

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

11 septembre 2023

Une pression montante sur le système bancaire américain

L'été s'est révélé particulièrement agité pour les banques américaines, même si leur performance boursière ne semble pas en avoir trop souffert. Alors qu'au printemps, le secteur avait déjà dû faire face aux plus importantes faillites de l'histoire bancaire américaine (obligeant la Fed à inverser sa politique de retrait des liquidités), la période estivale n'a pas non plus été de tout repos : abaissement des notations de la part des trois principales agences (Fitch, S&P et Moody's), intensification des exigences réglementaires en écho aux faillites du printemps et dégradations des conditions de crédit (obligeant à la reconstitution de provisions annoncées lors des publications de résultats du deuxième trimestre). Ces sujets sont loin d'être indépendants les uns des autres.

En effet, les éléments invoqués par les agences de notation sont intimement liés aux conditions de financement structurellement dégradées et aux impacts à long terme du durcissement de la réglementation. Si, en juin, l'agence Fitch avait été timorée dans son approche d'abaissement des notations bancaires (baisse de la notation générale du secteur, sans abaissement spécifique d'une ou plusieurs banques), Moody's et S&P ont ciblé plus directement certaines banques. D'autres banques devraient subir de nouvelles dégradations tant les pressions croissantes qui s'exercent sur le secteur obèrent sa rentabilité à long terme.

De son côté, le durcissement de la réglementation fait lui-même écho à un environnement de taux radicalement différent qui exige de revoir la comptabilisation de certains postes de bilan (notamment les pertes et gains latents sur les portefeuilles obligataires). Toutefois, dans sa revue des exigences réglementaires nouvelles, le régulateur est allé bien plus loin, anticipant les conséquences néfastes d'une probable dégradation de l'immobilier commercial (dont les effets sont déjà en train de se voir sur les taux de défauts de CMBS exposés à l'immobilier de bureau). Ainsi, le régulateur prévoit de durcir les exigences de fonds propres sur les activités de prêts immobiliers, résidentiels et commerciaux.

D'un point de vue opérationnel à court terme, les résultats du trimestre cristallisent déjà les inquiétudes des régulateurs et des agences de notation : hausses des créances douteuses et contraction de la marge nette du fait de la nécessité de mieux rémunérer les dépôts pour éviter de les perdre face à la concurrence accrue des fonds monétaires.

Pourtant, les alertes des agences de notation et le réveil des régulateurs américains face au cycle de crédit en cours et au changement structurel de régime de taux d'intérêt n'ont pas suffi à ébranler la confiance des investisseurs sur les marchés financiers au cours de l'été, dopée par les promesses de l'intelligence artificielle. Gageons que cette dernière sache nous prémunir d'une prochaine crise bancaire ! En attendant, les équipes de Covéa Finance continuent de surveiller de près le risque bancaire, issu des ramifications des faillites du printemps et des conséquences d'une augmentation très sensible de la dette des agents économiques depuis plusieurs décennies. Un risque qu'il nous semble encore important de ne pas négliger.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

«Les équipes de Covéa Finance continuent de surveiller de près le risque bancaire»



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	08/09/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,070	1,087	1,000	-1,5 ↓	7,0 ↑
€ / £	0,858	0,861	0,869	-0,4 ↓	-1,2 ↓
€ / Yen	158,20	157,28	144,08	0,6 ↑	9,8 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	91	74	89	21,9 ↑	1,7 ↑
Indice CRB*	549	545	574	0,6 ↑	-4,4 ↓
Prix de l'once d'Or	1 925	1 918	1 711	0,3 ↑	12,5 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 243	8 178	7 811	0,8 ↑	5,5 ↑
Indice Baltic Dry**	1 186	1 112	1 178	6,7 ↑	0,7 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	999	954	2562	4,8 ↑	-61,0 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa 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 évolué en deux temps sur la semaine au gré des publications de statistiques économiques et des interventions des différents membres de la BCE en amont de la réunion à venir ce jeudi : les taux ont dans un premier temps progressé, retrouvant des points hauts dans le sillage de la publication d'indicateurs d'activité ISM services aux Etats-Unis et de la hausse des prix du pétrole. Par la suite, les flux acheteurs s'intensifiaient, le marché a consolidé avec une légère baisse des taux. Au final sur la semaine, les taux s'affichent à la hausse avec un mouvement légèrement plus prononcé sur la partie courte. Ainsi la France termine la semaine sur le 10 ans à 3,14% et l'Allemagne à 2,61%. L'Italie s'écarte à 4,35%.

Sur le marché du crédit, la semaine est demeurée très active en termes de nouvelles émissions avec 12 Md€ au total (Orange, Iberdrola, Assa Abloy, Rémy Cointreau et Reckitt Benckiser). L'intérêt des investisseurs pour le crédit ne faiblit pas. Il révèle une recherche de rendements élevés, même au prix d'une durée plus longue.

Le Focus de la semaine : A quoi s'attendre en termes d'offre obligataire en cette rentrée de septembre ?

Du côté des émissions souveraines, les Trésors ont, comme c'est souvent le cas, pris de l'avance par rapport à leur programme d'émissions. Sur les 1 300 milliards d'euros d'émissions brutes, à moyen et long terme, des 13 principaux pays de la zone euro, prévues pour l'ensemble de l'année 2023, 1 000 milliards d'euros ont déjà été émis, soit un taux de réalisation de 77%, alors que les deux tiers de l'année viennent juste d'être dépassés.

Parmi les grands pays de la zone, les pays du sud ont su profiter de primes de risque assez contenues pour avancer davantage dans leurs programmes d'émissions. Ainsi l'Italie, le plus gros émetteur de dette souveraine de la zone cette année, avec 320 milliards d'euros, a déjà émis à ce stade de l'année, 249 milliards d'euros, ce qui représente 78% de ses besoins alors que l'Allemagne et la France n'en sont qu'à 75%. L'Espagne a, quant à elle, pris encore un peu plus les devants avec 82% de taux de réalisation. On peut noter que certains Trésors n'hésitent pas à réaliser des émissions spécifiques à destination des particuliers pour abonder leur programme. C'est le cas de l'Italie qui a annoncé l'ouverture d'une nouvelle tranche de ce type ou de la Belgique qui vient de conclure une opération sur des obligations à court terme. L'intérêt est de moins solliciter les investisseurs institutionnels et de proposer aux épargnants un produit avec un taux attractif.

