

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

31 octobre 2022

Courage, Fuyons !

Après l'étude des flux des investisseurs américains la semaine dernière, intéressons-nous au fonds et ETF de droit européen au troisième trimestre. Les sorties des fonds de droit européen se poursuivent au troisième trimestre 2022. Face aux divers risques économiques et politiques en Europe, les investisseurs n'ont de choix que de fuir le vieux continent. Aucune classe d'actif n'est épargnée sur la période.

Les fonds obligataires de droit européen enregistrent une décollecte nette de 28,7Mds€ au T3, en ralentissement toutefois par rapport au trimestre précédent (-56Mds€). La fragilisation de l'économie européenne pénalise la dette d'entreprise, particulièrement le haut rendement (- 8mds€). A l'inverse, les investissements se portent sur les dettes d'Etat des pays européens à l'exception des obligations britanniques qui sont vendues dans un climat tendu pour les finances de la Grande Bretagne. Un mouvement de bascule Privé-Public, que nous avons observé aussi outre-Atlantique. Sans surprise, avec la hausse du dollar et la hausse des taux, les Européens continuent de se désengager de la dette émergente (-14 Mds€) et se tournent vers les obligations américaines (+4 mds€).

Les fonds actions de droit européen voient leur décollecte s'accélérer au T3 (-63 Mds€) contrairement aux supports obligataires. La fuite des investisseurs des actifs risqués touche toutes les catégories actions. Les actions européennes continuent d'être vendues massivement (-29Mds\$). Les investisseurs qui s'étaient jusqu'à présent réfugiés sur les fonds d'actions Monde, les délaissent également au T3 (-13 Mds\$). Seule note positive, les fonds sectoriels à caractère défensif (fonds verts, santé et infrastructure) enregistrent une légère collecte positive sur la période.

Faisant face à des sorties importantes et des performances négatives sur leurs fonds, les sociétés de gestion d'actifs en Europe pourraient connaître une de leurs plus mauvaises années. Les demandes de rachats, tant des fonds obligataires que des fonds actions, se portent sur des véhicules de gestion active, le peu de souscriptions acheteuses se faisant sur des ETF indiciels.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

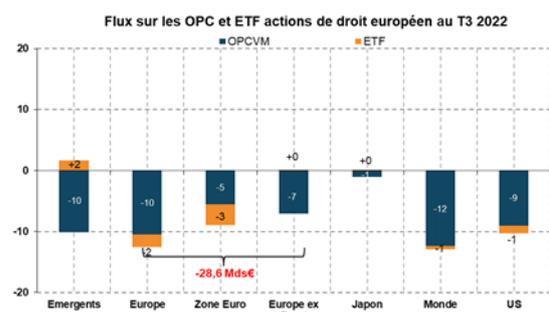
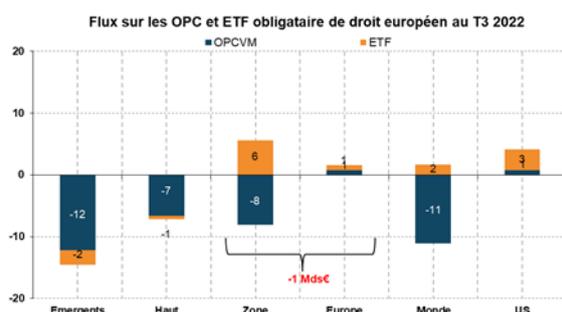
- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine



Sources : Morningstar, P&G MultiGestion Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine a été marquée par une baisse très significative des taux souverains sur l'ensemble des zones géographiques. Aux Etats-Unis, les investisseurs, suite aux chiffres sur la confiance des consommateurs et des prix immobiliers qui s'érodent, revoient à la baisse la longueur du cycle de hausse des taux. Le taux à 10 ans revient sur la zone des 4%. En Europe, si la BCE a remonté ses taux directeurs de 75 pbs et a renchéri les conditions d'emprunts des liquidités au titre du TLTRO, le report à décembre des discussions autour de la réduction de son bilan et le ton prudent de sa communication a conduit à une nette détente des taux en séance. Le 10 ans français est descendu jusqu'à 2.46% et l'Italie jusqu'à 3.98%. En fin de semaine, les chiffres d'inflation records ont ramenés les taux à 2.61% et 4.18% respectivement.

Dans le mouvement, l'euro retrouve des couleurs et repasse au niveau de la parité contre dollar.

Concernant le marché du crédit, les primes de risque ont baissé à 111 pbs sur la catégorie investissement et 558 pbs sur la catégorie haut-rendement. L'activité primaire reste limitée en cette période de publication de résultats.

Le Focus de la semaine : Dette souveraine, valeur refuge ?

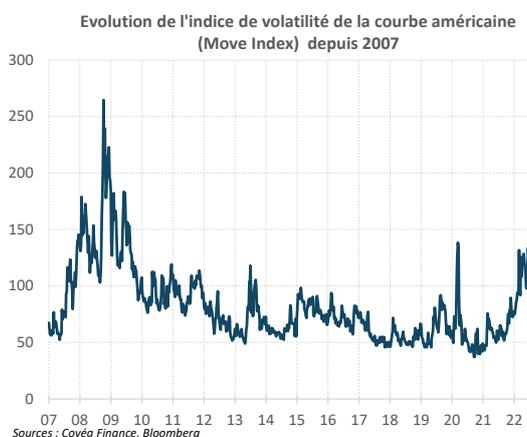
La courbe des taux américaine présente plusieurs caractéristiques intéressantes d'un point de vue historique.

Les taux 10 ans ont atteint leur niveau le plus élevé de l'année, à 4.33% en séance le 21 octobre dernier, soit une progression de plus de 280pb depuis le début de l'année. Ce niveau n'avait plus été atteint depuis novembre 2007.

Dans le même temps, la partie courte de la courbe des taux a enregistré une hausse encore plus spectaculaire, à l'image du taux 2 ans qui est passé de 0.73% en début d'année, à 4.63%, ce même 21 octobre, soit une hausse de 390pb. Ces mouvements ont conduit à une situation d'inversion significative de la courbe entre les points 2 et 10 ans et cette situation perdue depuis début juillet. Il faut, là encore, remonter à la période 2006/2007 pour trouver un précédent comparable en termes de permanence du phénomène.

Enfin, on relève que le marché de taux demeure sur des niveaux de volatilité particulièrement élevés. En témoigne, l'indice MOVE, qui mesure la volatilité sur différents points de la courbe américaine, qui dépasse les niveaux atteints en mars 2020 !

