25	0,25	0,75	↑	1,50	↑	3,00	↑
BCE - Taux Repo	1,25	1,25	0,00	0,00	0,00	0,00	⇒	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	↑
Banque d'Angleterre	2,25	1,75	1,25	0,25	0,10	0,50	↑	1,00	↑	2,00	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,68	3,45	3,16	1,51	1,43	24	↑	53	↑	217	↑
Allemagne	2,02	1,76	1,64	-0,18	-0,26	27	↑	39	↑	220	↑
France	2,60	2,31	2,18	0,20	0,08	29	↑	42	↑	240	↑
Italie	4,34	4,03	3,55	1,17	0,72	31	↑	80	↑	317	↑
Royaume-Uni	3,83	3,14	2,50	0,97	0,91	69	↑	133	↑	286	↑
Japon	0,24	0,26	0,25	0,07	0,04	-2	↓	-1	↓	17	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	130,4	112,3	111,5	47,8	48,5	18,0	↑	18,8	↑	82,6	↑
Indice Itraxx Crossover	637,2	552,8	552,3	241,7	239,0	84,3	↑	84,8	↑	395,4	↑

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 européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) clôture sur une nette baisse de près de 5%. Celle-ci s'explique, d'une part, par l'escalade du conflit en Ukraine avec l'annonce de referendum d'annexions de la part de la Russie. En outre, les relèvements significatifs des taux directeurs par les banques centrales vont peser sur la conjoncture et les profits des sociétés en 2023.

C'est pourquoi les investisseurs ont recherché les valeurs considérées comme les moins sensibles à la dégradation de cet environnement. Ainsi, les secteurs de la consommation de base et des services aux collectivités n'ont affiché qu'une baisse limitée. Plus particulièrement, Fortum s'est apprécié de 26% suite à l'annonce de cession de sa participation dans l'Allemand Uniper, améliorant le profil de risque de la société.

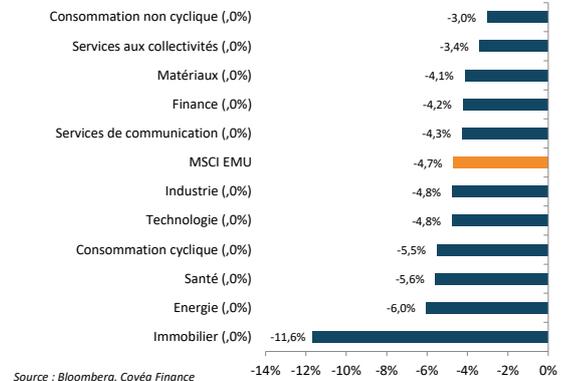
A contrario, les investisseurs ont vendu le secteur de l'immobilier, affaibli par la hausse des taux. Plus spécifiquement, la société Unibail a abandonné 15%. De même, les valeurs exposées au cycle économique telles que Valeo ainsi que les sociétés endettées comme l'Espagnol Grifols ont été pénalisées.

Le secteur de l'énergie a également affiché une baisse de 6% dans le sillage de la forte baisse des cours du pétrole.

En termes géographiques, les actions suisses affichent la meilleure performance hebdomadaire grâce aux valeurs de consommation, Nestlé notamment. Par contre, l'indice local autrichien a pâti de la baisse du pétrolier OMV.

Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap est en recul de plus de 6% sur la semaine. En 2022, petites valeurs affichent une baisse de -27%. Cette baisse plus marquée que les grandes capitalisations traduit la forte aversion au risque des investisseurs comme nous l'avions décrit dans l'un de nos précédents éditos.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 16/09/2022 au 23/09/2022 (GICS)



Source : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : La diffusion de l'innovation au sein de l'industrie : la modernisation du véhicule minier.

Les changements structurels dont les restructurations des chaînes d'approvisionnement sous contraintes géopolitiques et politiques sont un thème majeur d'investissement décliné dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Ainsi, l'automatisation, l'électrification et la décarbonation sont des tendances de fonds qui transforment radicalement le secteur des biens d'équipements. Comme le montre l'essor du véhicule minier électrique, l'équipement minier ne fait pas exception à la règle.

