

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

14 novembre 2022

## Bascule

Nous avons identifié lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières de début novembre un risque de dislocation de l'Union Européenne, tant les lignes de fracture sont nombreuses. En Europe, le conflit russo-ukrainien et la crise des hydrocarbures ont révélé à la fois l'extrême dépendance énergétique de nombre de pays européens mais aussi des dissonances quant aux politiques et postures diplomatiques à tenir face à ce choc exceptionnel dans un monde bipolaire centré sur le Pacifique. Or, à l'aune des difficultés à établir des contre-mesures solidaires et coordonnées à la hauteur des défis, on peut constater que l'Union Européenne n'a pas fait preuve d'un sursaut qui serait rentré dans l'Histoire de sa construction.

L'Union n'a pas su, comme pendant la pandémie avec les vaccins, les masques ou les respirateurs, établir de plans d'importations communautaires de gaz ou de pétrole. Loin s'en faut! Chaque Etat a donc mis en place des mesures budgétaires d'aides aux entreprises ou de soutiens aux ménages en fonction de ses capacités, afin de contenir la ponction que représente l'envolée des factures énergétiques.

Ligne de fracture aussi du côté de la politique monétaire. Certes, la Banque Centrale Européenne agit dans le sens de son mandat de stabilité des prix. Mais les écarts entre les différents taux d'inflation de ses Etats membres n'ont jamais été aussi grands et rendent les décisions de la BCE sur ou sous-dimensionnées, trop restrictives ou trop accommodantes.

Le risque d'une dislocation de l'Union Européenne n'est donc pas nul à la lumière de ces constats graves. Et les marchés financiers semblent commencer d'ailleurs à se rallier à cette perception d'un risque sur l'entité politique de l'Union Européenne ; l'observation des taux de rendement de la dette commune européenne, pourtant garantie par la communauté des Etats, cristallise cette incertitude croissante. Le taux d'intérêt exigé par le marché est supérieur à celui de la France, pourtant moins bien notée et sous la menace de baisse d'appréciation par certaines agences. En effet, l'écart entre ces deux rémunérations du risque a basculé début 2022 et la dette de l'Union Européenne offre maintenant une prime de près de 0.40% par rapport aux obligations de l'Etat français.

Chaque crise mondiale est l'occasion de mettre en évidence la fragilité de l'Union Européenne, traversée par des divergences profondes et donc des intérêts divergents. C'est vrai depuis la crise financière de 2008 et ce constat se renforce périodiquement. Ainsi, au gré des chocs systémiques successifs, la convergence des économies espérée dans les fondations de l'Union se distend invariablement.

## Sommaire

### Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

### Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

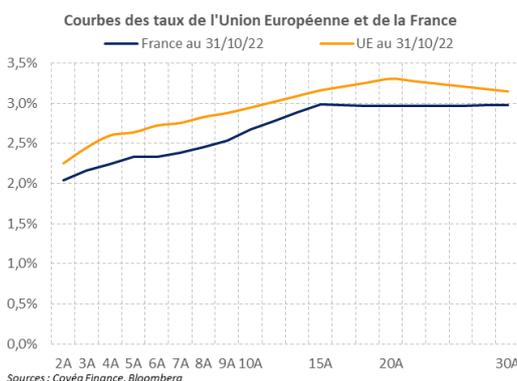
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



## Focus de la semaine

« Le risque d'une dislocation de l'Union Européenne n'est donc pas nul »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	11/11/22	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,035	1,001	1,145	3,4	-9,6
€ / £	0,875	0,882	0,856	-0,8	2,1
€ / Yen	143,61	146,60	130,61	-2,0	10,0
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	96	93	83	3,6	15,8
Indice CRB*	563	561	571	0,4	-1,3
Prix de l'once d'Or	1 769	1 714	1 864	3,3	-5,1
Prix de la tonne de cuivre	8 493	8 105	9 634	4,8	-11,8
Indice Baltic Dry**	1 355	1 393	2 844	-2,7	-52,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 443	1 579	2 869	-8,6	- 50

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 :

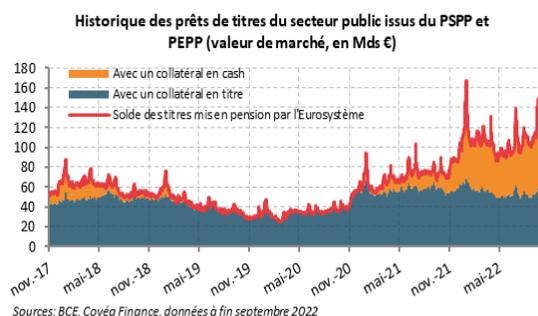
Les marchés de taux ont encore une fois connu une forte volatilité cette semaine. Le point d'orgue étant l'annonce des chiffres d'inflation aux Etats-Unis. Ces chiffres plus faibles qu'attendus ont laissé penser que la Fédérale Réserve pourrait infléchir son processus de hausse des taux. Ainsi, les taux américains mais également européens se sont fortement détendus ce jeudi. Dans ce contexte, l'appétit pour le risque est revenu, ce qui a favorisé les rendements des pays périphériques qui se sont resserrés contre l'Allemagne. En fin de semaine, des propos moins conciliants de la part de banquiers centraux ont fait remonter les taux. Ainsi, pour exemple, le 10 ans allemand, après s'être apprécié de 15cts jeudi, a retracé d'autant le vendredi. Du côté du marché du crédit, le marché primaire des entreprises a été relativement calme avec 10Mds€ d'émissions mais seulement sur 2 jours. En revanche, les financières ont réalisé une grosse semaine d'émissions avec 17Mds€ de dette senior non sécurisée.

