

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

18 septembre 2023

Déclassement

Le dernier sommet du G20, dont la présidence tournante a été assurée par l'Inde, apporte une nouvelle confirmation des effets de la lente mais régulière bascule de l'ordre du monde. Sur fond de bipolarisation Etats-Unis vs Chine avec la Russie en challenger, les pays dits du Grand sud, plus ou moins alignés sur leur champion respectif, font entendre leur voix, partager leurs vues, et réussissent aujourd'hui à peser dans les instances internationales.

Si la remise en cause des chaînes de valeur éclatées et la révélation de leurs risques intrinsèques est l'occasion de certains rapatriements d'activités de la part d'entreprises occidentales, les transitions numériques et énergétiques en cours sont aussi un moment pour ces pays émergents d'influer dans le directoire mondial. La guerre des métaux stratégiques qui s'engage d'une part, et leur position le long des nouveaux tracés des échanges commerciaux d'autre part, sont autant d'éléments pour conforter ce bouleversement.

Si les alliés occidentaux dominent encore les réunions du G7, le G20 cristallise donc cette montée en puissance des pays du sud et notamment des BRICS. Une montée concomitante à la fois à la fin d'un certain monopole de la puissance européenne et américaine mais aussi à une perte d'attraction des valeurs occidentales sur les populations de ces pays.

Autant d'éléments qui font partie depuis plusieurs années de nos réflexions de long terme et dont les implications en termes d'allocation d'actifs et de construction de portefeuille seront publiées dans notre prochain PEF (Perspectives économiques et financières) de novembre.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...un moment pour ces pays émergents d'influer dans le directoire mondial... »

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	15/09/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,066	1,087	1,000	-1,9 ↓	6,6 ↑
€ / £	0,861	0,861	0,872	-0,1 ↓	-1,3 ↓
€ / Yen	157,58	157,28	143,53	0,2 ↑	9,8 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	94	74	91	26,4 ↑	3,4 ↑
Indice CRB*	552	545	569	1,3 ↑	-2,9 ↓
Prix de l'once d'Or	1 928	1 918	1 667	0,5 ↑	15,7 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 406	8 178	7 730	2,8 ↑	8,7 ↑
Indice Baltic Dry**	1 381	1 112	1 612	24,2 ↑	-14,3 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	949	954	2313	-0,5 ↓	-59,0 ↓

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 :

La réunion de la BCE a été l'évènement marquant de la semaine. La hausse du taux de dépôt à 4%, la dixième depuis juillet 2022 a été accompagnée d'une certaine volatilité. Sur la semaine, c'est une tendance franchement haussière qui l'emporte, les marchés doutent finalement du fait que la BCE ait délivré sa dernière hausse de taux pour ce cycle. Les rendements reviennent sur des niveaux proches des plus hauts de l'année. L'OAT 10 ans est en hausse de 8 points de base, (pbs) à 3.22%. A l'approche des discussions budgétaires, on note la sous performance du 10 ans italien (+11pbs). Les courbes enregistrent un mouvement d'aplatissement en Europe et de pentification aux Etats-Unis. Le taux 10 ans US clôture à 4.33%, en hausse de 6pbs. Sur le marché du crédit, on relève un net ralentissement des nouvelles émissions avec 5Mds€ au total contre 12Mds€ la semaine précédente. Parmi les émetteurs venus se refinancer, on peut citer Pernod Ricard et Deutsche Bahn.

Le Focus de la semaine : Changement de cap pour la Banque du Japon en cours : attention aux effets collatéraux !