Par exemple, les appareils d'excavation de cuivre à moteur diesel sont polluants et surtout chers à entretenir. Ils produisent aussi beaucoup de chaleur, ce qui nécessite de gros besoins en ventilation en milieu souterrain. Ainsi, l'équipementier minier suédois Epiroc estime qu'un chargeur électrique nécessite seulement 50% des besoins en ventilation de son équivalent diesel.

Les véhicules électriques à zéro émission de CO2 permettent aussi d'améliorer la qualité de l'air pour les travailleurs sur les chantiers miniers. Leur santé est un enjeu très important dans ce secteur précis, à cause de leurs conditions de travail éprouvantes. Ainsi, outre l'amélioration de la productivité des sociétés minières, la transition au véhicule minier électrique contribue à l'atteinte de leurs objectifs ESG.

Les grandes minières consacrent donc des investissements conséquents en ce sens et se modernisent rapidement. En 2022, le géant minier Anglo American a ainsi lancé son nouveau camion électrique. Sa chaîne de propulsion comprend des batteries lithium-ion ainsi que des piles à hydrogène. De plus, sa puissance surpasse l'engin diesel qu'il est censé remplacer au sein de la mine de platine d'Anglo American en Afrique du Sud ; il est ainsi capable de transporter 290 tonnes de minerais pour un poids total en charge de 510 tonnes.

Enfin, l'électrification facilite l'usage de la technologie du véhicule opéré à distance, qui se généralise sur les chantiers miniers. Le secteur est lui aussi concerné par la transition au digital et la mine du futur est construite sur la base de la connectivité au même titre que les usines les plus récentes. Ainsi, les grandes sociétés éditrices de logiciels industriels telles Aveva proposent désormais une offre en ce sens afin d'améliorer la visibilité des sociétés minières sur leurs opérations. Outre l'autonomie accrue du véhicule, ceci se traduit dans la prévention des accidents, éboulements ou effondrements et l'optimisation du rendement du véhicule. Au sein de nos Perspectives Economiques et Financières, nous privilégions ces sociétés innovantes favorisant une croissance durable et qualitative.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	23/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	118,2	124,1	123,8	154,1	151,0	-4,7	↓	-4,5	↓	-23,2	↓	-21,7	↓
MSCI EMU Mid Cap	813	864	883	1 094	1 083	-5,9	↓	-7,9	↓	-25,7	↓	-24,9	↓
MSCI EMU Small Cap	303,7	334,0	374,7	487,4	504,1	-9,1	↓	-18,9	↓	-37,7	↓	-39,7	↓
MSCI Europe	131,2	137,1	135,9	161,7	154,4	-4,3	↓	-3,5	↓	-18,9	↓	-15,0	↓
France CAC40	5 783	6 077	5 917	7 153	6 702	-4,8	↓	-2,3	↓	-19,1	↓	-13,7	↓
Allemagne DAX30	5 024	5 211	5 378	6 696	6 610	-3,59	↓	-6,6	↓	-25,0	↓	-24,0	↓
Italie MIB	21 067	22 111	21 789	27 445	26 081	-4,7	↓	-3,3	↓	-23,2	↓	-19,2	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 019	7 237	7 089	7 385	7 078	-3,0	↓	-1,0	↓	-5,0	↓	-0,8	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 860	8 253	8 227	8 787	8 273	-4,8	↓	-4,5	↓	-10,5	↓	-5,0	↓