### Le Focus de la semaine : L'Eurosysteme soutient la liquidité sur le marché monétaire

L'Eurosysteme a décidé de porter de 150 milliards d'EUR à 250 milliards d'EUR la limite des prêts de titres contre espèces afin d'anticiper les inquiétudes potentielles quant à la pénurie de titres pour la fin de l'année dans les opérations de prêt-emprunts des marchés monétaires et interbancaires. Cette limite plus élevée garantira que les facilités de prêt de titres de l'Eurosysteme pourront continuer à soutenir le fonctionnement du marché et fournir un filet de sécurité efficace pour les marchés des pensions de la zone euro. Cette augmentation de limite fait écho à la décision du trésor allemand d'augmenter la taille d'émissions de plusieurs titres de l'Etat allemand afin de répondre également aux besoins éventuels de titres en fin d'année par le marché (cf hebdo du 07/11).

L'objectif du prêt de titres est de soutenir la liquidité du marché des obligations et des pensions sans restreindre l'activité normale du marché des pensions. L'Eurosysteme cible principalement les acteurs du marché soumis à des obligations de tenue de marché et surveille de près les activités de prêt de titres afin de garantir l'efficacité continue des accords. Les titres achetés dans le cadre du programme d'achat du secteur public (PSPP) sont mis à disposition pour le prêt de titres de manière décentralisée par les banques centrales de l'Eurosysteme depuis le 2 avril 2015. Il en est de même pour les titres achetés lors des programmes d'achats du secteur des entreprises (CSPP) et des obligations sécurisées (CBPP). L'Eurosysteme a commencé à effectuer des achats dans le cadre du PEPP le 26 mars 2020 et les avoirs sont également disponibles pour les activités de prêt.

La remontée des taux entamée cette année a occasionné de nombreuses moins-values latentes dans les portefeuilles d'assureurs, qui, de ce fait, sont également moins enclins à vendre ou à prêter ces titres et donc à apporter de la liquidité sur le marché. Le risque de liquidité, risque majeur identifié et présenté dans nos dernières « Perspectives Economiques et Financières » de la semaine dernière, est bien un enjeu pour les autorités monétaires. La BCE souhaite donc s'assurer qu'il n'y a pas de problèmes de liquidités sur le marché des prêts et donc par voie de conséquence sur le marché secondaire. Le manque de titres sur le marché en fin d'année est un vrai problème car cela amène de nombreux suspens dans les règlements-livraisons. Les programmes d'achats d'actifs effectués par les banques centrales nationales ont engendré des problèmes de pénurie de titres et en particulier en fin d'année car, en général, les programmes d'émissions, tant sur le marché des titres d'entreprises que sur le marché des titres souverains, s'arrêtent en décembre ce qui assèche le marché.



Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	11/11/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	4,00	4,00	4,00	0,25	0,25	0,00	⇒	0,00	⇒	3,75	↑
BCE - Taux Repo	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	1,50	1,50	1,50	-0,50	-0,50	0,00	⇒	0,00	⇒	2,00	↑
Banque d'Angleterre	3,00	3,00	3,00	0,25	0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	2,75	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	3,81	4,16	4,09	1,51	1,55	-35	↓	-28	↓	230	↑
Allemagne	2,16	2,30	2,17	-0,18	-0,23	-14	↓	-1	↓	234	↑
France	2,67	2,83	2,69	0,20	0,13	-16	↓	-2	↓	247	↑
Italie	4,21	4,46	4,29	1,17	0,96	-26	↓	-8	↓	303	↑
Royaume-Uni	3,36	3,54	3,46	0,97	0,92	-18	↓	-10	↓	239	↑
Japon	0,24	0,26	0,25	0,07	0,07	-2	↓	-1	↓	17	↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	97,6	109,1	107,2	47,8	48,8	-11,5	↓	-9,6	↓	49,8	↑
Indice Itraxx Crossover	481,9	532,6	523,1	241,7	247,7	-50,7	↓	-41,2	↓	240,2	↑

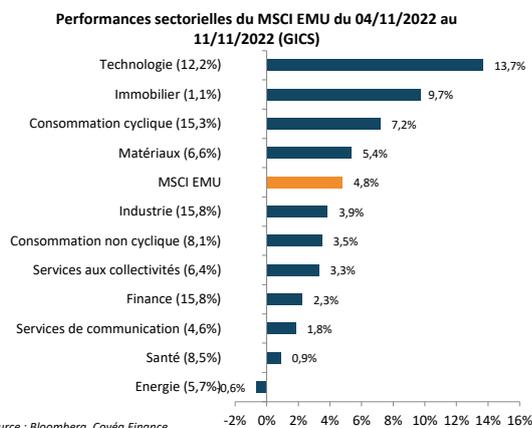
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine passée est marquée par un rebond du marché actions de la zone Euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) porté par la baisse des taux long avec une progression de 4,8% et un violent mouvement de rotation sectorielle. Les secteurs les plus pénalisés par la remontée des taux observée depuis le début de l'année ont fortement surperformé sur les journées de jeudi et vendredi, la technologie (+13,7%) et l'immobilier (+9,7%) en tête. A l'inverse, l'énergie (-0,6%) est le seul secteur en baisse mais reste loin devant depuis le début de l'année (+24,5%). Ce regain d'appétit pour le risque a également pu être perçu sur les valeurs de petites et moyennes capitalisations qui affichent une progression de près de 6% sur la semaine.