Au cours des quatre prochaines semaines, près de 90 milliards d'euros d'émissions brutes sont attendues et 26 milliards d'euros nets de remboursements. Pour rappel, la BCE n'absorbe plus une partie des nouvelles émissions depuis le mois de juillet, c'est donc le marché qui va devoir jouer ce rôle.

Ces émissions souveraines ne constituent naturellement qu'une partie de l'offre de nouveaux titres obligataires à destination des investisseurs.

Les émetteurs du type quasi-Etats et crédit reviennent également à cette période de l'année pour compléter leurs besoins de financement. Les principaux émetteurs publics et supranationaux vont encore solliciter le marché à l'image de l'Union européenne qui a encore une quarantaine de milliards d'euros à émettre d'ici la fin de l'année.

Du côté des entreprises, le marché primaire a réouvert vigoureusement avec 31 milliards d'euros de nouvelles émissions au cours des deux dernières semaines et les besoins de refinancement des banques, avec les remboursements à venir du TLRO* devraient rester importants.

Si l'offre obligataire, souvent qualifiée de facteur technique, ne constitue pas le premier moteur de l'évolution des taux, la dynamique de cette rentrée pourrait permettre aux rendements de toucher de nouveaux points hauts ou à tout le moins de favoriser une pentification des courbes.

*Opérations de refinancement à long terme de la BCE

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	08/09/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,25	4,50	2,50	0,00	0,25	1,00	3,00		
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,00	2,50	1,25	0,00	0,25	1,75	3,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,50	2,00	0,75	0,00	0,25	1,75	3,00		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,00	3,50	1,75	0,00	0,25	1,75	3,50		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,26	4,18	3,84	3,87	3,32	9	43	39	95	-73	7
Allemagne	2,61	2,55	2,42	2,57	1,72	6	19	4	89	-46	12
France	3,14	3,07	2,95	3,12	2,26	7	19	3	88	-20	46
Italie	4,35	4,24	4,10	4,72	3,97	11	25	-37	38	58	46
Royaume-Uni	4,42	4,43	4,38	3,67	3,03	0	4	75	139	-63	28
Japon	0,66	0,63	0,39	0,42	0,25	2	26	23	40	65	102
Crédit											
Indice Itraxx Main	71,0	70,1	76,2	90,6	113,9	0,9	-5,2	-19,6	-42,9		
Indice Itraxx Crossover	399,1	395,7	411,0	474,1	557,8	3,4	-11,8	-75,0	-158,6		

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

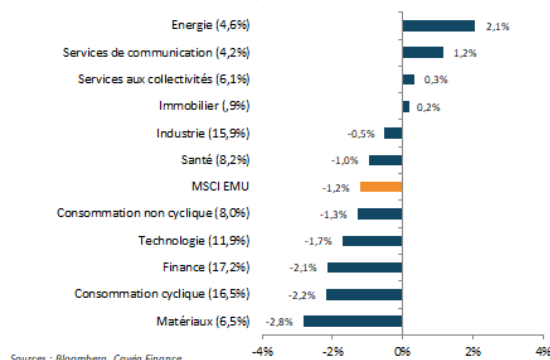
L'analyse des marchés :

En zone Euro, les marchés actions affichent un recul de 1.2% (indice MSCI EMU dividendes non réinvestis) sur la semaine écoulée. Les dernières statistiques macroéconomiques pointent vers une croissance affaiblie dans toutes les grandes zones du monde. Dans le même temps, les tensions inflationnistes persistent en raison de la hausse des prix des matières premières, à l'image du pétrole qui repasse au-dessus de 90\$ pour la référence Brent.

En termes de performance, le secteur de l'énergie surperforme le marché avec une hausse de +2.1% sur la semaine. Les pétrolières intégrées, raffineurs, services pétroliers affichent les meilleures performances alors que les valeurs liées aux énergies renouvelables sont dans le rouge. Les investisseurs ont aussi recherché les secteurs défensifs à l'image des services de télécommunications (+1.2%), les services aux collectivités (+0.3%) et l'immobilier (+0.2%). A l'autre bout du spectre, les secteurs plus sensibles au cycle économique sont vendus en cohérence avec l'incertitude sur le cycle. Le secteur des matériaux recule de 2.8%. A l'intérieur de ce secteur, nous notons la surperformance des gestionnaires d'infrastructures, segment moins sensible au cycle, alors que les sociétés de matériaux plus sensibles à l'activité économique sous-performent. La consommation cyclique décroche de 2.2% à la suite de commentaires prudents du groupe Richemont concernant les perspectives de croissance de l'industrie du luxe.

Enfin, l'indice des petites capitalisations (MSCI EMU small cap) abandonne 2%, sous-performance vis-à-vis du MSCI EMU en cohérence avec une approche plus prudente des investisseurs.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 01/09/2023 au 08/09/2023 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Une route semée d'embûches vers la transition énergétique

La semaine dernière, la Banque Centrale Européenne (BCE) a publié un rapport appelant les industriels et les Etats à accélérer leurs efforts en faveur de la transition énergétique. Un quadruplement des investissements d'ici 2025, atteignant plus de 2000 milliards d'euros par an serait nécessaire pour respecter la limitation du réchauffement climatique actée par l'Accord de Paris en 2015.