Sources : Bloomberg Covéa Finance

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 forte baisse, affectés par la décision de la banque centrale américaine de remonter ses taux directeurs et de maintenir la dynamique de resserrement monétaire afin de lutter contre l'inflation. Les pays d'Asie du Sud-Est et l'Inde affichent les baisses les plus modérées. Ces régions figurent également parmi les meilleurs « performeurs » depuis le début de l'année. En effet, l'Inde bénéficie d'une économie relativement domestique et de données macroéconomiques en amélioration. Les pays d'Asie du Sud-Est comme l'Indonésie et la Thaïlande, bénéficient de la bonne tenue des matières premières, ainsi que de nombreuses annonces de diminution des restrictions sanitaires (Corée, Japon, Hong Kong, Taiwan) qui devraient soutenir le tourisme dans la région. A l'inverse, les pays d'Asie du Nord (Taiwan, Chine et Corée du Sud) ont été les plus pénalisés par les investisseurs compte tenu de la présence significative de valeurs technologiques dans les indices, plus sensibles aux taux. Parmi les nouvelles transverses intéressantes dans la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, nous relèverons cette semaine la volonté de Huawei de créer des partenariats avec les fabricants chinois de semi-conducteurs afin de créer des lignes de production libres de tout contenu technologique américain. Aussi, Foxconn, le groupe industriel taiwanais et l'entreprise indonésienne Indika ont annoncé un partenariat ayant pour objectif de fabriquer des batteries ainsi que des véhicules électriques en Indonésie. Cette nouvelle est la seconde en quelques semaines, et le symbole d'une volonté du géant taiwanais de produire en dehors de Chine et de Taiwan. Pour rappel Foxconn avait, il y a peu annoncé un partenariat avec l'Indien Vedanta afin de déployer des capacités sur le sol indien. Enfin Daikin, champion mondial des appareils de climatisation, aurait demandé à ses fournisseurs d'être moins dépendants de la production en Chine. Le constructeur automobile Mazda avait fait une demande similaire à ses fournisseurs il y a quelques semaines.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en baisse de 4.6%. Les marchés américains ont également été pénalisés par la décision de la banque centrale américaine. L'impact que ces mesures pourraient avoir sur la croissance économique américaine a ainsi pesé sur le sentiment des investisseurs. Les annonces de remontée de taux d'autres banques centrales dans le monde ont accentué les craintes d'un ralentissement mondial de l'économie. Dans ce contexte, tous les secteurs terminaient la semaine en baisse. Les secteurs les plus exposés à un ralentissement de l'économie comme l'énergie, les matériaux, les financières ou encore la consommation discrétionnaire affichaient les plus fortes baisses. Le secteur de l'immobilier était pénalisé par la hausse des taux longs et par la dégradation de certains indicateurs macroéconomiques. Les secteurs plus défensifs comme la consommation de base, la santé ou les services aux collectivités surperformaient les indices. Témoin de l'inflation persistante, l'entreprise automobile Ford annonçait que ses résultats pour le troisième trimestre seraient impactés par des coûts supplémentaires d'un milliard de dollars en raison de la hausse de l'inflation et de problèmes persistants sur sa chaîne d'approvisionnement. L'entreprise a également déclaré que 40 000 à 45 000 véhicules ne pourraient être livrés aux concessionnaires avant le quatrième trimestre en raison de pénuries sur certains composants.

Le Focus de la semaine : La loi sur la réduction de l'inflation et les bénéfices des entreprises.

Au cours des 10 prochaines années, « l'Inflation Reduction Act » (IRA) vise essentiellement à assurer la sécurité et la transition énergétique des Etats-Unis (\$369 Mds de dépenses) et à réduire le déficit budgétaire (\$300 Mds de remboursements). A partir de 2023, le financement de ces postes est essentiellement assuré par une augmentation des prélèvements sur les grandes entreprises et articulé autour de trois grands axes :

Tout d'abord un impôt minimum de 15% qui vise principalement les multinationales des secteurs de la santé et de la technologie (capables de tirer parti de juridictions à faible taux d'imposition) et devrait rapporter environ \$220 Mds. Ensuite, une taxe de 1% sur les rachats de titres, pour des recettes estimées à \$75 Mds. Finalement, une réduction des prix des médicaments à partir de 2026 (\$265 Mds d'économies), par des achats directs du gouvernement fédéral (programme Medicare) et un contrôle des prix (par limitations et indexations). Malgré un impact relativement faible sur les résultats des entreprises en 2023 (-2% estimé sur les BPA du S&P500), cette législation accentue les pressions induites par le resserrement monétaire et le ralentissement de la conjoncture et conforte notre sélectivité à l'égard des actions américaines.