C'est dans ce contexte, que le dernier rapport du Conseil de Stabilité Financière (FSB) relève que, depuis une dizaine d'années, les marchés de dettes souveraines, en période de stress, montrent des déséquilibres en termes de liquidité. En cause, l'augmentation des encours de dettes combinée à une utilisation plus importante de ces titres à des fins de « trading », de couverture ou de gestion de la liquidité. De plus, les négociants en valeurs du Trésor ont moins de capacité à prendre du risque et à jouer un rôle d'intermédiaire efficace face à des flux qui peuvent être très importants en période de stress et aucun autre acteur du marché bancaire ou non bancaire n'apparaît pouvoir contribuer efficacement au bon fonctionnement du marché. Ainsi, loin de constituer une valeur refuge en période de fortes tensions, les dettes souveraines peuvent être vendues massivement pour faire face à des besoins de liquidités tels que pour des appels de marges ou pour déboucler des positions avec effet de levier. Les perturbations récentes sur les marchés anglais, impliquant les fonds de pension, en sont un bon exemple.



Eric Le Coz

Responsable équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	28/10/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	3,25	3,25	1,75	0,25	0,25	0,00	⇒	1,50	↑	3,00	↑
BCE - Taux Repo	2,00	1,25	0,00	0,00	0,00	0,75	↑	2,00	↑	2,00	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	1,50	0,75	-0,50	-0,50	-0,50	0,75	↑	2,00	↑	2,00	↑
Banque d'Angleterre	2,25	2,25	1,25	0,25	0,10	0,00	⇒	1,00	↑	2,15	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,01	4,22	3,16	1,51	1,58	-20	↓	86	↑	250	↑
Allemagne	2,10	2,42	1,64	-0,18	-0,14	-31	↓	47	↑	228	↑
France	2,61	2,97	2,18	0,20	0,22	-36	↓	43	↑	242	↑
Italie	4,18	4,75	3,55	1,17	1,05	-57	↓	63	↑	300	↑
Royaume-Uni	3,48	4,05	2,50	0,97	1,01	-58	↓	98	↑	251	↑
Japon	0,25	0,26	0,25	0,07	0,09	-1	↓	0	↑	18	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	112,1	125,2	111,5	47,8	50,0	-13,1	↓	0,6	↑	64,3	↑
Indice Itraxx Crossover	547,6	602,3	552,3	241,7	257,9	-54,7	↓	-4,8	↓	305,9	↑

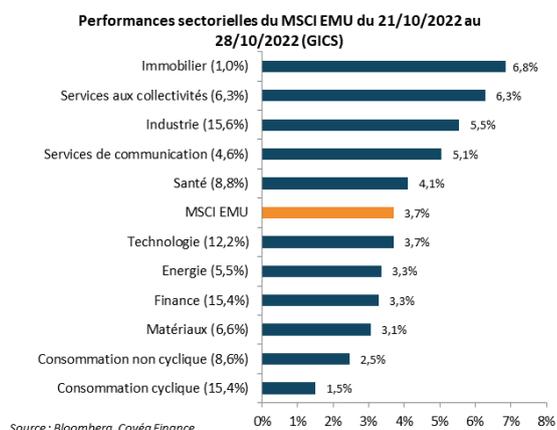
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice des actions de la zone euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) poursuit son rebond avec une hausse de 3,7% sur la semaine, alimenté surtout par les espoirs de modération dans le rythme de resserrement des conditions monétaires de la part des banques centrales. La saison de publication des sociétés pour le 3e trimestre soutient également le marché puisqu'à ce stade, on relève 80% de surprises positives sur les chiffres d'affaires pour la moitié des sociétés de l'indice zone euro ayant publié. La baisse des taux souverains observée profite plus particulièrement aux secteurs de l'immobilier (+6,8%) et des services aux collectivités (+6,3%) qui arrivent en tête du classement sectoriel. A l'inverse, le secteur de la consommation non cyclique (+2,5%) sous performe, pénalisé notamment par le message prudent de Rémy Cointreau et le léger ralentissement des volumes observés chez Heineken. La consolidation du pouvoir autour du président Chinois Xi à l'issue du Congrès du parti communiste a pesé sur l'indice chinois et en particulier sur les valeurs de la technologie. Prosus (-16%) qui détient une participation dans le chinois Tencent enregistre ainsi la plus forte baisse sur la semaine et pèse sur la performance du secteur de la consommation cyclique (+1,5%) en bas du classement sectoriel.



Le Focus de la semaine : La normalisation des impacts de la pandémie dans le secteur de la santé

Plus de deux ans après l'apparition du virus, approfondissons cette semaine les conséquences de la pandémie sur l'activité de l'ensemble des acteurs du secteur de la santé. Les grands laboratoires européens n'ont pas su gagner la course au vaccin contre la covid-19, l'impact de la pandémie sur leurs ventes est donc relativement neutre que ce soit pour Sanofi, AstraZeneca, GSK ou Novartis. Seul Roche se distingue grâce à son traitement à base d'anticorps contre la covid-19 qu'il commercialise avec l'américain Regeneron ainsi que l'Actemra, un médicament qui permet de lutter contre l'emballement de la réponse immunitaire constatée parfois chez les patients atteints par le virus. Le géant suisse profite également de l'essor de son activité de diagnostic, présent à la fois sur les tests PCR et les tests antigéniques; les ventes liées au covid totalisaient ainsi 25% de sa division diagnostic en 2021. Même constat chez Biomérieux qui devraient continuer de bénéficier indirectement de la pandémie, même si le nombre de cas covid recule, le diagnostic est souvent nécessaire afin de confirmer la non-contamination pour des populations atteintes de symptômes grippaux. De la même manière, le segment de la santé animale devrait continuer d'être porté par la vague d'adoptions d'animaux de compagnie qui a été constatée durant la période. A l'inverse d'autres sociétés du secteur ont été pénalisées par la pandémie et devraient l'être plus durablement : c'est le cas des maisons de retraite et des cliniques spécialisées telles que Fresenius Medical Care. Dans les deux cas, la surmortalité de leur population de patients a mis à mal un modèle économique à fort levier opérationnel. Enfin, du côté de la technologie médicale, le sous-traitant suisse Lonza s'illustre par la signature d'un contrat avec Moderna pour la production du principe actif de son vaccin ARN messenger. Les fournisseurs d'équipements ont également bénéficié de la production du vaccin : c'est le cas de Sartorius Stedim, producteur de bioréacteurs pour la culture cellulaire et d'instruments de purification utilisés en aval du processus de production du vaccin. Lonza et Sartorius pourront compter sur la croissance structurelle de la production de médicaments biologiques et leur capacité à augmenter les prix pour compenser progressivement le recul des ventes liées à la covid-19 alors que la normalisation de ces effets est désormais visible dans les chiffres d'activité. L'ensemble des acteurs du secteur de la santé ne seront donc pas tous des gagnants durables de la pandémie, la capacité d'adaptation et le positionnement sur des thèmes porteurs d'avenir qui nous mettons en avant dans nos perspectives économiques et financières (PEF) seront des atouts indispensables pour faire face à cette normalisation.