Cette demande paraît mal venue. En effet quelques jours plus tôt, le leader mondial de la production d'électricité à base renouvelable, le danois Orsted a publié une énorme dépréciation d'actifs de 16 milliards de couronnes danoises concernant le développement de projets éoliens en mer aux Etats-Unis. L'entreprise cite trois problèmes majeurs : la persistance des perturbations le long de la chaîne d'approvisionnement, le renchérissement des coûts de financement et des difficultés administratives pour l'obtention des crédits d'impôts promis dans le cadre du plan « Inflation Reduction Act ». Ces vents contraires, notamment des taux d'intérêts élevés, risquent de perdurer et constituent des freins importants aux investissements dans les énergies renouvelables. Et pourtant, comme le préconise le rapport de la BCE, ces mêmes investissements doivent s'intensifier pour réduire le réchauffement climatique, le risque financier et la dépendance aux énergies fossiles.

Les entreprises doivent donc s'adapter rapidement à cette nouvelle donne, au risque de subir de sérieuses déconvenues à l'image d'Orsted. La discipline financière est clé. La transition énergétique est une thématique d'investissement que nous suivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, en évaluant la capacité d'adaptation des entreprises à la réorganisation du complexe énergétique mondial.

Chieuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	08/09/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	145	146	147	132	125	-1,2	↓	-1,9	↓	9,8	↑	15,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	936	954	937	907	878	-1,9	↓	-0,1	↓	3,2	↑	6,6	↑
MSCI EMU Small Cap	390	401	398	370	337	-2,7	↓	-2,0	↓	5,4	↑	15,9	↑
MSCI Europe	153	154	153	143	139	-0,7	↓	-0,4	↓	7,3	↑	10,0	↑
France CAC 40	7 241	7 297	7 313	6 474	6 126	-0,8	↓	-1,0	↓	11,8	↑	18,2	↑
Allemagne DAX 30	6 230	6 268	6 312	5 693	5 277	-0,6	↓	-1,3	↓	9,4	↑	18,1	↑
Italie MIB	28 233	28 650	27 928	23 856	21 678	-1,5	↓	1,1	↑	18,3	↑	30,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 478	7 465	7 472	7 452	7 262	0,2	↑	0,1	↑	0,4	↑	3,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 714	8 720	8 675	8 417	8 357	-0,1	↓	0,5	↑	3,5	↑	4,3	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

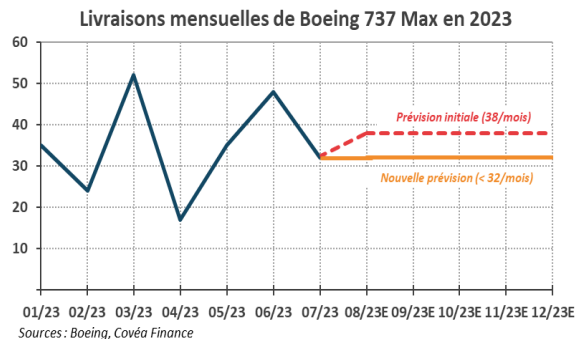
En **Asie**, la semaine a été baissière. Les marchés chinois et australiens (dépendants de la Chine) ont notamment souffert du regain de tensions entre Washington et Pékin. A l'inverse, l'Inde, comme souvent lorsque les marchés asiatiques sont mal orientés, fait figure de valeur refuge dans un contexte de tensions géopolitiques vis-à-vis desquelles le pays est relativement agnostique. Du côté des véhicules électriques, le constructeur chinois Xpeng a déclaré être prêt à commercialiser ses modèles électriques en Europe dès l'année prochaine tandis que Samsung SDI annonçait le lancement d'un nouveau type de batterie (Lithium/Manganèse/Fer/Phosphate) en concurrence des deux technologies existantes (Lithium/Fer/Phosphate et Nickel/Cobalt /Manganèse).

En réponse à l'enquête des Etats-Unis concernant le nouveau smartphone de Huawei (cf plus bas), les autorités chinoises ont banni l'utilisation des iPhones sur les lieux de travail pour les fonctionnaires et les salariés d'agences gouvernementales (cf détails ci-dessous).

Aux **Etats-Unis**, les grands indices américains ont clôturé la semaine en baisse (S&P 500 -1,1% et Nasdaq -2,0%) suite notamment à de fortes prises de profits sur Apple (-6,0%) et Nvidia (-4,6%). Plus généralement, le marché des actions a enregistré un regain sensible de volatilité (indice VIX en hausse) dans un contexte marqué par une conjoncture domestique toujours très soutenue et une remontée des rendements obligataires. En termes sectoriels, les valeurs défensives (services publics, immobilier) et pétrolières (hausse de 1,5% du prix du baril WTI) surperforment. En revanche, la technologie et les compartiments les plus cycliques (industrie et matières premières) ont subi de forts dégagements. En ce qui concerne les négociations salariales dans le secteur automobile (date butoir du 14 septembre), le syndicat UAW et les directions de GM et Ford restent sur des positions très éloignées, le premier réclamant 46% d'augmentation sur 4 ans et les seconds n'offrant qu'environ 10%. En cas de grève, les conséquences pour la filière et l'activité domestique seraient significatives. Par ailleurs, le gouvernement américain a lancé une enquête concernant le nouveau smartphone de Huawei (le Mate 60 Pro), un appareil équipé d'un processeur 5G en 7 nanomètres, fabriqué par SMIC (leader chinois des fonderies). Le conseiller à la sécurité nationale, Jake Sullivan, souhaite déterminer comment les deux entreprises ont réussi à contourner les sanctions américaines mises en place depuis 2019 et obtenu l'accès à la technologie 5G (fabrication de la puce proprement dite) ainsi qu'à tous les autres composants (amplificateurs de puissance, filtres, commutateurs, ...). Ce nouvel épisode risque de remettre en cause les efforts d'apaisement entre les deux pays et de peser sur les sociétés américaines de technologie les plus exposées à la Chine, Apple et Nvidia notamment.

Le Focus de la semaine : Nouvelles tensions sur la chaîne d'approvisionnement aéronautique.