Evolution du taux effectif d'imposition des sociétés aux États-Unis depuis 1970



Sources : Covéa Finance, Facset

Jean Dominique Seta

Responsable équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
						en devise locale					en €				
	23/09/22	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	3 693	3 873	3 760	4 766	4 449	-4,6 ↓	-1,8 ↓	-22,5 ↓	-17,0 ↓	-1,4 ↓	7,1 ↑	-9,0 ↓	0,6 ↑		
Etats-Unis - Dow Jones	29 590	30 822	30 483	36 338	34 765	-4,0 ↓	-2,9 ↓	-18,6 ↓	-14,9 ↓	-0,7 ↓	5,9 ↑	-4,4 ↓	3,1 ↑		
Etats-Unis - Nasdaq	10 868	11 448	11 053	15 645	15 052	-5,1 ↓	-1,7 ↓	-30,5 ↓	-27,8 ↓	-1,8 ↓	7,2 ↑	-18,5 ↓	-12,5 ↓		
Japon Nikkei 300	404	409	393	420	427	-1,3 ↓	2,9 ↑	-3,7 ↓	-5,3 ↓	1,8 ↑	6,7 ↑	-9,3 ↓	-11,7 ↓		
Corée du Sud KOSPI	2 290	2 383	2 343	2 993	3 128	-3,9 ↓	-2,3 ↓	-23,5 ↓	-26,8 ↓	-3,3 ↓	-4,0 ↓	-25,7 ↓	-27,1 ↓		
Chine - Shanghai	3 088	3 126	3 267	3 640	3 642	-1,2 ↓	-5,5 ↓	-15,1 ↓	-15,2 ↓	-0,2 ↓	-3,2 ↓	-11,6 ↓	-7,3 ↓		
Hong Kong Hang Seng	17 933	18 762	21 008	23 398	24 511	-4,4 ↓	-14,6 ↓	-23,4 ↓	-26,8 ↓	-1,2 ↓	-6,9 ↓	-10,7 ↓	-12,1 ↓		
Marchés Emergents - MSCI	906	944	994	1 232	1 273	-4,1 ↓	-8,8 ↓	-26,5 ↓	-28,8 ↓	-0,8 ↓	-0,6 ↓	-13,7 ↓	-13,7 ↓		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

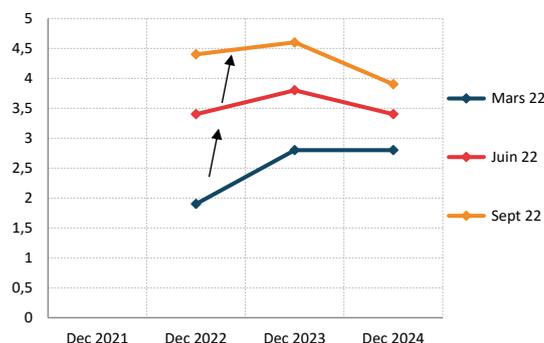
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Dans sa lutte contre l'inflation, la Fed opte pour le quoi qu'il en coûte »

La Réserve fédérale (Fed) a procédé à une troisième hausse consécutive de 75 points de base (bp) de ses taux directeurs lors de la réunion de politique monétaire de septembre. Cette décision, prise à l'unanimité, porte la fourchette cible des taux *fed funds* à [3% ; 3,25%]. Au-delà de ce mouvement, largement attendu, **le ton de Jerome Powell en conférence de presse ainsi que la révision haussière des prévisions de taux directeur témoignent de la détermination du comité de politique monétaire (FOMC) à reprendre le contrôle de l'inflation.** La médiane des prévisions des membres du FOMC pour le taux directeur est ainsi passée de 3,375% à 4,375% à fin 2022, ce qui impliquerait 125 bp de hausse supplémentaire lors des 2 prochaines réunions de novembre et décembre (M. Powell a précisé en conférence de presse qu'un peu moins de la moitié des membres envisagent plutôt +100 bp d'ici la fin d'année). En 2023, la médiane indique un taux à 4,625%, soit une hausse supplémentaire de 25 bp.

Etats-Unis : Médiane des prévisions de taux directeur des membres du Comité de Politique Monétaire



Source : Fédérale Réserve, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	août-22	-14,4	1,8	6,5	17,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	août-22	-0,1	-10,7	8,1	15,1
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	août-22	4800	4820	5638	6127

*Du 19/09/2022 au 25/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

de déclin en août et que le prix médian recule pour le deuxième mois consécutif. Les permis de construire et les mises en chantier, plus volatils, enregistrent des évolutions divergentes sur la même période mais indiquent eux aussi une nette modération du secteur au cours des derniers mois. Dans ce contexte, l'indice de climat de confiance des promoteurs immobiliers (NAHB) poursuit son recul pour atteindre 46 en septembre, un plus bas depuis 2012.