Grégoire du Mesnil du Buisson

Gérant Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	28/10/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	126	122	124	154	152	3,7	↑	1,9	↑	-18,2	↓	-17,0	↓
MSCI EMU Mid Cap	873	845	883	1 094	1 075	3,3	↑	-1,1	↓	-20,2	↓	-18,8	↓
MSCI EMU Small Cap	330	314	375	487	503	5,3	↑	-11,9	↓	-32,2	↓	-34,4	↓
MSCI Europe	138	133	136	162	157	3,5	↑	1,5	↑	-14,6	↓	-12,3	↓
France CAC40	6 273	6 035	5 917	7 153	6 804	3,9	↑	6,0	↑	-12,3	↓	-7,8	↓
Allemagne DAX30	5 416	5 206	5 378	6 696	6 632	4,0	↑	0,7	↑	-19,1	↓	-18,3	↓
Italie MIB	22 529	21 568	21 789	27 445	26 890	4,5	↑	3,4	↑	-17,9	↓	-16,2	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 048	6 970	7 089	7 385	7 249	1,1	↑	-0,6	↓	-4,6	↓	-2,8	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 213	7 983	8 227	8 787	8 558	2,9	↑	-0,2	↓	-6,5	↓	-4,0	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés asiatiques affichent d'importantes divergences de performances. La consolidation du pouvoir de Xi Jinping à l'issue du Congrès du parti communiste chinois a eu raison de l'appétit des investisseurs à l'égard de la Chine et entraîné une chute des bourses continentales et de Hong-Kong. A l'inverse, les autres marchés se sont généralement inscrits en hausse, dans l'espoir d'une possible atténuation du resserrement monétaire américain. Singapour affiche la meilleure performance de la région grâce notamment aux publications du secteur bancaire tandis que la Corée du Sud bénéficiait du rebond des valeurs à hauts multiples, en particulier parmi les technologiques et les fabricants de batteries électriques. L'Australie, quant à elle, a largement tiré parti du rebond des prix des matières premières. En termes sectoriels, la technologie et la santé, très pénalisées depuis le début de l'année par la remontée des taux d'intérêt, ont fortement rebondi. Coté entreprises, on notera que SK Hynix (numéro 2 mondial des puces mémoires) s'est déclaré prêt à céder ses fonderies en Chine si les sanctions américaines rendaient la poursuite des opérations trop difficiles, l'accès aux technologies de pointe constituant un enjeu majeur dans la sécurisation de ses chaînes d'approvisionnement.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 poursuit sa progression de façon incertaine, tiraillé entre des données macro-économiques mitigées qui entretiennent les espoirs d'une stabilisation de la politique monétaire de la Réserve Fédérale et des publications de résultats décevantes qui font craindre une réduction drastique des estimations de bénéfices de 2023. En termes sectoriel, les valeurs défensives (santé, consommation courante) et à fort dividende (services publics et immobilier), favorisées par la détente des rendements obligataires (-30bp à 3,92% pour l'emprunt du trésor à 10 ans), ont fortement surperformé. A l'inverse, les services de communication et la consommation discrétionnaire, desservis par les mauvais résultats trimestriels des plus grandes capitalisations de la cote ont subi de forts dégagements. Les publications d'Alphabet et Meta ont en effet mis en exergue un ralentissement certain de la croissance des revenus publicitaires en liaison directe avec une réduction des budgets marketing par les grands annonceurs. Il transparait aussi que les activités liées au "Cloud" (Microsoft et Amazon), ne sont pas complètement immunisées contre le ralentissement de l'économie...

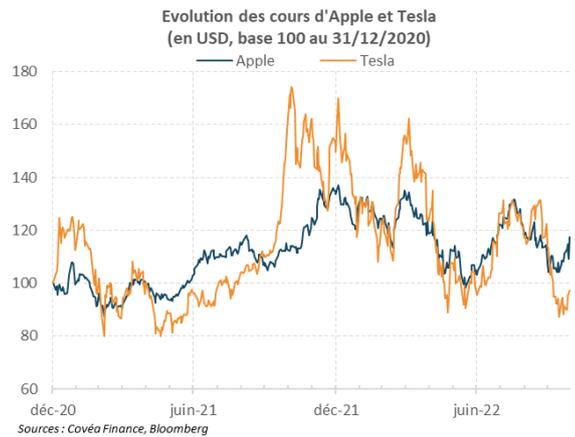
Le Focus de la semaine : Les capacités de fixation de prix à l'épreuve d'un ralentissement économique

A partir du premier trimestre 2021, face à une accélération notable des pressions inflationnistes, les entreprises américaines ont choisi de préserver leur marges en répercutant le plus rapidement possible la hausse des coûts des intrants. Jusqu'à présent cette stratégie s'est avérée profitable dans la mesure où la demande finale a continué de bénéficier de mesures budgétaires et d'une politique monétaire très favorables.

Plus récemment, certaines sociétés semblent prêtes à revenir à des politiques de prix plus axées sur une croissance des volumes et une utilisation élevée des capacités de production (nécessaire pour absorber des coûts fixes élevés): Tesla, par exemple, vient d'annoncer des réductions de prix en Chine (-5 à 9% sur les modèles 3 et Y) afin de faire face à l'intensification de la concurrence locale et à une normalisation des cycles de productions automobiles (en liaison aussi avec le reflux des coûts des intrants).

A l'inverse, Apple reste ferme dans sa stratégie d'augmentation des prix de ses produits (iPhone et iPad hors des Etats-Unis) et vient même d'annoncer une première hausse depuis leur lancement sur ses abonnements (+10% pour Apple Music et Apple TV+) afin de répercuter l'augmentation du coût des contenus.