Il y a quelques jours, Spirit AeroSystems, société leader dans la fabrication de structures aéronautiques (fuselage, ailes, supports de moteurs, ...) a publié un communiqué concernant la non-conformité des points de fixation de ses cloisons étanches arrière (trous mal alignés ou superflus) et les risques induits pour la pressurisation des cabines de certains 737 MAX-8 de Boeing. En avril dernier, Spirit avait déjà rencontré des problèmes de qualité sur des raccords d'ailettes arrière, impliquant l'enregistrement d'une charge de \$31 millions au second trimestre (entre \$100-150k par appareil). Dans un premier temps, Boeing avait réagi en indiquant que cet incident n'aurait pas d'impact significatif sur les prochaines livraisons compte tenu que ses deux autres fournisseurs avaient produit des pièces conformes. Toutefois, la société a finalement fait volte-face en fin de semaine dernière, indiquant désormais que les livraisons de 737 pour cette année seraient dans le bas de sa fourchette cible (400-450 appareils). La réussite des objectifs de livraisons initiaux (38 modèles 737 Max par mois en 2023, puis 50 par mois à l'horizon 2025/26), ainsi que la génération de cash associée, pourraient donc être remise en cause compte tenu de la récurrence des problèmes de qualité chez Boeing et ses fournisseurs. Sur la base des dernières annonces, les livraisons mensuelles des prochains mois devraient être au maximum de 32 appareils (15% sous les objectifs).



Au total, les tensions sur la chaîne d'approvisionnement aéronautique restent vives, tandis que les avionneurs exercent d'intenses pressions sur leurs fournisseurs afin d'honorer des carnets de commandes records, risquant de mettre en danger certains de leurs fournisseurs aux moyens et ressources plus limités (capital, humain, financier). Le suivi de cette chaîne, et des tensions persistantes en son sein, sont au cœur de nos réflexions dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF).

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale			en €				
	08/09/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 457	4 516	4 396	3 840	4 006	-1,3 ↓	1,4 ↑	16,1 ↑	11,3 ↑	-0,6 ↓	3,0 ↑	16,1 ↑	4,0 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 577	34 838	34 122	33 147	31 775	-0,7 ↓	1,3 ↑	4,3 ↑	8,8 ↑	0,0 ↓	2,9 ↑	4,4 ↑	1,7 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 762	14 032	13 591	10 466	11 862	-1,9 ↓	1,3 ↑	31,5 ↑	16,0 ↑	-1,2 ↓	2,8 ↑	31,5 ↑	8,4 ↑
Japon Nikkei 300	499	497	486	401	414	0,5 ↑	2,8 ↑	24,6 ↑	20,6 ↑	0,1 ↑	2,2 ↑	10,6 ↑	9,8 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 548	2 564	2 550	2 280	2 384	-0,6 ↓	-0,1 ↓	11,7 ↑	6,9 ↑	-0,7 ↓	0,3 ↑	5,0 ↑	3,2 ↑
Chine - Shanghai	3 117	3 133	3 182	3 089	3 236	-0,5 ↓	-2,1 ↓	0,9 ↑	-3,7 ↓	-0,8 ↓	-1,8 ↓	-5,4 ↓	-15,0 ↓
Hong Kong Hang Seng	18 202	18 382	18 934	19 781	18 855	-1,0 ↓	-3,9 ↓	-8,0 ↓	-3,5 ↓	-0,2 ↓	-2,4 ↓	-8,4 ↓	-9,7 ↓
Marchés Emergents - MSCI	974	986	987	956	957	-1,2 ↓	-1,3 ↓	1,8 ↑	1,7 ↑	-0,5 ↓	0,2 ↑	1,9 ↑	-4,9 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

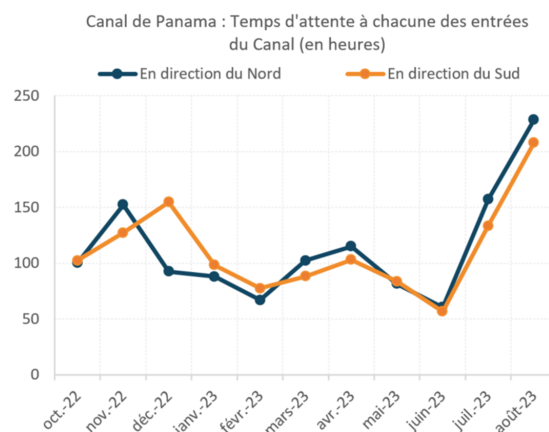
Canal de Panama : l'adaptation au changement climatique à pas forcé

Depuis 109 ans, le Canal de Panama, et ses 80 kilomètres de voie d'eau artificielle, offre une connexion vitale et stratégique entre les océans Atlantique et Pacifique pour 14 000 navires à l'année, comptant pour près de 6% du commerce international. Depuis plusieurs semaines, la navigation sur le Canal est très fortement perturbée. En cause : les perturbations climatiques dans la région.

En effet, chaque navire qui emprunte le canal doit franchir une série d'écluses permettant, dans un premier temps, aux bateaux de s'élever de 26 mètres au dessus du niveau de la mer pour atteindre la hauteur du lac de Gatùn et traverser l'isthme. Puis dans un deuxième temps, des écluses permettent de redescendre les navires au niveau de la mer. Sur cette deuxième phase du franchissement du canal, les écluses nécessitent 200 millions de litres d'eau douce par bateau. Cette eau provient de deux lacs artificiels, Gatùn et Alajuela, alimentés par les précipitations, et fournissant également de l'eau potable à la moitié du pays, soit 2 millions d'habitants. Cela ne semblait pas être un défi pour ce pays dont la saison pluvieuse dure habituellement 10 mois de l'année.

Pourtant, il a suffi de la conjonction d'une saison sèche plus longue et d'une saison des pluies plus courte que la normale pour que la pénurie d'eau douce soit telle que le commerce mondial en soit directement impacté. Les autorités panaméennes ont été amenées non seulement à réduire le nombre de navires autorisés à emprunter le canal, mais aussi à leur imposer des restrictions de taille et de poids, et ce pendant une durée qui pourrait aller jusqu'à un an. Rappelons qu'un grand nombre de bateaux a été précisément construit selon les dimensions des écluses et la profondeur dans le canal (navires *Panamax*) afin de maximiser le volume de leur cargaison. Suite à l'agrandissement du canal en 2016, la dimension des navires avait elle aussi évolué, donnant lieu à une nouvelle norme déterminante en architecture navale (*Neopanamax*).