Du côté du marché du travail, les nouvelles demandes d'allocations chômage progressent très légèrement lors de la semaine se terminant le 17 septembre mais demeurent sur des niveaux relativement bas, ce qui suggère une résistance de l'emploi. Le nombre total de demandeurs d'allocations chômage s'inscrit d'ailleurs en baisse pour la semaine se terminant le 10 septembre.

Les PMI se redressent en septembre mais indiquent toujours une contraction de l'activité pour un troisième mois consécutif. L'indice préliminaire pour les services rebondit à 49,3 après 44,6 en août, soutenu par la meilleure orientation de la demande. L'indice manufacturier reste plus élevé à 51,8, mais la sous-composante « production » de cet indice se maintient en zone de contraction à 49,5. L'enquête rapporte également une modération des pressions inflationnistes, à la fois sur les prix des intrants et des prix facturés, qui restent toutefois importantes.

Par ailleurs les prévisions économiques ont été révisées dans un sens plus pessimiste : la croissance annuelle du PIB atteindrait, au quatrième trimestre de chaque année, 0,2% en 2022 (1,7% précédemment), 1,2% en 2023, et 1,7% pour 2024 et 2025. Le taux de chômage en 2023 et 2024 est maintenant attendu à 4,4%, soit une révision haussière de 0,5% et 0,3% respectivement. Enfin, les projections d'inflation ont été de nouveau revues à la hausse, avec un indice des prix des dépenses personnelles de consommation dont la croissance annuelle atteindrait 2,8% en 2023, 2,3% en 2024 et 2,0% en 2025. **Il semble donc que le FOMC soit prêt à tolérer une dégradation du marché du travail pour faire revenir l'inflation vers la cible de 2%.** Lors de la conférence de presse, le président de la Réserve fédérale Jerome Powell a conservé le ton restrictif adopté fin août à Jackson Hole, et reconnu que l'ajustement serait douloureux. Si le terme récession n'a pas été utilisé, ces propos suggèrent que **les banquiers centraux voient le chemin qui pourrait mener l'économie américaine à un atterrissage en douceur devenir de plus en plus étroit.** En témoignent leurs prévisions de taux de chômage : celui-ci devrait augmenter de 0,7% à horizon 2023 par rapport à son niveau actuel. Il faut se rappeler qu'au cours des 75 dernières années, une augmentation de 0,5% du taux de chômage sur un an s'est toujours soldé par une entrée en récession de l'économie américaine (règle de Sahm).

Le marché immobilier américain poursuit sa correction alors que les ventes de maisons anciennes enregistrent un septième mois consécutif

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

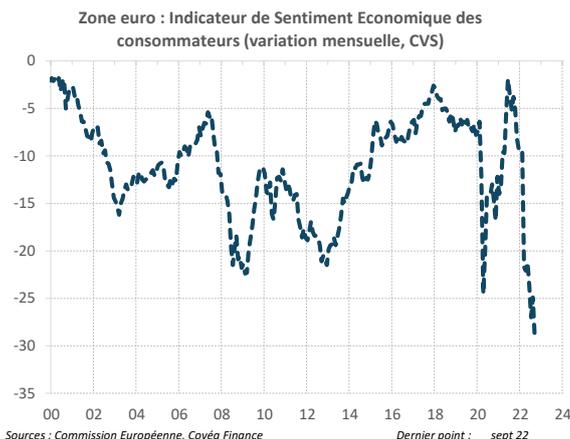
« L'extrême droite arrive au pouvoir en Italie »

Les craintes de récession augmentent alors que les indices de climat des affaires publiés sur la semaine suggèrent une contraction de l'activité septembre. En effet, l'indice PMI composite atteint 48,2 (-0,7 point), un niveau qui, pour le troisième mois consécutif, indique une contraction de l'activité du secteur privé hors distribution relativement au mois précédent. Cette dégradation reflète une contraction de la production manufacturière (indice production à 46,2) tandis que le recul des services hors distribution est un peu moins prononcé (48,9). Les entreprises interrogées signalent encore un affaiblissement de la demande consécutif à la hausse des prix. Les prix enregistrent d'ailleurs une accélération selon l'enquête après plusieurs mois de modération, en lien avec le renchérissement de la facture énergétique. Par pays, l'activité se contracte très fortement en Allemagne tandis qu'elle se maintient en France, où les services restent en

territoire de progression. Du côté des ménages, l'enquête de la Commission européenne ne donne pas matière à plus d'optimisme. L'indice de confiance auprès des consommateurs enregistre une nouvelle baisse en septembre, atteignant ainsi son plus bas niveau jamais enregistré.