Au total, les capacités de fixation des prix sont directement dépendantes du secteur d'activité et de la position concurrentielle de chaque entreprise. Dans un contexte économique plus incertain, les écarts de performance opérationnelle et financière sont appelés à s'accroître et justifient de maintenir cette thématique PEF au centre de nos processus d'investissement.



Stéphane Darrasse

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)								
						en devise locale			en €					
	28/10/22	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	3 901	3 753	3 760	4 766	4 596	4,0	3,8	-18,2	-15,1	2,9	10,0	-6,6	-0,5	
Etats-Unis - Dow Jones	32 862	31 083	30 483	36 338	35 730	5,7	7,8	-9,6	-8,0	4,6	14,3	3,2	7,8	
Etats-Unis - Nasdaq	11 102	10 860	11 053	15 645	15 448	2,2	0,4	-28,1	-29,0	1,2	6,5	-19,0	-15,8	
Japon Nikkei 300	401	397	393	420	419	1,0	2,2	-4,4	-4,3	1,5	-0,4	-15,1	-14,1	
Corée du Sud KOSPI	2 268	2 213	2 343	2 993	3 010	2,5	-3,2	-24,2	-24,6	1,7	-7,1	-28,0	-27,7	
Chine - Shanghai	2 916	3 039	3 267	3 640	3 518	-4,0	-10,8	-19,9	-17,1	-5,6	-12,1	-19,8	-14,2	
Hong Kong Hang Seng	14 863	16 211	21 008	23 398	25 556	-8,3	-29,3	-36,5	-41,8	-9,3	-25,0	-28,0	-32,5	
Marchés Emergents - MSCI	846	865	994	1 232	1 276	-2,2	-14,9	-31,4	-33,7	-3,3	-9,8	-21,7	-22,3	

Sources : Bloomberg, Covéo Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Retour sur le Mondial de l'Automobile « franco-chinois »

Fin octobre s'est tenu le Mondial de l'Automobile de Paris qui a rassemblé équipementiers et constructeurs en faisant la part belle aux mobilités décarbonées, en particulier à la voiture électrique. Outre les constructeurs tricolores, les rares constructeurs étrangers présents étaient essentiellement chinois, certains observateurs évoquant même un salon de l'automobile « franco-chinois ».

Great Wall, BYD, MG, Geely, des noms encore peu connus par les visiteurs mais qui ont affiché leurs grandes ambitions sur le marché européen de la voiture électrique. Aujourd'hui, l'industrie automobile chinoise domine d'ores et déjà son propre marché domestique, là où les constructeurs occidentaux ont globalement échoué, à l'image de Stellantis qui s'en retire peu à peu (arrêt de sa coentreprise avec le chinois GAC). Désormais, les marques chinoises viennent défier les européens sur leur propre marché qui se veut en pleine transformation avec la décision du passage de l'Europe au tout-électrique à terme. Il faut dire que c'est l'Union Européenne elle-même qui a encouragé, depuis le scandale des moteurs truqués de Volkswagen en 2015 (« Dieselgate »), le développement du véhicule électrique. Or, les chaînes de valeur du véhicule électrique laissent plus de place aux équipements électriques et électroniques et sont plus facilement maîtrisables par de nouveaux entrants, car impliquant moins d'acteurs. En effet, un véhicule thermique comporte environ 30.000 pièces contre moitié moins pour un véhicule électrique.

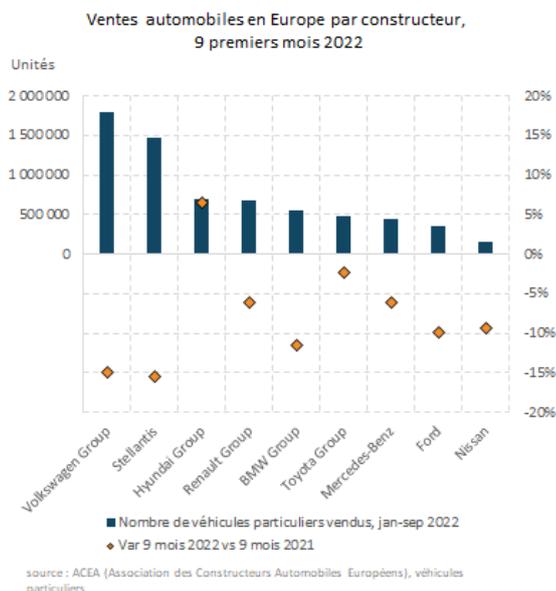
En l'état actuel, les constructeurs chinois ont vendu en Europe près de 75.000 unités sur le S1 2022, contre environ 81.000 unités sur 2021. Pour l'heure, SAIC reste le leader chinois en Europe avec ses marques MG et Maxus (plus de 51.000 unités vendues en Europe l'an dernier). Signe des temps, rappelons que MG étant à l'origine un constructeur britannique, passé un temps dans le giron de BMW avant d'être racheté par le groupe chinois en 2005. L'offensive chinoise sur l'eldorado européen de la voiture électrique va se concrétiser dans les prochains mois par des lancements importants. Chez BYD, trois nouvelles voitures entièrement électriques vont être commercialisées en Europe dès 2024 (un SUV compact, un SUV 7 places et une berline). Chez Great Wall, citons l'arrivée d'une citadine (Ora Cat 1) au T4 2022, et d'un SUV hybride rechargeable (Wey Coffee 01) en 2023. Geely va lancer sur le vieux continent un SUV au T4 2023, et MG un SUV ainsi qu'une berline compacte.

Les modèles proposés par les constructeurs chinois sont taillés pour le marché européen ; des ressemblances frappantes avec certains modèles phares des constructeurs historiques nous rappellent que les constructeurs chinois ont accumulé de l'expérience et des compétences techniques à l'aide des Européens eux-mêmes, notamment dans le cadre des coentreprises en Chine formées sur la précédente décennie.

En outre, depuis quelques mois, il est apparu que la maîtrise des chaînes de valeur, en particulier sur les composants électroniques, était primordiale pour sécuriser les ventes. D'après les données de l'ACEA (l'Association des Constructeurs Automobiles Européens), sur les 9 premiers mois de l'année 2022, le seul constructeur à avoir enregistré une croissance de ses ventes en Europe sur un an glissant est Hyundai-Kia (693.000 unités, +6,5% par rapport aux 9 premiers mois de 2021). Le groupe coréen a en effet joué de sa proximité avec les producteurs de puces en Asie, lui permettant d'esquiver la plupart des replis de production ayant frappé la concurrence, à court de semiconducteurs. Carlos Tavares avait annoncé dès le mois de mars que l'année 2022 serait une année de pénurie de semiconducteurs pour les constructeurs automobiles qui allaient devoir se rapprocher des sources de production. Le PDG de Stellantis avait également accusé un constructeur (chinois selon les analystes) de stocker des semiconducteurs, et dévoilé un partenariat avec Foxconn

En septembre 2022, la part de marché de Hyundai-Kia en Europe est ainsi passée à 9,3% contre 7,9% un an plus tôt, au détriment de groupes comme Volkswagen ou Stellantis qui ont vu leurs ventes reculer de -15% sur les 9 premiers mois de 2022 par rapport à 2021 (l'invasion de l'Ukraine a par ailleurs contribué à désorganiser certains équipementiers importants pour les constructeurs européens).