### Focus de la semaine : La normalisation du trafic aérien et ses impacts sur la chaîne de valeur du secteur

Nous poursuivons cette semaine notre analyse des différentes normalisations que sont en train de connaître les secteurs d'activité qui ont fortement été impactés, positivement ou négativement, par la pandémie de Covid-19. A mesure que les restrictions de mobilité se lèvent, le rebond du trafic aérien passager se poursuit, si bien que sur le mois de septembre le nombre de passagers transportés au niveau mondial n'affichait qu'une baisse de 26% par rapport à celui de 2019 contre près de 50% en début d'année. Mieux, pour certaines zones géographiques comme les Etats-Unis et l'Europe le rebond est encore plus visible, avec respectivement -3,8% et -19%. Finalement c'est en Asie, notamment au Japon et en Chine (politique zéro Covid) que la normalisation est la plus lente. Les conséquences favorables sont visibles tout au long de la chaîne de valeur du secteur en partant de l'acteur le plus fragile, les compagnies aériennes ; Air France a d'ailleurs annoncé avoir remboursé par anticipation 1 milliard d'EUR du prêt garanti par l'Etat de 4 milliards qu'elle avait dû contracter au cœur de la pandémie. De même, les sociétés exposées aux activités de maintenance comme les motoristes et les équipementiers à l'image de Safran (France) et MTU (Allemagne) affichent sur les 9 premiers mois de l'année des taux de croissance à deux chiffres sur leurs activités liées aux moteurs pour l'aviation civile. Pour autant le chemin est encore long et les défis nombreux avant de retrouver les niveaux de chiffre d'affaires de 2019. L'environnement que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières n'est pas particulièrement favorable à une accélération du trafic aérien et les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement persistent même si, à l'image du titane, c'est toute la filière qui s'adapte pour trouver de nouvelles sources. La capacité d'adaptation est d'ailleurs une des thématiques d'investissement que nous mettons en avant et, dans ce cas précis, ce sera celle de l'ensemble des acteurs, parfois des petites entreprises locales, qu'il faudra surveiller, d'autant plus au regard des objectifs de remontées en cadence de production demandées par les avionneurs, Airbus en tête. C'est à cette seule condition que l'impact de la pandémie sera durablement passé.

**Julien Chevalier**

Responsable équipe Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	11/11/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	134	128	130	154	156	4,8	↑	3,5	↑	-12,8	↓	-13,7	↓
MSCI EMU Mid Cap	922	885	898	1 094	1 100	4,2	↑	2,7	↑	-15,7	↓	-16,1	↓
MSCI EMU Small Cap	366	332	343	487	501	10,2	↑	6,6	↑	-24,9	↓	-27,0	↓
MSCI Europe	145	140	141	162	161	3,4	↑	2,7	↑	-10,4	↓	-9,8	↓
France CAC40	6 595	6 416	6 431	7 153	7 060	2,8	↑	2,6	↑	-7,8	↓	-6,6	↓
Allemagne DAX30	5 817	5 504	5 589	6 696	6 796	5,7	↑	4,1	↑	-13,1	↓	-14,4	↓
Italie MIB	24 456	23 282	23 780	27 445	27 633	5,0	↑	2,8	↑	-10,9	↓	-11,5	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 318	7 335	7 296	7 385	7 384	-0,2	↓	0,3	↑	-0,9	↓	-0,9	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 367	8 376	8 277	8 777	8 623	-0,1	↓	1,1	↑	-4,7	↓	-3,0	↓

Sources : Bloomberg Covéa Finance

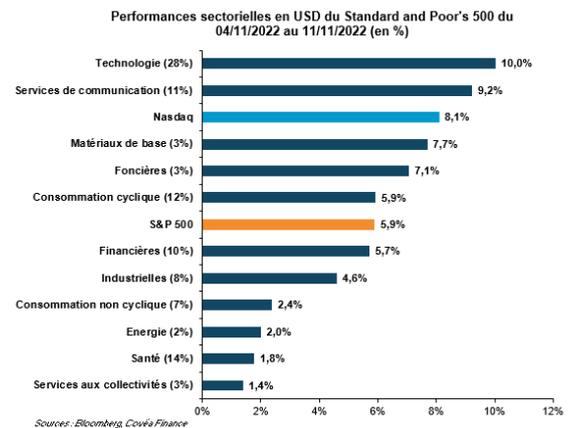
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine a été haussière en **Asie**, l'appétit pour le risque des investisseurs ayant été alimenté par les publications d'inflation aux Etats-Unis. Cet optimisme a notamment favorisé les marchés les plus en retard depuis le début de l'année (Corée, Chine et Taiwan). A l'inverse, les pays qui figuraient parmi les meilleures places depuis le début de l'année (Indonésie, Inde, Thaïlande) affichent cette fois les moins bonnes performances sur la semaine. A niveau sectoriel, on note un fort rebond des secteurs de croissance à haut multiples, en lien avec des taux qui s'affaiblissent un peu partout. La technologie est notamment bien orientée sur la semaine. Dans la volonté de souveraineté des Etats, notons la présentation du C919, avion fabriqué par le constructeur d'état chinois COMAC, dont l'objectif est de concurrencer Boeing et Airbus et de réduire la dépendance chinoise aux avionneurs étrangers. Dans un monde de plus en plus bilatéral, le Salvador a déclaré que la Chine a proposé de racheter toute sa dette extérieure alors que le pays cherche à éviter le défaut de paiement. Cela fait suite le mois dernier au Kenya demandant à la Chine de prolonger sa période de remboursement de prêts.