La Banque du Japon est la seule banque centrale au monde ayant encore des taux directeurs négatifs à -0.10% (depuis 2016). Depuis plus d'un an, le Japon connaît une inflation historiquement élevée, sortie à 3.3% en Juillet. Agressive dans sa lutte contre la déflation sur une très longue période, le rebond de l'inflation au-dessus de sa cible de 2% a permis à la banque centrale japonaise de poursuivre la normalisation de sa politique monétaire débutée fin 2022 : c'est par l'assouplissement du contrôle de sa courbe de taux qu'elle a jusqu'ici agi. En juillet, elle surprenait le marché en élargissant l'intervalle de fluctuation du taux souverain 10 ans, augmentant le haut de la fourchette à 1%. Le taux souverain japonais à 10 ans passait alors de 0.45% à 0.62%. Contrairement à ses consœurs américaine et européenne notamment, elle n'a donc pas encore atteint l'étape de relèvement de ses taux directeurs. Pourtant, le week-end dernier, son gouverneur Kenzo Ueda distillait dans une interview, l'idée selon laquelle si les données à venir sur la consolidation du redressement de l'inflation étaient accompagnées d'une confirmation de la hausse des salaires en parallèle, alors le contrôle de la courbe pourrait être abandonné, et un relèvement des taux directeurs à 0% envisagé d'ici la fin de l'année. Il n'en fallut pas davantage pour faire grimper le taux 10 ans au-dessus de 0.70%, un plus haut depuis plus de 10 ans. Le Yen réagissait en hausse de 1%. Toute décision d'infléchissement de la politique monétaire accommodante du Japon est à scruter de près pour nos marchés obligataires occidentaux. Les investisseurs japonais sont les principaux détenteurs étrangers de dettes publiques de plusieurs pays, à commencer par les Etats-Unis et plus proche de nous la France. S'ils venaient à être incités à rapatrier leurs avoirs et donc à vendre des dettes souveraines étrangères, pour rediriger leurs avoirs vers de la dette domestique à présent mieux rémunérée, les taux souverains internationaux pourraient être largement affectés à la hausse. D'ores et déjà, nous notons des flux nets des investisseurs japonais négatifs sur la dette française, avec des ventes nettes de 4 Mds€ en juillet et de 18.9 Mds€ sur 12mois. La dette allemande est également vendue (-0.5 Md€ sur juillet et -7.7 Mds€ sur 12 mois). A contrario, l'Italie de par sa prime de risque offerte, attire encore les investisseurs : les flux nets sont légèrement positifs sur juillet et à peine négatifs sur 12 mois. Même si nous considérons que la Banque du Japon ne peut se permettre une envolée non maîtrisée de ses taux du fait de son stock de dette publique élevée (260% du PIB), et qu'elle devra donc rester prudente dans le rythme de son changement de politique monétaire, notamment en restant très active sur ses achats de dettes souveraines domestiques, nous restons attentifs à cette dynamique. Elle pourrait insuffler aux taux souverains européens une pression supplémentaire à l'heure de l'augmentation des besoins de financement gouvernementaux, tirés par les dépenses budgétaires en hausse.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	15/09/23	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	4,50	4,25	4,00	2,50	1,25	0,25	0,50	2,00	3,25					
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	3,75	3,50	2,00	0,75	0,25	0,50	2,00	3,25					
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	4,33	4,26	3,84	3,87	3,45	7	49	46	88	-70	8			
Allemagne	2,68	2,61	2,42	2,57	1,77	6	26	10	91	-54	14			
France	3,22	3,14	2,95	3,12	2,32	8	27	11	91	-26	47			
Italie	4,46	4,35	4,10	4,72	4,05	11	36	-26	41	58	50			
Royaume-Uni	4,36	4,42	4,38	3,67	3,13	-7	-2	69	123	-65	34			
Japon	0,72	0,66	0,39	0,42	0,26	6	32	29	46	69	97			
Crédit														
Indice Itraxx Main	69,0	71,0	76,2	90,6	106,7	-2,0	-7,2	-21,6	-37,7					
Indice Itraxx Crossover	387,2	399,1	411,0	474,1	524,3	-12,0	-23,8	-86,9	-137,1					