La réussite de la conquête du marché européen par les constructeurs chinois passera en tout cas par leur maîtrise des chaînes d'approvisionnement en semiconducteurs et batteries. Un début de réponse provient de la part des batteries mondiales produites en Chine, à 56%.



Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Ludovic Martins

Analyste financier et extra financier



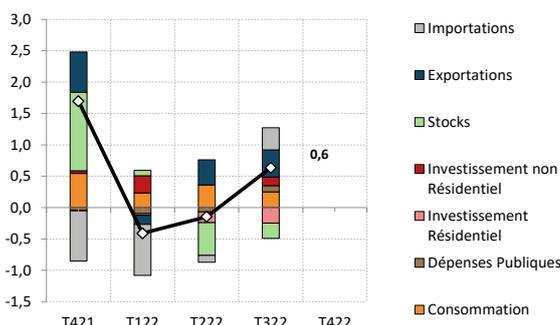
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La réduction du déficit commercial permet un rebond du PIB au troisième trimestre »

Après deux trimestres de contraction, le **Produit Intérieur Brut (PIB) américain s'est repris au troisième trimestre 2022**. La croissance atteint +0,6% en glissement trimestriel (-0,1% au deuxième trimestre), sous l'effet d'une **réduction significative du déficit commercial**. Les exportations ont enregistré une progression de 3,4% sur le trimestre, tandis que les importations se sont contractées de 1,8%, signe d'une demande interne de plus en plus contrainte par la hausse des prix. La bonne performance des exportations repose sur les matériaux industriels, au premier rang desquels les produits pétroliers. La consommation est restée bien orientée, mais la dynamique semble manquer de souffle avec une progression de 0,4% après 0,5% au T2. Les dépenses ont été tirées une nouvelle fois par les services (+0,7%), tandis que les achats de biens, durables et non durables, enregistrent une nouvelle baisse (-0,2% et -0,3% respectivement). Le recul de l'investissement résidentiel s'est encore accentué, avec une baisse de 7,4% sur le trimestre, ce qui constitue la plus forte baisse depuis le T2 2020 et le déclenchement de la crise sanitaire. Du côté des entreprises, les dépenses en construction d'infrastructures poursuivent également leur chute (-4,1%), mais les dépenses en équipements et en recherche et développement (respectivement +2,6% et +1,7%) permettent à l'investissement non résidentiel de rester bien orienté (+0,9%). L'augmentation des stocks a été plus faible au T3 (+62 Mds\$ après +110 Mds\$ au T2), ce qui se traduit par une contribution négative de la variation des stocks à la croissance trimestrielle. Enfin, les dépenses gouvernementales progressent pour la première fois depuis le T3 2020, en lien avec une augmentation des dépenses de défense, dans le contexte du conflit russo-ukrainien. **Cette publication, certes positive, ne suggère toutefois pas un élan significatif de l'activité, alors que les indicateurs d'enquête, tant du côté des entreprises que du consommateur, décrivent une dégradation des perspectives pour le quatrième trimestre.**

Etats-Unis : Contribution à la croissance trimestrielle (Volume, AVS)



Sources : BEA, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*	Unités	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	sept.-22	603	677	831	769
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	oct.-22	102,5	107,8	101,0	112,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	oct.-22	59,9	58,6	81,5	77,6
Revenu disponible	Vol. CVS, GA%	sept.-22	-2,9	-4,3	6,2	1,9
Dépenses de consommation	Vol. CVS, GA%	sept.-22	1,9	2,0	-3,0	8,3
PIB	Vol. CVS, GA%	T3 22	1,8	1,8	-2,8	5,9

*Du 24/10/2022 au 30/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'indice PMI manufacturier s'est en effet détérioré en octobre (-2,1 points) et s'établit à 49,9, un niveau indiquant une légère contraction de l'activité, pour la première fois depuis 2020. La composante nouvelles commandes est mal orientée avec une baisse de 4,4 points à 46,7, ce qui traduit une modération de la demande qui se révèle également dans les délais de livraisons qui semblent s'améliorer. Par ailleurs, la publication de l'indicateur manufacturier de la Fed de Richmond s'inscrit dans la lignée de celles de la Fed de Philadelphie et New York la semaine dernière, à savoir une détérioration de la dynamique d'activité. L'indice passe de 0 à -10 points, sous l'effet d'une forte baisse des nouvelles commandes (-22) et des livraisons (-3), tandis que la composante emploi est stable à 0.

Concernant le PMI services, la dégradation est plus marquée avec un indice à 46,6 points (après 49,2 en septembre). Les composantes niveau d'activité et emploi passent en territoire de contraction (49,5 et 49,4 respectivement). Ces indicateurs suggèrent un ralentissement de l'activité, tant dans les services que le manufacturier, à l'entrée du quatrième trimestre.

Du côté du consommateur, les données d'enquête témoignent également d'un certain pessimisme. L'indice de confiance du Conference Board passe de 107,8 à 102,5 en octobre, reflétant à la fois une dégradation de l'évaluation de la situation présente et des perspectives. L'indicateur qui mesure l'écart entre les personnes estimant qu'il est facile de trouver un emploi et celles estimant que c'est difficile (*labor differential*), enregistre une forte baisse sur le mois (32,5 après 38,1) et est au plus bas depuis mai 2021. Ce recul signale des tensions moins prononcées sur le marché du travail, ce qui devrait être accueilli favorablement par la Réserve fédérale.

L'indice du coût du travail (ECI) se modère légèrement mais continue de refléter d'importantes tensions sur le marché du travail. L'indice progresse de 1,2% en glissement trimestriel au T3, après 1,4% au T1 et 1,3% au T2. En glissement annuel, l'indice affiche également une légère modération, passant de 5,1% au T2 à 5% au T3. Si l'indice continue de témoigner d'un marché du travail sous tension, son léger ralentissement peut toutefois être le signe d'une certaine détente.