Début août, la file d'attente comptait 160 navires au total (tandis qu'elle atteint habituellement un maximum de 90 navires), multipliant ainsi le temps d'attente par 4 en comparaison au mois de juin (voir graphique ci-contre).



Cette situation vient rappeler les complications que peuvent rencontrer les chaînes logistiques lorsque certains grandes voies maritimes se retrouvent contraintes. On se souvient ici de l'obstruction du Canal de Suez en 2021 lorsque le porte-conteneurs Ever Given s'était encastré sur les deux rives du canal, bloquant le trafic pendant 6 jours. Toutefois, à la différence d'une situation accidentelle, il pourrait cette fois ne pas s'agir d'un événement isolé.

Les experts en transport maritime redoutent en effet que les déficits pluviométriques dans le cinquième pays le plus arrosé du monde ne deviennent la nouvelle norme. Pis encore, le Canal de Panama n'est pas le seul à faire face à cette problématique. La baisse récurrente du niveau des eaux de plusieurs voies d'eau sur les dernières années suscite des inquiétudes. Plusieurs cas rappellent la sensibilité du sujet : le Danube (dont l'assèchement en 2003, 2018 et 2022 avait non seulement affecté le transport fluvial mais aussi risqué l'arrêt de deux centrales nucléaires en Roumanie dépendante du fleuve pour leur refroidissement) ou encore le Rhin (2011, 2018, 2022, et 2023) qui constitue la voie navigable la plus importante d'Allemagne. Dans le cas de ce dernier, il avait été estimé que des niveaux d'eau plus bas de 75 centimètres signifiaient qu'un grand navire porte-conteneurs devait réduire son chargement d'environ 30%. L'été dernier, le Pô en Italie avait vu son débit chuter sous la barre de 100 m³/s, alors qu'il est habituellement de 1 560 m³/s à son embouchure rendant le transport fluvial impossible à certains endroits. Les regards sont désormais tournés vers le Mississippi, qui connaît des précipitations bien inférieures à la normale ces dernières semaines— à un moment où les cultures du centre des Etats-Unis sont récoltées et transportées par bateau vers les marchés intérieurs et d'exportation.

La situation du Canal du Panama risque donc de durer. A court terme, deux solutions s'offrent aux navires marchands pour les prochains mois : continuer à emprunter le Canal de Panama en allégeant leur cargaison en respect des restrictions fixées par les autorités, tout en faisant face à des délais plus longs ; ou emprunter l'itinéraire alternatif autour du Cap Horn, qui entraîne deux semaines de navigation supplémentaires.

Dans les deux cas, cela donnera lieu à des coûts supplémentaires. L'autorité du Canal de Panama ainsi que les compagnies maritimes ont déjà annoncé des surtaxes, qui pourraient être encore augmentées par la suite. Et la pression sur les marges des producteurs pourrait se répercuter par corollaire sur les prix à la consommation.

Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Des signaux contrastés »

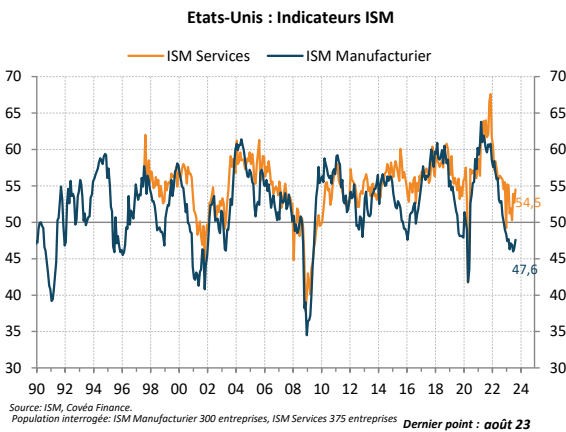
Le Beige Book de la Réserve fédérale (Fed), qui porte sur les mois de juillet et août, dépeint une croissance modeste de l'activité économique. A l'exception des services de tourisme, les entreprises font part d'une dynamique de consommation en modération. Dans certains districts, les contacts de la Fed suggèrent que les consommateurs pourraient avoir épuisé leur épargne accumulé pendant la pandémie et qu'ils dépendent davantage de l'emprunt pour soutenir leurs dépenses. Dans le manufacturier, la demande est faible. La plupart des districts ont signalé un ralentissement général de la croissance des prix, plus rapide dans les secteurs de l'industrie manufacturière et des biens de consommation. Par ailleurs, les entreprises font part de davantage de difficulté à répercuter les hausses de coûts, ce qui affecte leurs marges. Concernant le marché du travail, les entreprises anticipent des hausses de salaire plus modérées dans les prochains mois. Cette

publication décrit ainsi un refroidissement en cours des tensions, ce qui devrait être vu favorablement par le comité de politique monétaire de la Fed.

En résonance à la faiblesse de la demande manufacturière relevée dans le Beige Book, les commandes à l'industrie ont reculé de 2,1% en glissement mensuel en juillet, pénalisées par une chute dans le secteur de l'aviation (-39% sur le mois). Les commandes de biens intensifs en capital, hors aviation et défense, un agrégat qui approche au mieux l'investissement productif des entreprises, affiche une modeste progression de 0,1% sur le mois, et une quasi-stagnation en rythme annuel.

L'enquête ISM dans le secteur des services envoie un signal plus favorable et suggère une solidité de l'activité au mois d'août. L'indice s'est redressé assez nettement, passant de 52,7 à 54,5 points, et s'établit au plus haut depuis février dernier. La composition de l'enquête est positive, avec une hausse des composantes emploi (54,7 après 50,7) et nouvelles commandes (57,5 après 55). Les prix payés progressent également à 58,9 points. En revanche, l'indicateur d'enquête PMI services publié par S&P global s'est dégradé sur le mois à 50,5, après 52,3 en juillet. Ces deux indicateurs évoluent entre 50 et 55 points, depuis le début d'année, un niveau renvoyant à une croissance de l'activité.