Aux **Etats-Unis**, la semaine qui avait commencé sur des craintes de hausses de taux élevées s'est donc achevée dans un mouvement haussier. En termes sectoriels, les valeurs de croissance (technologie, services de communication) et immobilières, favorisées par la détente rapide des rendements obligataires, ont fortement surperformé. A l'inverse, les secteurs plus défensifs (consommation courante, santé, services publics) et l'énergie ont été délaissés. Parallèlement, les restructurations se poursuivent au sein des grandes entreprises de technologie, avec des annonces de licenciement chez Meta (11,000 personnes, soit 13% des effectifs), Salesforce (plus de 2,500 postes, 3% du personnel) et surtout chez Twitter où son rachat par Elon Musk a débouché sur le départ d'environ 3,700 employés (50% des effectifs) et de 4,400 contractuels.



### Le Focus de la semaine : L'adaptation des entreprises face aux nouvelles règles d'exportations de semiconducteurs

Il y a un mois l'administration américaine durcissait sensiblement les règles permettant de vendre des semiconducteurs ou des équipements de production de semiconducteurs de très haute performance aux sociétés chinoises. Afin d'éviter une utilisation militaire des technologies américaines les plus avancées, les nouvelles règles prévoyaient de rendre pénalement responsables les résidents américains (ceux disposant d'un passeport américain ou d'une carte verte) opérant dans le « design », la production, la vente ou la maintenance de certaines puces ou d'équipements à destination de la Chine. Depuis cette date, même si l'administration américaine semble avoir réduit le périmètre des personnes susceptibles d'être ciblées par une telle mesure, les groupes internationaux tentent d'adapter leurs organisations et leurs produits pour éviter les sanctions. Par exemple, le principal fondeur mondial, TSMC limite sa responsabilité en exigeant de ses donneurs d'ordres qu'ils définissent précisément la puissance des semiconducteurs qu'ils souhaitent faire produire. Bien qu'ayant obtenu des dérogations de ventes en Chine pour un an, les groupes Coréens (Samsung et SK Hynix) tentent de réorganiser leur structure organisationnelle, envisageant un déplacement de la production hors de Chine et une vente des installations en Chine. Enfin, le groupe américain Nvidia a pour sa part rapidement opéré des modifications de « design » de ses puces pour se conformer aux exigences. A compter de ce mois-ci, Nvidia va livrer des puces capables d'opérer à une puissance maximale de 400 gigabytes de données par seconde contre un seuil toléré par l'administration américaine de 600.... Ses clients chinois, notamment les opérateurs des grands centres de données, devront donc en acheter plus pour atteindre les puissances de calcul souhaitées. La réorganisation du complexe de production de semiconducteurs ne fait que débiter, cette bataille est au cœur des enjeux technologiques et militaires de demain. Et les groupes privés internationaux vont continuer de subir les tensions géopolitiques à l'œuvre.

**Kenn Gagnon**

Adjoint au Responsable d'Equipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	11/11/22	J-7	09/11/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	09/11/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	09/11/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 993	3 771	3 749	4 766	4 649	5,9	6,5	-16,2	-14,1	1,9	3,1	-7,9	-5,0
Etats-Unis - Dow Jones	33 748	32 403	32 514	36 338	35 921	4,1	3,8	-7,1	-6,1	0,2	0,4	2,1	4,0
Etats-Unis - Nasdaq	11 323	10 475	10 353	15 645	15 704	8,1	9,4	-27,6	-27,9	4,0	5,8	-20,5	-20,2
Japon Nikkei 300	417	405	411	420	424	3,1	1,5	-0,6	-1,5	4,8	3,6	-9,8	-10,4
Corée du Sud KOSPI	2 483	2 348	2 424	2 993	2 925	5,7	2,4	-17,0	-15,1	9,2	4,8	-16,9	-14,2
Chine - Shanghai	3 087	3 071	3 048	3 640	3 533	0,5	1,3	-15,2	-12,6	-2,3	0,6	-16,3	-12,5
Hong Kong Hang Seng	17 326	16 161	16 359	23 398	25 248	7,2	5,9	-26,0	-31,4	3,3	2,6	-19,1	-24,5
Marchés Emergents - MSCI	936	885	900	1 232	1 281	5,7	3,9	-24,0	-27,0	1,7	0,6	-16,5	-19,2

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Comprendre les avantages concurrentiels

Dans son dernier article intitulé « Comprendre les avantages concurrentiels grâce à la part de marché » (« *Understanding Competitive Advantage Through Market Power* ») **Michael Mauboussin** (professeur à la Columbia Business School) **recherche la relation entre parts de marché et avantage concurrentiels des sociétés**. Il conclut à la complexité de cette relation et parle de douve (« moat » popularisé par Warren Buffett).

**Nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) soulignent l'importance d'investir dans les sociétés leaders capables de naviguer dans un environnement complexe.** En analyse financière, cela peut se traduire par la capacité d'une société à créer de la valeur durablement. Dans son postulat, W. Buffett fait le parallèle entre acheter une entreprise et acheter un château entouré de douves, si possibles larges et profondes, afin de repousser toute concurrence. Ce qui rend l'analyse des douves des sociétés passionnante, en comparaison à celles des châteaux, c'est que celles-ci s'élargissent ou se rétrécissent. On s'intéressera ici à **l'avantage concurrentiel** sous le prisme de la **création de valeur**.