L'indice des prix des dépenses de consommation (PCE) maintient une dynamique robuste. L'inflation PCE se maintient à 0,3% en glissement mensuel en septembre (6,2% en glissement annuel), contenue par la modération des prix de l'énergie, alors que les pressions domestiques restent vives comme l'illustre l'inflation PCE sous-jacente qui atteint 0,5% en glissement mensuel (5,2% en glissement annuel). Le rapport PCE relate également le maintien d'une dynamique solide de la consommation des ménages (+0,6% termes nominaux et +0,3% en termes réels, en glissement mensuel), soutenue par le recours à l'excès d'épargne constitué durant la pandémie comme l'illustre le recul du taux d'épargne à 3,1%.

Au Brésil, l'ancien Président Lula remporte les élections présidentielles contre le Président sortant Bolsonaro avec 50,8% des suffrages.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



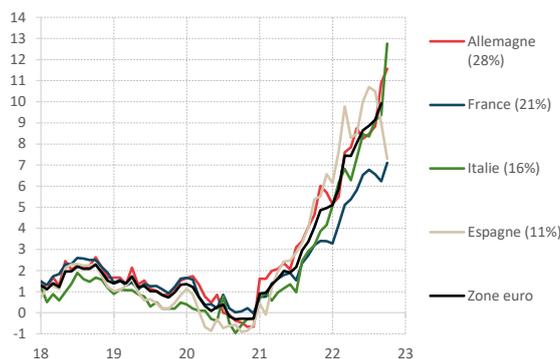
Suivi Macroéconomique

Europe

« Le PIB de l'Allemagne reste bien orienté au troisième trimestre malgré les vents contraires »

En Zone euro, les dynamiques d'inflation apparaissent très contrastées en octobre. L'Espagne se distingue positivement, avec une inflation de 7,3%, contre 9,0% au mois de septembre (en glissement annuel), soit le plus faible niveau depuis 9 mois. La moindre accélération des prix s'explique par une diminution de la contribution des prix de l'énergie à l'inflation. En effet, un grand nombre de ménages espagnols bénéficient de contrats flexibles et la récente baisse des prix de l'électricité et du gaz ont pu avoir un effet immédiat. En France, les prix accélèrent nettement et l'inflation s'établit à 7,1% en octobre après 6,2%. Une dynamique similaire s'observe en Allemagne où l'inflation atteint 11,6% (contre 10,9% le mois précédent) et en Italie où les prix accélèrent très nettement (+12,8% après 9,4% en septembre). En parallèle, l'enquête des prévisionnistes professionnels du quatrième trimestre publiée par la BCE indique une nette révision à la hausse de leurs anticipations sur les prix. L'inflation en 2022 en Zone euro est attendue à 8,3% (contre 7,3% lors de l'enquête publiée au T3) et 5,8% en 2023 (contre une prévision de 3,6% précédemment).

Zone Euro : Inflation (GA%, NVCS)



Sources : Eurostat, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point: oct 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
ZE	PMI Services	Indice	48,2	48,8	42,5	53,6	
	PMI Manuf.	Indice	46,6	48,4	48,6	60,2	
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA%	8,9	8,8	7,1	4,3	
AL	PMI Services	Indice	44,9	45,0	44,6	53,1	
	PMI Manuf.	Indice	45,7	47,8	49,1	61,6	
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	76,2	76,6	92,5	100,1	
	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 22	1,1	1,7	-2,4	-0,1
FR	PMI Services	Indice	51,3	52,9	42,8	53,8	
	PMI Manuf.	Indice	47,4	47,7	47,8	56,7	
	PIB	Val, CVS, GA%	T3 22	1,0	4,2	88,8	-23,3
ES	PIB	Val, CVS, GA%	T3 22	3,8	6,8	-55,5	10,0
RU	PMI Services	Indice	47,5	50,0	45,9	56,1	
	PMI Manuf.	Indice	45,8	48,4	50,2	59,2	

* Du 24/10/2022 au 30/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté de l'activité, l'économie allemande reste bien orientée au troisième trimestre 2022 malgré les vents contraires qui pèsent sur le pays. Le PIB allemand a en effet augmenté de 0,3% au T3 en glissement trimestriel (après 0,1% au T2), porté par la consommation des ménages, alors qu'une contraction de l'activité était attendue. Du côté de la France et de l'Espagne, la croissance ralentit à 0,2% au T3 pour les deux pays (après 0,5% et 1,5% au T2 respectivement). L'activité française a été tirée par les investissements, tandis que l'Espagne continue de bénéficier de la bonne orientation de la consommation des ménages. En revanche, les deux pays sont pénalisés par la dégradation de leur solde commercial, dans un contexte d'affaiblissement de l'euro et de hausses des prix de l'énergie importée.

Néanmoins, les perspectives restent sombres pour la Zone Euro au T4 2022 comme l'illustrent les dernières données d'enquête. En effet, l'indice PMI composite atteint 47,1 points (-1,0 point par rapport au mois de septembre), un niveau qui, pour le 4^{ème} mois consécutif, indique une contraction de l'activité relativement au mois précédent. Cette dégradation reflète une contraction de la production manufacturière (indice de production à 44,2) tandis que le recul des services hors distribution est un peu moins prononcé (48,2). Par pays, c'est de nouveau l'Allemagne qui a enregistré la plus forte contraction, l'activité s'étant fortement repliée tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services, et ce à des rythmes plus soutenus qu'en septembre. L'indice PMI composite allemand a ainsi chuté à 44,1, soit son plus faible niveau depuis mai 2020 et, hormis les mois de pandémie, son plus bas niveau depuis juin 2009. Parallèlement, les niveaux d'activité ont stagné en France, l'indice PMI composite ayant reculé de 51,2 en septembre à 50,0 en octobre, face au recul de la demande. Les nouvelles commandes de biens et services en Zone euro chutent pour le 4^{ème} consécutif à un rythme inédit depuis décembre 2012 (hors périodes de confinements), avec un recul particulièrement marqué des nouvelles commandes à l'industrie manufacturière.

Par ailleurs, l'indice de sentiment économique de la Commission européenne décrit également une dégradation de la confiance des agents économiques. Au mois d'octobre, l'indice enregistre un 8^{ème} mois consécutif de recul et reste en dessous de sa moyenne de long terme. Le climat des affaires continue de se détériorer à la fois dans le secteur manufacturier et dans les services, dans un contexte d'affaiblissement marqué de la demande.