Concernant les échanges extérieurs, le déficit commercial s'est creusé en juillet, à la faveur d'une progression plus marquée des importations (+1,8% en glissement mensuel en volume) que des exportations (+1,1%). Les importations ont été soutenues par les biens de consommation (+4,1%) et les biens intensifs en capital (+3,2%), tandis que du côté des exportations, on relève un bond des véhicules



Source: ISM, Covéa Finance. Population interrogée: ISM Manufacturier 300 entreprises, ISM Services 375 entreprises. Dernier point : août 23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Services	Indice	août-23	54,5	52,7	62,4	56,1
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	juil.-23	-0,7	-0,2	19,8	12,5
Importations	Val, NCVS, GA%	juil.-23	-5,6	-9,9	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA%	juil.-23	-9,3	-8,4	22,9	17,5

* Du 04/09/2023 au 10/09/2023. Sources : Refinitiv, Covéa Finance

(+11%).

La Banque du Canada a laissé son taux directeur inchangé à 5% lors de sa réunion de politique monétaire, mais ne ferme pas la porte à des hausses futures. Le comité a insisté, à l'instar de son voisin américain, sur la dépendance aux données, et souligné des pressions inflationnistes diffuses.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



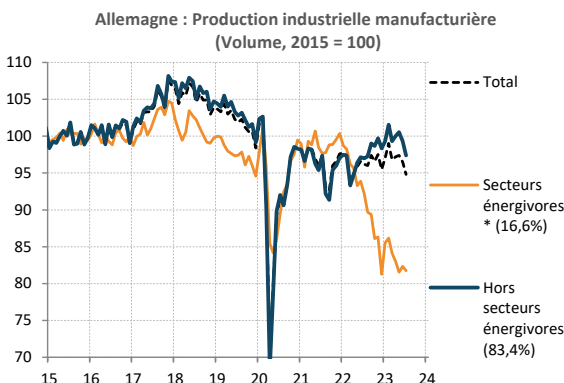
Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE en proie à l'incertitude »

Avant l'entrée dans la période de silence qui leur est imposée une semaine avant chaque réunion du Conseil des gouverneurs consacrée à l'examen de la politique monétaire, **les banquiers centraux européens** se sont beaucoup exprimés la semaine dernière. Dans un discours prononcé à Londres, **Christine Lagarde** a surtout parlé de communication et des contraintes posées par la complexification des instruments de politique monétaire. **Philip Lane**, de son côté, a été interviewé par le magazine « The Currency ». Il développe sur la baisse de l'inflation. Il pense que la dynamique a changé, mais il n'en est pas encore certain. De plus, s'il salue le chemin parcouru, et plus particulièrement le ralentissement des prix des biens non-énergétiques et des services en août. Même s'il admet que la vigilance doit rester de mise, il se montre

clairement rassuré. Il affirme que l'épisode d'inflation élevée est temporaire et qu'elle ne doit pas être incorporée dans les projections à long terme. Ignazio Visco, gouverneur de la Banque centrale d'Italie juge que le point haut des taux directeurs de la BCE est proche, s'il n'a pas été déjà atteint. Il confirme que certains des membres du Conseil des gouverneurs jugent qu'il est préférable de se tromper en montant trop les taux que de tergiverser, mais il ne partage pas cette analyse. D'autres, à l'instar de François Villeroy de Galhau, du Slovaque Peter Kazmir, de l'Allemand Nagel ou du néerlandais Knot, affirme que la décision que prendra le Conseil la semaine prochaine n'est pas jouée. S'ils refusent à s'engager pour une nouvelle hausse, tous affirment qu'elle ne peut pas être exclue. Quant au calendrier du prochain mouvement, manifestation MM. Kazmir et Knot préféreraient qu'il intervienne immédiatement, quand d'autres n'excluent pas une pause avant un éventuel nouveau relèvement des taux directeurs « à l'automne ».



Sources : Datastream, Covéa Finance
 *Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques
 Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point juil 2023

Dans la zone euro, les ventes au détail ont baissé de 0,2% sur un mois en juillet, après deux mois de hausse. Sur un an, leur rythme de baisse s'infléchit toutefois, de -2,1% à -0,9%, recul le moins marqué depuis septembre dernier.

L'excédent commercial allemand a diminué, à 15,9Mds€ en juillet après 18,7Mds€ le mois précédent. Ce recul s'explique en partie par le rebond des importations sur le mois +1,4% notamment provoqué par le regain de vigueur des prix des matières premières énergétiques, et notamment du pétrole. Les importations restent toutefois en baisse de 10,2% par rapport à juillet 2022. Mais la diminution de l'excédent s'explique aussi par le recul des exportations (-0,9% sur le mois et -1,0% sur un an), reflet de la faiblesse de la demande étrangère déjà annoncée dans différentes enquêtes auprès des entreprises.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	juil.-23	-0,9	-1,0	5,1	0,9
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-23	-2,7	-1,5	4,6	-0,4
FR	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-23	2,7	-0,3	5,7	-0,1
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-23	-1,8	-3,2	7,3	2,8

* Du 04/09/2023 au 10/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Allemagne, la production industrielle a reculé de 0,8%, en séquentiel, en juillet, après avoir déjà diminué de 1,4% en juin. Elle est ainsi en baisse de 2,2% sur douze mois, plus fort recul sur un an enregistré cette année. Hors secteur de la construction (+2,6%), la chute atteint 1,6% sur le mois et 2,7% en un an. La baisse frappe toutes les branches manufacturières. Au sein de la production manufacturière (-1,8% en séquentiel), **la production des industries les plus énergivores a encore reculé, de 0,7%**. Plus erratiques d'un mois à l'autre, les commandes manufacturières ont chuté de 11,7% (GM) en juillet, après avoir bondi de 7,6% en juin. La forte volatilité de cet indicateur s'explique, selon l'office allemand des statistiques, par les grands contrats. En excluant ces derniers, les commandes manufacturières auraient globalement progressé de 0,3% en juillet par rapport au mois précédent. Sur un an, elles restent toutefois en baisse de 10,5%.