En dépit de ces perspectives fortement dégradées, les déclarations des membres du conseil des gouverneurs confirment la volonté de la BCE d'augmenter les taux pour éviter une inflation durablement élevée. I. Schnabel souligne la nécessité de resserrer la politique monétaire de la BCE, y compris dans un contexte de risque de récession. Elle reconnaît toutefois que les données disponibles ne montrent pour l'instant pas de spirale prix-salaire. De son côté, C. Lagarde, estime que les taux directeurs (taux de dépôt à 0,75% actuellement) pourraient avoir à atteindre un niveau restrictif (c'est-à-dire au-dessus du taux neutre, estimé entre 1,5% et 2%)

La Banque d'Angleterre (BoE) a procédé à une nouvelle hausse de 50 points de base de son taux directeur, le portant à 2,25%, son plus haut niveau depuis 2008. La BoE a par ailleurs précisé sa politique de réduction du bilan en annonçant la vente de 80 Mds£ d'obligations souveraines au cours de l'année à venir. Reflet d'un niveau d'incertitude très élevé, le comité de politique monétaire est apparu plus partagé que lors des précédentes réunions : sur ses neuf membres, trois ont voté pour une hausse de 75 points de base tandis qu'un membre a privilégié une hausse de 25 points de base. La BoE justifie sa décision par une intensification des pressions inflationnistes domestiques, matérialisée à travers la hausse de l'inflation sous-jacente (6,3% en août, +1 pp) et des salaires. Le comité de politique monétaire note toutefois que les pressions inflationnistes liées à l'énergie devraient être moins importantes que prévu suite



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Services	Indice sept.-22	48,9	49,8	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	48,5	49,6	48,6	60,2
AL	PMI Services	Indice sept.-22	45,4	47,7	44,6	53,1
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	48,3	49,1	49,1	61,6
FR	PMI Services	Indice sept.-22	53,0	51,2	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	47,8	50,6	47,8	56,7
RU	PMI Services	Indice sept.-22	49,2	50,9	45,9	56,1
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	48,5	47,3	50,2	59,2

*Du 19/09/2022 au 25/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

au gel partiel des prix de l'énergie par le gouvernement. Dans ce contexte, l'inflation atteindrait un pic à 11% en octobre (contre 13% attendu précédemment). Concernant les perspectives d'activité, la BoE anticipe une entrée en récession du pays dès le deuxième semestre mais note que les annonces budgétaires du gouvernement devraient soutenir l'économie. Le lendemain de la réunion, le gouvernement Truss a annoncé un plan de soutien d'ampleur intitulé « Growth Plan ». **En plus des mesures visant à limiter la facture énergétique (chiffrées à 60 Mds£ au cours des 6 prochains mois), le gouvernement a annoncé l'annulation de la majeure partie des hausses de taxe prévues auparavant.** Le taux d'imposition des sociétés sera notamment maintenu à 19% (alors qu'il devait être porté à 25%) tandis que la hausse prévue des cotisations sociales (NIC) a également été annulée. Ces allègements représenteraient un manque à gagner considérable au cours des 5 prochaines années malgré la taxe exceptionnelle sur les profits des entreprises du secteur de l'énergie et le surplus de croissance attendue. Enfin, le gouvernement promet une augmentation du potentiel de croissance du pays en favorisant l'investissement des entreprises et dans les infrastructures, notamment à travers la création de zones d'investissement spéciales. **La facture totale de ce plan de soutien n'est pas encore précisément chiffrée par le gouvernement mais devrait sûrement être salée.** Elle risque d'impliquer une refonte des règles budgétaires, qui prévoient que la dette doit entamer une baisse au cours des trois années à venir. C'est donc un pari risqué alors que la hausse des taux viendra éroder un peu plus la soutenabilité des finances publiques. Dans ce contexte, les taux souverains britanniques ont enregistré une forte augmentation tandis que la livre a poursuivi son recul face au dollar. **Face à la dépréciation de la livre et à la stimulation de la demande induite par le plan budgétaire, la Banque d'Angleterre pourrait être contrainte d'adopter une politique monétaire plus restrictive, renforçant davantage le fardeau de la dette.**