Hors croissance organique, **le gain de parts de marché peut se faire par fusion/acquisition mais ne garantit pas de la création de valeur.** Le cas des compagnies aériennes aux Etats-Unis est éclairant : malgré un retour sur capitaux investis (ROIC) supérieur aux autres zones géographiques, il a connu plus d'une centaine de faillite depuis 1978, dont certaines sociétés ayant fait faillites plusieurs fois. A cause d'une base de coûts élevée, la consolidation du marché en quatre grandes majors (13% à 19% de parts de marché) n'a pas permis une création de valeur durable.

On peut citer l'hégémonie de Google, le moteur de recherche, qui **combine une économie d'échelle et un effet de réseau.**

- **Une économie d'échelle** maintenue notamment par un contrat avec Apple pour être son moteur de recherche par défaut sur ses iPhones et un système d'exploitation (Android) gratuit pour les constructeurs de téléphone.
- **Un effet de réseau** puisque plus Google a d'utilisateurs, plus il peut récolter d'informations.

C'est une mine d'or pour les annonceurs car cela améliore le ciblage de leur publicité numérique. Ainsi Google entretient un cercle vertueux : sur l'offre (affinage de son moteur de recherche via le nombre d'utilisateurs) et sur la demande (affinage du ciblage des publicités) lui permettant une forte génération de valeur ajoutée (différence entre le prix et le coût).

**La mesure des douves des sociétés du secteur technologique est toutefois un exercice difficile** de par i/ la rapidité de diffusion et ii/ l'analyse des actifs intangibles (comprendre ce qu'on ne peut pas toucher : développement de logiciel, la recette du Coca-Cola, etc). Apple, en proposant à ses utilisateurs s'ils désiraient être « traqué », ce que la plupart ont refusé, a causé la perte de revenus publicitaires de 10 milliards de chiffre d'affaires en 2022 à Meta (ex-Facebook), en diminuant les capacités de ciblage publicitaire du réseau social. Concernant le second point, les actifs intangibles possèdent deux caractéristiques : La première est qu'ils peuvent bénéficier de fortes économies d'échelle parce que leur reproduction et leur partage sont généralement bon marché. La seconde, la valeur des actifs incorporels peut chuter brusquement lorsqu'une nouvelle et meilleure version arrive et rend l'ancienne obsolète.

**En conséquence, deux leçons peuvent être tirées:** l'importance d'être attentif à l'évolution potentielle des ruptures et le caractère fondamental de l'identification des entreprises durablement créatrices de valeur.

**Benjamin Biyogo**

Analyste financier et extra financier



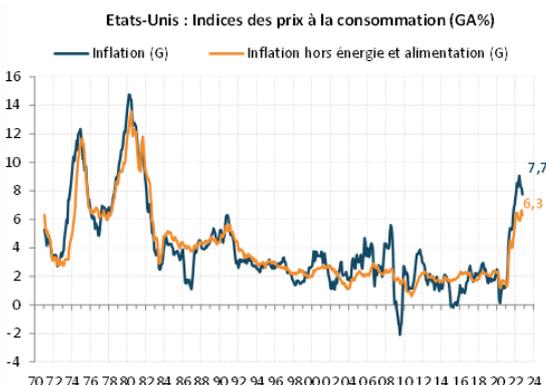
# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les prix à la consommation montrent enfin des signes d’inflexion »

**Les élections de mi-mandat n’ont pas permis aux Républicains de reprendre le contrôle du Congrès américain. Au Sénat, les Démocrates sont assurés de conserver la majorité** en ayant emporté 50 sièges, contre 49 pour les Républicains, dans l’attente des résultats du dernier siège en jeu en Géorgie qui sera déterminé le 6 décembre lors d’un second tour. Même en cas de victoire du candidat républicain, et d’égalité du nombre de Sénateurs (50 Démocrates – 50 Républicains), les Démocrates garderont le contrôle du Sénat grâce au vote de la Vice-Présidente Kamala Harris qui départage en cas d’égalité. **A la Chambre des Représentants, les résultats définitifs pourraient ne pas être connus avant plusieurs jours, mais les Républicains semblent en passe de l’emporter d’une courte tête.**

A ce stade, le camp républicain compte 212 élus contre 204 Démocrates, la majorité se situant à 218 sièges). Le parti conservateur reprendrait ainsi la Chambre Basse, mais cette victoire a un parfum de défaite, tant la « vague rouge » annoncée après deux ans de mandat de Joe Biden n’a pas eu lieu. **On s’achemine donc vers un Congrès divisé qui laisse présager un statu quo législatif pour la fin du mandat du président Biden, chaque camp neutralisant les projets de l’autre.** Les crispations autour des questions budgétaires, très fortes en période de cohabitation durant le mandat du Président Obama, pourraient refaire surface. Afin d’éviter ces difficultés, les Démocrates tenteront vraisemblablement de traiter dans les prochaines semaines la problématique du relèvement du plafond de la dette, avant l’entrée en fonction du nouveau Congrès en janvier 2023. Avec une Chambre contrôlée par les Républicains, prompts à dénoncer le niveau élevé des dépenses fédérales, le soutien budgétaire pourrait également être moindre en cas de récession. Au-delà de la politique budgétaire qui sera menée dans les deux prochaines années, le scrutin a également des répercussions politiques. **Le résultat décevant des élections pour le camp républicain affaiblit en effet l’ancien Président Donald Trump et pose la question du leadership du parti en perspectives des élections de 2024.** L’ancien Président républicain a d’ores et déjà prévu de faire une grande annonce le 15 novembre, laissant peu de doute sur sa volonté de concourir pour une 3ème fois à l’élection présidentielle.