Les instituts allemands de conjoncture, IFO et DIW ont publié de nouvelles versions de leurs prévisions économiques. Tous les deux tablent sur une contraction de 0,4% du PIB de l'Allemagne cette année et une reprise seulement modeste en 2024 et 2025.

Après une baisse de 0,9%, en séquentiel, en juin, **la production industrielle de la France a rebondi de 0,8% en juillet.** La production manufacturière (+0,7% sur le mois) a été handicapée par les reculs des secteurs de la cokéfaction/raffinage et de la fabrication de biens d'équipement professionnels, alors que les matériels de transports -et plus particulièrement l'automobile- restent moteurs. Sur le mois, l'activité industrielle a aussi été soutenue par le rebond observé dans la branche bois/papier/imprimerie, ainsi que dans la pharmacie ou la métallurgie.

La balance des transactions courantes de la France est redevenue déficitaire en juillet, avec un solde de -2,0Mds€ contre +0,3Md en juin. La dégradation s'explique par l'augmentation du déficit des échanges de biens, plus particulièrement hors-énergie, mais aussi -et surtout- par la baisse de l'excédent des services, notamment de voyages.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Crise de financement des autorités locales britanniques

- **Des recours de plus en plus nombreux à « l'article 114 ».**

Les municipalités britanniques ont l'obligation d'équilibrer leur budget. Si, au cours de l'année, une municipalité se rend compte que les recettes ne permettront pas de couvrir les dépenses, elle émet alors un avis au titre de l'article 114 du *Local Government Act*. Il s'agit d'un déclenchement statutaire qui empêche toute nouvelle dépense considérée comme non-essentielle pendant 21 jours. A l'issue de cette période, le Conseil municipal se réunit et décide d'un plan de redressement (baisse de certaines dépenses, hausse d'impôts, vente d'actifs,...).

Les avis au titre de « l'article 114 » sont le dernier recours d'une municipalité face à une crise de financement. Jusqu'en 2018, ceux-ci étaient très rares (la dernière municipalité à avoir émis ce type d'avis était l'arrondissement londonien de Hackney en 2000). **Or depuis 2018, 8 avis au titre de l'article 114 ont été émis** : Northamptonshire (2018), Slough (2021), Nottingham (2021), Croydon (2020 et 2022), Thurrock (2022), Woking (2023) et Birmingham (2023).

- **La ville de Birmingham ne peut plus faire face à ses dépenses.**

Birmingham est l'une des plus grandes villes du Royaume-Uni, avec 1,1 million d'habitants. **Le 5 septembre 2023, la municipalité a déclenché l'article 114 puisque ses recettes ne lui permettront pas de couvrir ses dépenses sur la période 2023-2024. Ainsi, seules les dépenses essentielles seront maintenues jusqu'au 26 septembre, date à laquelle le Conseil municipal se réunira pour convenir d'un plan de redressement.** La ville a un effet annoncé qu'elle était confrontée à un déficit budgétaire de 87,4 millions£ (102 millions€) pour l'année 2023-2024 et qui devrait augmenter sur l'exercice 2024-2025.

Le maire de Birmingham, John Cotton, a mis en avant plusieurs facteurs pour expliquer cette situation :

- En 2012, la ville est condamnée pour une infraction à la loi sur l'égalité salariale. Plus d'une décennie plus tard, le conseil municipalité révèle qu'entre 650 et 760 millions £ seraient encore à régler.
- Un nouveau système informatique a été mis en place au sein de la municipalité, mais les retards et problèmes de gestion ont fait augmenter la facture totale du projet à 100 millions £.
- La ville a accueilli les Jeux du Commonwealth en 2022, ce qui a été un coût financier.
- Une augmentation considérable des dépenses sociales, couplée à une hausse de l'inflation.
- Une diminution des subventions gouvernementales depuis plusieurs années.

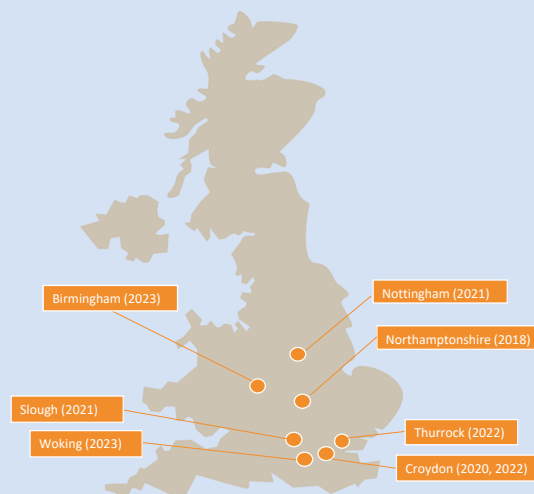
Bien que le terme « faillite » ait été évoqué dans la presse, **le recours de la ville de Birmingham à l'article 114 ne signifie pas nécessairement un défaut de paiement de la dette due aux créanciers privés**, selon l'agence de notation DBRS Morningstar. Cela dépendra principalement du soutien qui sera accordé par le gouvernement britannique.

Même si le Premier Ministre Rishi Sunak a exclu toute intervention financière, son gouvernement pourrait approuver une « directive de capitalisation ». Cette dernière autoriserait temporairement le traitement des dépenses courantes de la ville de Birmingham comme des investissements, ce qui permettrait à la municipalité d'emprunter de l'argent pour faire face à son déficit.

- **De nouvelles crises à venir ?**

Selon l'association SIGOMA (*Special Interest Group of Municipal Authorities* qui rassemble 47 municipalités d'Angleterre), au moins 26 autorités locales risquent d'émettre un avis en vertu de l'article 114 dans les deux prochaines années.