Au Royaume-Uni, les données d'enquête suggèrent également une dégradation de l'activité. Le PMI composite recule à nouveau en octobre et s'établit à 47,2 soit le plus bas niveau depuis janvier 2021. La contraction de l'activité s'observe à la fois dans le secteur manufacturier, puisque le PMI manufacturier chute à 45,8, mais également du côté des services, où l'indice passe en dessous du seuil de 50 pour la première fois depuis mars 2021.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



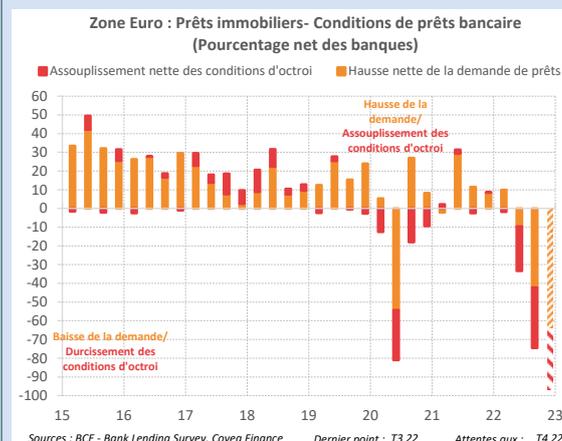
Suivi Macroéconomique

Focus : La BCE poursuit la normalisation de sa politique monétaire mais alerte sur la dégradation des perspectives

La Banque centrale européenne a procédé à une hausse de 75 points de base de ses taux directeurs, portant ainsi le taux des opérations principales de refinancement à 2,0%, son plus haut niveau depuis 2009. Avec ce troisième relèvement de suite depuis juillet, le Conseil des gouverneurs indique dans son communiqué de presse que « la BCE a retiré une part substantielle du caractère accommodant de l'orientation de la politique monétaire ». La présidente Lagarde a toutefois indiqué que d'autres hausses de taux seront nécessaires pour normaliser la politique monétaire et qu'une phase de resserrement monétaire (c'est-à-dire porter les taux directeurs au-delà du taux neutre, soit le taux pour lequel la demande n'est ni soutenue ni compressée par la politique monétaire) pourrait être nécessaire pour rejoindre la cible d'inflation de 2%. En effet, le communiqué d'octobre spécifie que la BCE souhaite « réduire le soutien à la demande », sous-entendant ainsi qu'elle considère que sa politique monétaire demeure accommodante. **Toutefois, Christine Lagarde a adopté un ton plus prudent que par le passé en insistant, durant sa conférence de presse, sur la progression des risques de récession en Zone euro. S'ils se matérialisent, ces risques pourraient limiter les perspectives de hausses de taux.**

En parallèle, la BCE a modifié les modalités juridiques applicables aux opérations ciblées de refinancement de long terme (« TLTRO ») afin de faciliter la transmission de la politique monétaire. Initialement, le taux applicable aux TLTRO 3 correspondait à la moyenne du taux des opérations principales de refinancement (MRO), ou du taux de dépôt pour les banques respectant certains critères, sur la période correspondant à la durée de vie du prêt TLTRO (qui ont débuté entre 2019 et 2021 et qui arrivent à échéance entre 2022 et 2024). A partir du 23 novembre 2022, le taux applicable aux TLTRO correspondra à la moyenne des taux MRO (ou de dépôt) entre novembre 2022 et la fin du prêt. Ainsi, les banques ne bénéficieront plus de la longue période de taux faibles de dernières années dans le calcul de leur taux TLTRO. Cette décision vise donc à accélérer la transmission de la politique monétaire. Par ailleurs, cette décision pourrait inciter les banques à rembourser leurs prêts TLTRO de manière anticipée ce qui permettrait de réduire le bilan de la BCE. Enfin, le Conseil des gouverneurs a réduit la rémunération des réserves obligatoires (une composante marginale du bilan de la BCE) qui sera désormais fixée au taux de dépôt (1,50%), contre le taux MRO précédemment. Concernant la trajectoire de réduction du bilan de la BCE, Christine Lagarde a indiqué qu'une décision serait prise lors de la réunion de décembre 2022.

Dans ce contexte de normalisation de la politique monétaire, les banques prévoient une baisse de la demande de prêts au 4^{ème} trimestre 2022 en Zone euro et un durcissement des conditions d'octroi.



Selon l'enquête de la BCE sur les conditions de crédit, les critères d'octroi se sont encore durcis pour les entreprises au 3^{ème} trimestre, principalement en Italie, en raison du ralentissement économique et des craintes de récession de plus en plus présentes. En revanche, la demande de prêts des entreprises est restée soutenue. La bonne orientation de la demande de prêt est imputable à des besoins de financement qui restent importants, les entreprises devant faire face à une hausse des coûts de production et une hausse de leurs stocks en raison du ralentissement de la demande. Par ailleurs, elles notent que les niveaux des taux d'intérêt ont eu une contribution négative sur la demande de prêt des entreprises.

Du côté des ménages, les banques de la Zone euro ont fait état d'un durcissement important des critères d'octroi pour les prêts immobiliers et d'un durcissement moins prononcé pour les crédits à la consommation. La demande de prêts immobiliers a fortement reculé au 3^{ème} trimestre, dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de baisse de la confiance des ménages.

Pour le 4^{ème} trimestre, les banques prévoient un durcissement des conditions d'octroi beaucoup plus prononcé, à la fois pour les entreprises que pour les ménages, dans un contexte de dégradation des perspectives. Par ailleurs, la poursuite des hausses de taux devrait pénaliser la demande. Selon les attentes des banques interrogées, la demande de prêts des entreprises devrait diminuer pour la première fois depuis le 1^{er} trimestre 2021 tandis que la demande de prêts immobiliers pourrait enregistrer une forte diminution, d'une ampleur inédite depuis 2009.