En Italie, les résultats préliminaires des élections législatives italiennes indiquent une victoire de la coalition regroupant la droite et l'extrême droite. Le parti de G. Meloni, Frère d'Italie, arrive clairement en tête des suffrages avec environ 26% des voix tandis que ses alliées, la Ligue de M. Salvini et Forza Italia, de S. Berlusconi récoltent chacun entre 8% et 9% des suffrages. La coalition est donc en passe d'obtenir une majorité de gouvernement au sein des deux chambres. Reste maintenant à G. Meloni de former un gouvernement, un processus qui pourrait s'étendre jusqu'au mois d'octobre. Des dissensions pourraient apparaître au sein de la coalition, notamment au sujet du conflit russo-ukrainien où les Frères d'Italie affichent une position plus atlantiste que leurs alliées de la Ligue. La question des financements européens constituera également un enjeu majeur : le versement des fonds européens étant conditionné à la mise en place d'un certain nombre de réformes et au respect de l'Etat de droit. La coalition souhaite par ailleurs renégocier une partie du plan de relance afin de faire face à la crise énergétique qui touche aujourd'hui l'Europe.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



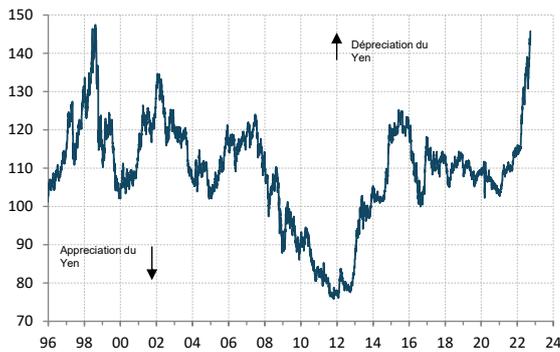
Suivi Macroéconomique

Asie

« Pour la première fois depuis 1998, les autorités japonaises interviennent pour soutenir le yen »

Au Japon, la dynamique des prix reste toujours bien inférieure à celle observée aux Etats-Unis et en Europe. L'inflation s'inscrit toutefois en accélération en août à 3% en glissement annuel, un plus haut en 8 ans. Cette dynamique reste tirée par la composante énergétique de l'indice qui accélère à 16,9%, surtout en lien avec les prix du gaz et de l'électricité alors que la hausse des prix des carburants reste contenue par la subvention du gouvernement qui a été prolongée jusqu'à la fin de l'année. Aussi, les prix de l'alimentation poursuivent leur accélération (+4,7%). Si l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) s'inscrit également en progression, elle se maintient à des niveaux faibles à 0,7% reflétant des pressions domestiques limitées sur les prix. En particulier, l'inflation sur les services – environ la moitié de l'indice total – n'est que de 0,2%.

Change Dollar Yen (1\$= ... Yen)



Sources : Thomson Reuters, WM/Reuters

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
PMI Services	Indice	sept.-22	51,9	49,5	42,1	48,2
PMI Manuf.	Indice	sept.-22	51,0	51,5	45,8	52,7
JP Inflation	IPC, NCVS, GA%	août-22	3,0	2,6	0,0	-0,3
Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	août-22	0,7	0,4	-0,1	-0,8