Villes britanniques ayant eu recours à l'article 114 depuis 2018



Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

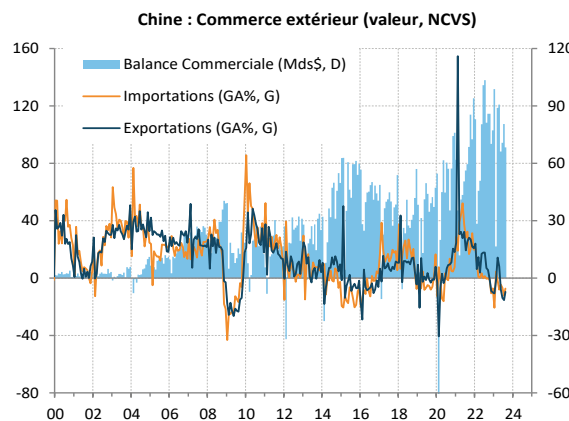
« Chine : les données font toujours état d'une dynamique peu vigoureuse de l'activité »

Les flux commerciaux chinois affichent une moindre contraction en août. Les exportations continuent de décliner, à -8,8% sur un an en valeur, mais il s'agit toutefois d'une nette amélioration au regard du repli de juillet (-14,5%), ce qui s'explique en partie par des effets de base plus favorables – les exportations chinoises ayant fortement reculé en août 2022. En particulier, les exportations à destination des Etats-Unis affichent une contraction bien moins importante en août 2023 (-9,5% en glissement annuel) qu'en juillet (-23,1%). Les exportations vers l'ASEAN sont également mieux orientées (-13,3% en août après -21,5%) mais les exportations à destination de l'Union européenne restent en très forte baisse (-19,6%). Cette dynamique plus favorable des exportations a été assez généralisée aux différentes catégories de produits à l'exception notamment des exportations de téléphones mobiles qui, après le rebond du mois dernier, retournent en forte baisse.

De plus, la vigueur des exportations de véhicules observée depuis le début de l'année s'est nettement modérée en août. Côté importations, le recul est également bien moins prononcé en août (-7,3% en glissement annuel en valeur) qu'en juillet (-12,4%). Cette meilleure orientation reflète en partie la vigueur des importations de pétrole (+30,9% en volume) ainsi que de minerais de fer et de cuivre qui bénéficient probablement du renforcement des investissements dans les infrastructures vivement encouragé par le gouvernement. Ainsi, l'excédent commercial chinois s'est réduit mais reste conséquent à 68 Mds\$ en août.

La dynamique des prix reste atone en Chine. L'inflation atteint 0,1% en glissement annuel en août et repasse ainsi légèrement en territoire positif, après -0,3% en juillet. Outre des effets de base favorables, cette progression s'explique notamment par le moindre déclin des prix des carburants et du porc. L'inflation sous-jacente reste en revanche inchangée à 0,8%. Côté production, l'indice des prix (IPP) affiche toujours une évolution négative en août (-3% en glissement annuel) mais ce déclin s'amointrit pour un deuxième mois consécutif, principalement en lien avec la progression des prix internationaux de l'énergie.

En outre, le crédit se reprend très légèrement en août. La croissance de l'encours des financements agrégés à l'économie chinoise atteint 9% en glissement annuel. Si cette évolution reste relativement faible, il s'agit d'une légère progression par rapport à juillet (8,9%). La dynamique du crédit reste davantage soutenue par les entreprises alors que, malgré le soutien des autorités, les emprunts réalisés par les ménages restent affectés par la faiblesse du marché immobilier.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	août-23	0,1	-0,3	0,9	2,0
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	août-23	0,8	0,8	0,8	0,9
	Exportations	Val, NCVS, GA%	août-23	-9,5	-15,4	30,0	7,1
	Importations	Val, NCVS, GA%	août-23	-7,3	-12,4	30,1	0,9

* Du 04/09/2023 au 10/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, les salaires ralentissent fortement en juillet en lien avec des facteurs temporaires. La croissance des salaires par tête a atteint 1,3% en juillet en glissement annuel, soit bien moins que le taux de 2,3% de juin. Cette modération est toutefois essentiellement liée au ralentissement des « salaires spéciaux » – qui incluent principalement les primes – et des paiements d'heures supplémentaires. La croissance des salaires contractuels, une composante plus durable de la dynamique des salaires japonais, a néanmoins accéléré à 1,6% contre 1,3% en juin. Ils ont en effet bénéficié des résultats favorables des négociations salariales de printemps et leur vigueur devrait être entretenue par la mise en application, à partir d'octobre, d'une hausse du salaire minimum national de 4,3% (la plus forte augmentation en 30 ans). La dynamique des salaires reste loin de celle des prix, comme l'illustre la contraction de 2,5% du salaire réel en glissement annuel.

En Corée du Sud, l'inflation repart à la hausse tirée par l'énergie. La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation a en effet rebondi à 3,4% en août après 2,3% en juillet. Ce redressement résulte notamment du moindre déclin des prix de l'énergie (-11% en glissement annuel contre -25,9% en juillet) et de la hausse des prix des produits agricoles (+5,4% après +0,3%). En revanche, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) reste inchangée à 3,3% et les prix des services poursuivent leur déclin progressif pour atteindre 3% en août.

L'économie australienne est restée vigoureuse au premier semestre 2023. Le PIB australien conserve une croissance robuste de 0,4% en glissement trimestriel au deuxième trimestre 2023 et le taux de croissance du premier trimestre a été revu à la hausse, de 0,2% à 0,4%. Au deuxième trimestre, la croissance de la consommation des ménages s'est modérée (+0,1% en glissement trimestriel), probablement en lien avec l'inflation et le resserrement monétaire, mais la vigueur des investissements privés hors logement (+4,2%) et publics (8,2%) a fortement soutenu l'activité. Les exportations ont également affiché une croissance solide (+4,3%), notamment soutenues par le charbon et le tourisme.

Sur le plan monétaire, la Banque centrale australienne a maintenu le statu quo lors de sa réunion de septembre. Le taux directeur est resté inchangé et la RBA continue d'indiquer qu'un « nouveau resserrement de la politique monétaire pourrait s'avérer nécessaire » et que cette décision dépendra de l'évolution des données et de l'appréciation des risques. Une légère modification du communiqué de politique monétaire concerne la mise en avant des incertitudes autour des perspectives de l'économie chinoise.

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.