Notons que les dernières données sur les encours des prêts bancaires en Zone euro continuent toutefois d'afficher un dynamisme prononcé en septembre. Les prêts aux entreprises ont progressé (+8,9% en GA, après 8,8% en août), principalement tirés par l'Allemagne. On peut noter que la croissance des prêts à 1 an s'est élevée à 19,8%. La hausse de ces prêts à court terme peut témoigner d'un besoin pour les entreprises de couvrir leurs coûts renchérus par la hausse des prix de l'énergie et des matières premières plutôt que des besoins d'investissement. Du côté des ménages, les prêts à la consommation et les prêts immobiliers ont gardé un rythme de croissance inchangé à 4,4%.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

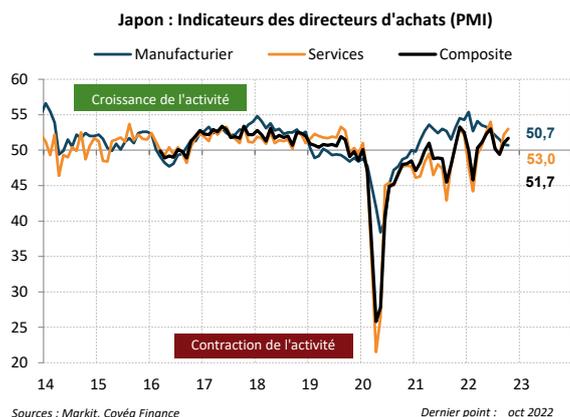


Suivi Macroéconomique

Asie

« Au Japon, les vannes budgétaires et monétaires restent grandes ouvertes »

Le gouvernement Kishida annonce un plan budgétaire de 200 Mds\$ face à la crise énergétique. Les mesures de ce plan de soutien devraient entrer en vigueur en janvier prochain. Les ménages bénéficieraient d'une baisse d'environ 20% des prix de l'électricité (baisse de 7 yens du prix du kilowattheure) et les entreprises profiteront également d'un soutien de moindre ampleur (baisse de 3,5 yens du prix du kilowattheure). Des mesures ciblant le prix des carburants et du gaz seront également mises en place. Dans l'ensemble, le gouvernement estime que le ménage japonais moyen devrait voir sa facture énergétique mensuelle baisser d'environ 5 000 yens (35\$). Ces mesures ciblent ainsi les prix de l'énergie qui sont la principale cause de la progression de l'inflation (3% en septembre), comme l'a souligné le Premier ministre, alors que les pressions domestiques sur les prix restent très modestes.



Face à la faiblesse des pressions domestiques sur les prix, la Banque du Japon maintient sa politique monétaire très accommodante, à contre-courant de la dynamique internationale, à l'issue de sa réunion d'octobre. 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'entreprises. La Banque se dit également prête à prendre des mesures d'assouplissement supplémentaires si nécessaire. **Toutefois, la mise à jour des perspectives trimestrielles de la BoJ révèle des prévisions nettement revues à la hausse sur les prix.** L'inflation (hors alimentaire frais) est désormais attendue à 2,9% sur l'année fiscale 2022 (contre 2,3% dans les projections de juillet). Des révisions à la hausse ont également été réalisées pour les AF 2023 (1,6%, +0,2 point de pourcentage) et 2024 (1,6%, +0,3 pp). Néanmoins, ces révisions à la hausse relèvent essentiellement de pressions extérieures renforcées sur le prix. Sur l'ensemble de l'horizon de projection de la BoJ, les perspectives sur l'inflation sous-jacente (hors alimentaire frais et énergie) n'évoluent que marginalement par rapport à celles de juillet et restent toujours inférieures à la cible de 2% ce qui indique que la BoJ ne voit toujours pas se constituer de pressions domestiques sur les prix suffisamment significatives pour justifier une normalisation de sa politique monétaire. Du côté de l'activité, les perspectives sur la croissance du PIB réel se dégrade sur l'AF 2022 (2%, -0,4 pp) et sur l'AF 2023 (1,9%, -0,1 pp) mais ont légèrement été revues à la hausse pour l'AF 2024 (1,5%, +0,2 pp). Lors de la conférence de presse, le gouverneur Kuroda a insisté sur la progression des risques sur les perspectives et a indiqué que la politique très accommodante de la BoJ restait appropriée en dépit de la forte dépréciation du yen.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice oct.-22	53,0	52,2	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice oct.-22	50,7	50,8	45,8	52,7
	Taux de chômage	% de la pop. act. sept.-22	2,6	2,5	2,8	2,8

* Du 24/10/2022 au 30/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En octobre, l'activité économique japonaise devrait rester bien orientée selon l'enquête PMI. Cette bonne dynamique s'observe en particulier dans les services, dont l'indice PMI associé progresse à 53 (+0,8 point sur un mois), probablement en lien avec la poursuite de l'assouplissement des restrictions sur les entrées de touristes et la reprise des subventions sur les voyages touristiques en octobre. Du côté de l'industrie manufacturière, l'indice PMI est quasi inchangé à 50,7, reflétant une légère expansion de l'activité. Toutefois, la composante « production » de l'indice demeure en zone de contraction à 48,7 face aux hausses de coûts et au déclin de la demande internationale. Enfin, l'enquête rapporte la poursuite de l'assouplissement des contraintes d'offre qui devrait continuer de soutenir l'activité.

En Chine, la Banque centrale intervient pour soutenir l'activité et la devise. La Banque populaire de Chine (PBoC) a monté son « paramètre d'ajustement macro-prudentiel transfrontalier » à 1,25 contre 1 précédemment. Cet instrument définit la capacité maximum d'endettement des entreprises et institutions financières chinoises vis-à-vis de l'étranger en fonction de la situation de leur bilan financier. Une augmentation de ce paramètre signifie que les entreprises et institutions financières chinoises auront accès à davantage de financement de l'étranger. Cette mesure s'inscrit donc dans le cadre de l'assouplissement des conditions financières de la PBoC. Elle présente également l'avantage de soutenir la devise chinoise face à la forte dépréciation observée sur les 6 dernier mois en augmentant l'offre de devises étrangères sur le marché domestique.

En Corée du Sud, l'activité se modère au T3 2022. La croissance du PIB a ralenti à 0,3% en glissement trimestriel après 0,7% au T2, soit 3,1% en glissement annuel, entre dynamisme de la demande domestique et dégradation de la balance commerciale. En effet, la consommation des ménages a bénéficié de l'amélioration de la situation sanitaire et l'investissement s'est redressé, en particulier dans les semi-conducteurs et les écrans, après le déclin du premier semestre 2022. Toutefois, l'activité a également été tirée par la progression des stocks. Le commerce extérieur a maintenu une contribution nettement négative à la croissance du PIB pour un deuxième trimestre consécutif. Ce déclin reflète la très forte progression des importations, en lien avec la progression de la demande domestique et de la hausse des prix à l'importation, et la modération des exportations, notamment dans les secteurs à haute intensité technologique, avec le ralentissement de la demande mondiale. Au cours des prochains trimestres, l'activité devrait souffrir de la modération de la demande domestique face à l'inflation et à la hausse des taux.

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.