Etats-Unis : Indices des prix à la consommation (GA%)  
Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance  
Dernier point : oct-22

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Indice de confiance NFIB	Indice oct.-22	91,3	92,1	99,6	98,8
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice nov.-22	54,7	59,9	81,5	77,6
Inflation	IPC, GA%, NCVS oct.-22	7,7	8,2	1,2	4,7
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS oct.-22	6,3	6,6	1,7	3,6

\*Du 07/11/2022 au 13/11/2022 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

trois mois consécutifs de baisse, les prix de l’énergie sont en hausse sur le mois (+1,8%) en raison du rebond des prix du carburant, tandis que les prix de l’alimentation maintiennent une dynamique haussière (+0,6%). Hors alimentation et énergie, la progression mensuelle des prix ralentit à 0,3%, après deux mois consécutifs à 0,6%. Les prix restent tirés par la composante logement (+0,8% sur le mois), qui représente près d’un tiers de l’indice des prix. En revanche, on note une baisse des prix pour les véhicules d’occasion (-2,4%) et les services de santé (-0,6%). Les pressions inflationnistes sur les prix des biens semblent s’atténuer en cette fin d’année, avec une croissance annuelle qui s’établit à 4,8%, après 7,1% en septembre. Les tensions demeurent toutefois vives dans les services, dont les prix affichent une croissance de 7,2%. En rythme annuel, l’inflation sous-jacente diminue légèrement mais reste à des niveaux élevés, à 6,3%.

Du côté des entreprises, l’indicateur NFIB de confiance des PME s’est dégradé en octobre, passant de 92,1 à 91,3 points, ce qui met fin à 3 mois de léger redressement. L’indice demeure sur des niveaux très faibles qui révèlent le pessimisme ambiant chez les PME. L’enquête signale un recul des intentions d’embauches et une modération du rythme des ventes.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



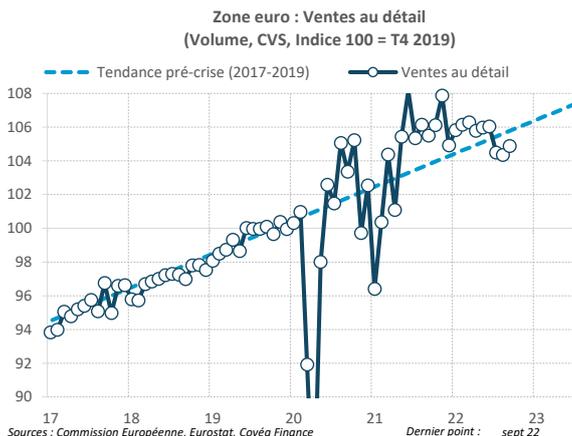
# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La Commission européenne souhaite réformer le Pacte de stabilité et de croissance »

**Le volume des ventes au détail en Zone euro, progresse de 0,4% en septembre en rythme mensuel.** Les ventes ont été particulièrement dynamiques en Allemagne (+0,9%) et dans une moindre mesure en France et en Espagne (+0,2%) tandis qu'elles reculent en Italie (-0,1%).

**En Allemagne, la production manufacturière résiste et est en hausse de 0,6% au mois de septembre par rapport au mois précédent, mais reste toujours en dessous de ses niveaux d'avant crise.** On peut noter que la hausse des prix de l'énergie affecte particulièrement la production des industries les plus énergivores, en repli de 0,9% sur le mois. Les indicateurs avancés suggèrent néanmoins que la production industrielle devrait ralentir dans les prochains mois, comme en témoigne la mauvaise orientation du PMI manufacturier et des nouvelles commandes.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	sept.-22	-0,4	-1,3	-0,9	5,1
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-22	3,6	2,7	-9,5	4,6
RU	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 22	2,4	4,4	-11,0	7,5

\* Du 07/11/2022 au 13/11/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Les nouvelles prévisions de la Commission européenne présagent une récession en fin d'année pour la Zone euro.** Bien que la croissance pour 2022 ait été révisée en hausse à 3,2% en raison de la bonne orientation de l'activité au premier semestre 2022, la Zone euro devrait connaître une contraction du PIB au quatrième trimestre 2022 et au premier trimestre 2023. La croissance devrait rester morte à 0,3% en 2023, notamment en raison du ralentissement de la demande, pénalisée par les pressions inflationnistes. L'inflation devrait en effet rester élevée selon ces prévisions à 8,5% en 2022 et 6,1% en 2023.