*Du 19/09/2022 au 26/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Pour la Banque du Japon (BoJ), ces faibles pressions inflationnistes domestiques restent insuffisantes pour justifier un resserrement de la politique monétaire. A l'issue de sa réunion de septembre, la Banque du Japon a maintenu sa politique monétaire très accommodante à contre-courant de la dynamique internationale. Le taux directeur est ainsi maintenu à -0,1% (inchangé depuis 2016) et la BoJ a réitéré son engagement en faveur du maintien du taux des obligations souveraines à 10 ans « autour de 0% » par le biais d'achats illimités de ces titres à 0,25%. La BoJ va également poursuivre ses achats d'ETF (dans la limite d'environ 90 Mds\$ par an), billets de trésorerie et obligations d'entreprise. Aussi, la BoJ a annoncé le prolongement jusqu'en mars 2023 de la durée du programme spécial de soutien au financement en réponse à la crise sanitaire dont l'échéance était prévue en septembre 2022. La Banque se dit également prête à prendre des mesures d'assouplissement supplémentaires si nécessaire. Malgré l'évocation de risques haussiers sur l'inflation lors de la conférence de presse, le gouverneur Kuroda a réitéré qu'il ne considérerait pas que l'inflation avait atteint durablement la cible des 2% - bien qu'en pratique ce niveau ait été dépassé sur les cinq derniers mois. Les dynamiques de l'inflation sous-jacente et des salaires semblent, pour l'heure, insuffisantes pour justifier la normalisation de la politique monétaire.

Dans ce contexte, les autorités sont intervenues pour soutenir le yen. Alors que les autres grandes banques centrales des pays développés augmentent rapidement leur taux directeur, le maintien de la politique monétaire accommodante de la BoJ s'est traduit par une forte dépréciation du yen depuis le début de l'année – les investisseurs favorisant les devises associées à des rendements plus élevés. Alors qu'au 1er janvier 2022, 1 dollar valait 115 yens, il en valait 145 au 22 septembre (+26%), consécutivement aux annonces de la Fed et de la BoJ. Après avoir atteint ce pic, le gouvernement japonais et la Banque du Japon sont intervenus pour soutenir la devise sur le marché des changes pour la première fois depuis 1998, permettant son appréciation autour des 142 yens contre 1 dollar. Les autorités avaient déjà alerté à plusieurs reprises sur leur inconfort concernant les forts mouvements du taux de change au cours des derniers mois. De fait, le ministre des Finances Shunichi Suzuki a uniquement justifié cette intervention, dont les montants impliqués ne seront révélés qu'à la fin du mois, par une volonté de limiter la volatilité du taux de change. D'autres raisons peuvent toutefois justifier leur souhait 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 réserve de change.

L'activité japonaise profite du redressement des services en septembre, selon l'enquête PMI. L'indice PMI services repasse en zone d'expansion à 51,9 sur le mois après 49,5 en août, reflétant probablement l'amélioration des conditions sanitaires et le recul des restrictions gouvernementales sur le tourisme. En revanche, le PMI manufacturier baisse à 51 et sa composante « production » décrit un recul de l'activité plus prononcé à 48,9 après 49,2 en août, l'indice se maintient ainsi en zone de contraction pour un sixième mois consécutif. En effet, le ralentissement de la demande (domestique et internationale) ne permet pas aux entreprises de profiter pleinement de l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement. Les pressions sur les prix restent très élevées et ont continué de se renforcer sur le mois.

Les autorités chinoises interviennent également pour soutenir le yuan. La Banque populaire de Chine (PBoC) a annoncé que le ratio de réserves de sécurité pour les opérations de change à terme (*forex forward*) passera de 0 à 20% à compter du 28 septembre. Cet instrument macro-prudentiel permet aux autorités chinoises d'influer sur les anticipations de mouvement du taux de change. En effet, une hausse de ce ratio augmente le coût de transaction associé aux opérations de change à terme pour les entreprises, réduisant ainsi la demande pour ce type de couverture et limitant donc la dépréciation du yuan sur le marché à terme. La PBoC était déjà intervenue pour soutenir le yuan en début de mois en baissant le ratio de réserves obligatoires en devises étrangères des banques de 8 à 6% - augmentant donc l'offre de devises étrangères disponibles sur le marché et soutenant ainsi la valeur du yuan contre ces devises. Ces pressions à la baisse sur la devise nationale sont à la fois le reflet des nombreuses difficultés qui pèsent sur l'activité chinoise et de la différence de politique monétaire entre la PBoC qui poursuit son assouplissement et les grandes banques centrales des pays développés qui lèvent leurs taux face à l'inflation.

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.