**Par ailleurs, la Commission européenne a dévoilé son projet de réforme du Pacte de stabilité et de croissance.** Actuellement, le Pacte de stabilité et de croissance reprend les critères présents dans le Traité de Maastricht et impose aux Etats membres de maintenir leur déficit public à un niveau inférieur à 3% du PIB et leur dette publique en dessous de 60% du PIB. Les Etats dont la dette dépasse le seuil de 60% du PIB doivent s'engager à réduire l'écart à ce seuil d'un vingtième par an (ainsi, un pays avec une dette de 100% du PIB devrait diminuer son ratio de dette de 2 points de pourcentage par an). En cas de non-respect de ces critères, la Commission européenne peut engager une procédure de déficit excessif. Suite à la crise du Covid-19 et aux montants engagés par les Etats pour soutenir leur économie, la Commission européenne a suspendu ces règles jusqu'à fin 2023. La question se pose désormais sur la réactivation du Pacte de stabilité et de croissance en 2024. Bruxelles a ainsi dévoilé cette semaine une proposition

pour appliquer de manière plus souple les critères de Maastricht qui s'appuierait sur un cadre en quatre temps : (1) la Commission proposera à chaque Etat-membre une trajectoire d'ajustement budgétaire sur une période de 4 ans (ou de 7 ans pour les pays les plus endettés) afin que la dette publique soit ramenée vers un niveau plus soutenable et que le déficit se maintienne sous le seuil de 3% ; (2) Chaque pays présentera ensuite son plan pour parvenir à maintenir sa trajectoire budgétaire à moyen terme ; (3) La Commission puis le Conseil européen valideront chaque plan national, afin de vérifier que les mesures permettront effectivement de rejoindre à moyen-terme les critères de Maastricht ; (4) La Commission assurera un suivi de la bonne mise en œuvre de ces plans. Les procédures de déficits excessifs, en cas de non-respect de la trajectoire budgétaire convenue, seront maintenues avec des sanctions financières moins lourdes qu'aujourd'hui. Le versement des fonds structurels européens pourrait également être suspendu pour les Etats-membres n'ayant pas mis en œuvre les mesures nécessaires. Cette proposition devrait accentuer les divisions entre les pays européens. Les pays du sud, qui enregistrent les taux d'endettement public les plus élevés, devraient se montrer favorables à l'assouplissement du cadre budgétaire. En revanche, l'Allemagne a déjà exprimé ses réticences, le ministre des Finances ayant déclaré que les règles budgétaires devraient être appliquées pour tout le monde de la même manière, et non au cas par cas. Un consensus devra être trouvé entre les Etats-membres et la Commission afin d'enclencher les réformes législatives relatives au Pacte de stabilité et de croissance avant 2024.

**Au Royaume-Uni, les risques de récession se concrétisent.** En effet, le PIB enregistre une baisse de 0,2% au troisième trimestre en glissement trimestriel (après +0,2% au T2), tiré à la baisse par la contraction des dépenses des ménages. Selon les prévisions de la Banque d'Angleterre, le pays pourrait connaître au moins cinq trimestres consécutifs de contraction de l'activité économique.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



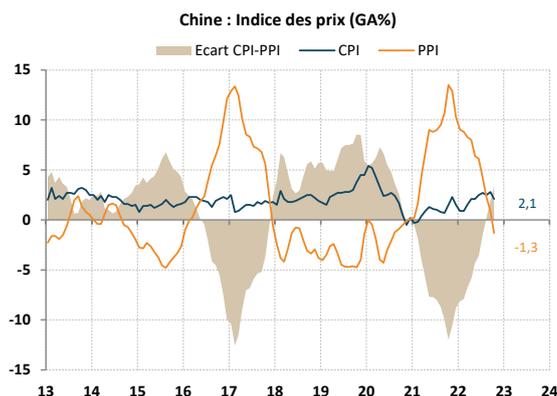
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Le fléchissement de la demande chinoise s'accroît »

Les données publiées cette semaine font état du recul de la demande chinoise face à de nombreux vents contraires, dont en particulier la détérioration sanitaire et le poids des restrictions qui en découlent ainsi que la dégradation du secteur immobilier. Les autorités ont toutefois annoncé des mesures d'assouplissement face à ces difficultés que nous évoquons dans le focus de la page suivante.

**Le commerce extérieur chinois s'effrite, entre ralentissement de la demande internationale et fragilités domestiques.** Pour la première fois en deux ans, les exportations et importations ont reculé de respectivement 0,3% et 0,7% en glissement annuel en octobre. Le recul des importations étant plus prononcé, l'excédent commercial a toutefois progressé sur le mois à 85,2 Mds\$, un niveau qui reste historiquement élevé. Le ralentissement de la demande internationale adressée à la Chine a particulièrement été visible au niveau des exportations chinoises vers les Etats-Unis (-12,6% en glissement annuel) et vers l'UE (-9% en glissement annuel). Les exportations de biens associés à des dépenses discrétionnaires, tels que les jouets, vêtements et appareils électroniques, ont particulièrement reculé sur le mois ce qui illustre notamment les effets de l'inflation sur la demande internationale. Sur le plan domestique, les importations ont été pénalisées par le renforcement des restrictions sanitaires et la poursuite de la détérioration du secteur de l'immobilier. Les importations en volume de produits énergétiques et de métaux de construction ont toutefois été bien orientées, reflétant probablement le soutien massif du gouvernement aux dépenses d'infrastructures.



Source : Covéa Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
CH	Total des flux de crédit	GA%	oct.-22	10,3	10,6	13,3	10,3
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-22	2,1	2,8	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-22	0,6	0,6	0,8	0,8
	Exportations	Val, NCVS, GA%	oct.-22	-0,6	5,6	3,6	30,0
	Importations	Val, NCVS, GA%	oct.-22	-0,7	0,3	-0,6	30,1

\* Du 07/11/2022 au 13/11/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**La modération de l'inflation est également le reflet de pressions domestiques atones.** L'inflation ralentit à 2,1% en glissement annuel en octobre, après 2,8% en septembre, et se maintient donc en-dessous de la cible de 3% de la banque centrale. Cette moindre dynamique résulte principalement de la modération des prix des carburants qui a plus que compensé l'accélération spectaculaire du prix du porc (+52% en glissement annuel malgré les interventions du gouvernement pour soutenir l'offre). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) se maintient à 0,6%, un niveau particulièrement faible qui reflète l'apathie de la demande face à la dégradation sanitaire. La dynamique des prix à la production a même affiché une croissance négative à -1,3% en glissement annuel en octobre, entre un effet de base baissier et le recul des prix de l'énergie. Des signes de redressement sont toutefois visibles au niveau des prix des matériaux de construction, alors que la demande associée aux dépenses d'infrastructures stimulées par le gouvernement semble compenser quelque peu les effets baissiers du déclin du secteur immobilier.

**L'affaiblissement de la demande chinoise est aussi visible dans les données de crédit malgré les assouplissements monétaires et budgétaires.** La croissance des financements agrégés de l'économie se modère à 10,2% en glissement annuel en octobre (-0,3 point de pourcentage). La croissance des nouveaux prêts bancaires ralentit également quelque peu à 11,1% (-0,1 pp), principalement du fait de la modération des crédits des ménages dans un contexte de détérioration du secteur immobilier alors que les prêts aux entreprises ont été bien orientés. Enfin, les données d'octobre rapportent une modération des émissions d'obligations du gouvernement qui avait été particulièrement importantes au premier semestre.

**Au Japon, les salaires continuent de se renforcer progressivement.** La croissance des salaires a atteint 2,1% en septembre en glissement annuel, contre 1,7% en août, et continue ainsi de se rapprocher des 3% de croissance affichés par la Banque du Japon comme compatibles avec une inflation durablement à la cible et donc avec une potentielle normalisation de la politique monétaire. Toutefois, cette accélération mensuelle a surtout été tirée par des éléments temporaires tels que les primes et heures supplémentaires alors que la croissance des salaires contractuels a légèrement ralenti à 1,3%.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



# Suivi Macroéconomique

## Focus : la Chine assouplit les restrictions sanitaires et renforce le soutien au secteur immobilier

### Malgré la dégradation sanitaire, les autorités assouplissent quelque peu la politique zéro Covid

La Commission nationale de santé chinoise a annoncé un léger assouplissement du cadre des restrictions sanitaires en vigueur. En particulier, la quarantaine pour les cas contacts sera raccourcie de sept à cinq jours et les autorités ajusteront la manière dont elles déterminent le niveau de risque d'une zone afin de réduire le nombre de personnes touchées par les restrictions. De plus, les sanctions imposées aux compagnies aériennes ayant transporté de l'étranger vers la Chine des personnes infectées seront allégées et les efforts pour renforcer le taux de vaccination, en particulier des plus âgées, seront renforcés. Cet assouplissement intervient alors que le nombre de cas de covid-19 retourne à des niveaux très élevés, qui n'avaient plus été atteints depuis la vague épidémique du T2 2022, et que d'importants centres manufacturiers comme Zhengzhou et Wuhan sont concernés par le renforcement des restrictions sanitaires. Si ces annonces envoient un message positif concernant le poids des restrictions sanitaires sur l'activité économique, les commentaires favorables de Xi Jinping à l'encontre de la politique zéro Covid durant le Congrès du Parti communiste ont laissé entendre qu'elle serait très probablement maintenue au cours des prochains mois.

### Les pouvoirs publics viennent au secours du secteur immobilier

Le plan en 16 points annoncé par la Banque populaire de Chine (PBoC) et la Commission chinoise de réglementation des banques et des assurances (CBIRC) vise à soutenir le secteur immobilier en améliorant les conditions de financement des promoteurs via un soutien renforcé des institutions financières pour contracter des prêts et émettre des obligations. En particulier, l'accès à des fonds destinés à finir des projets immobiliers en cours sera particulièrement renforcé. Les mesures visent également à soutenir la demande de logement en encourageant les autorités locales à déployer les leviers dont elles disposent pour assouplir les conditions d'acquisition immobilière et ce en particulier pour les primo-accédants. Les banques seront encouragées à négocier avec les acquéreurs en difficultés financières temporaires pour étendre les échéances de paiement. Les banques et institutions financières seront aussi encouragées à prendre part aux opérations de restructuration et à l'administration des faillites dans le secteur. En outre, les entreprises exerçant des activités de location immobilière bénéficieront de soutiens financiers renforcés.

La mesure phare de ce plan est le report de la date à partir de laquelle les grandes banques devront respecter le seuil macro-prudentiel limitant leur exposition au secteur immobilier (40% du total des prêts). Ce seuil devait initialement entrer en vigueur au 31 décembre 2022 et les autorités n'ont, pour l'heure, pas proposé de nouvelle date de mise en application.

Outre ces annonces, la Banque populaire de Chine a dévoilé la semaine dernière un programme de 34,5 Mds\$ de financements destinés à soutenir les émissions d'obligations des entreprises privés, y compris les promoteurs immobiliers.

Si le secteur immobilier chinois tend vers un ralentissement structurel à moyen/long terme, principalement en lien avec le recul démographique, les moindres perspectives de gains associés à l'urbanisation et le poids de l'endettement du secteur, les mesures annoncées par les autorités devraient soutenir l'activité à court terme, après plusieurs mois de dégradation généralisée. Les autorités ont en effet mis l'accent sur le caractère temporaire de cet assouplissement.

**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.