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

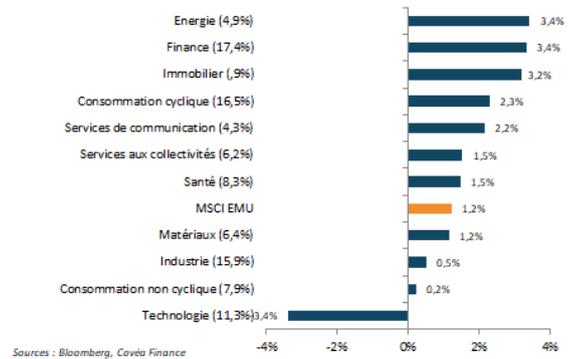
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) progresse de +1.2%. Le secteur de l'énergie réalise la meilleure performance avec une hausse de +3.4%, porté par la progression du cours du pétrole (référence Brent). Le secteur de la Finance monte également de +3.4% dans le sillage de la hausse des taux longs et le retour de l'appétit pour le risque. La perspective de la fin du resserrement monétaire fait monter l'immobilier de +3.2%. A contrario, le secteur de la technologie accuse la plus forte baisse à -3.4% en raison de la baisse de la sphère des semi-conducteurs (BE Semiconductor Industries : -10.5% et ASM International : -10.3%) car TSMC aurait demandé à ses principaux fournisseurs de retarder l'expédition d'équipements de fabrication de puces haut de gamme craignant un ralentissement de la demande finale. A noter toutefois que le secteur technologique réalise la meilleure performance depuis le début de l'année à +15.8%. En termes de performances géographiques, le Royaume-Uni (+2.9%), la Norvège (+2.6%) et l'Italie (+2.3%) réalisent les meilleures performances en raison notamment du poids important des sociétés énergétiques et financières dans leurs indices respectifs.

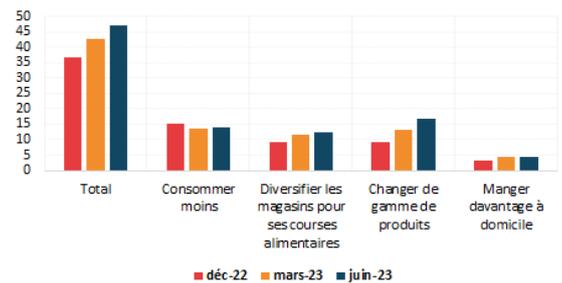
Performances sectorielles du MSCI EMU du 08/09/2023 au 15/09/2023 (GICS)



Le Focus de la semaine : La réduction de la consommation alimentaire : reflet de la popularité croissante des marques distributeurs

Selon l'Insee, entre le dernier trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2023, les étiquettes dans les rayons se sont envolées de 18,4 %, ce qui a conduit les ménages à limiter leurs achats alimentaires qui ont diminué de 11,4 % en volume. Cette réduction peut refléter plusieurs types de comportements, comme des baisses effectives des quantités consommées et des changements dans la qualité des produits achetés. L'indicateur mêlant ces deux notions, il serait intéressant d'en connaître la proportion. Le point de conjoncture du 7 septembre 2023 de l'Insee fournit un éclairage à ce sujet. En juin 2023, 47 % des ménages déclarent ainsi avoir changé leurs habitudes de consommation alimentaire depuis un an du fait de l'inflation, une proportion en hausse de 10 points depuis décembre 2022, mais seulement 14 % des ménages ont surtout consommé moins, une part quasi stable depuis la fin 2022. En revanche, la part de ménages déclarant changer de gammes de produits a quant à elle quasi doublé (17 % en juin 2023 contre 9 % en décembre 2022).

Part des ménages déclarant avoir changé leurs habitudes de consommation alimentaire du fait de l'inflation, et principaux types d'adaptation mis en place (en %)



En d'autres termes, c'est le report de consommation des produits de grandes marques vers les marques distributeurs (moins chères) qui explique cette baisse importante des volumes (la France étant un marché dominé par les produits de grandes marques). Ainsi, le distributeur Carrefour s'est fixé pour objectif de réaliser 40% de son chiffre d'affaires alimentaire en marques distributeurs à horizon 2026. De simple produit de substitution, les marques distributeurs sont devenues un produit incontournable pour le consommateur qui délaisse de plus en plus les produits de grandes marques. La faute aux industriels qui ont monté massivement les prix afin de maintenir un niveau de croissance et de marge satisfaisant. Cependant, une entreprise ne peut accepter de perdre des volumes de manière trop importante, au risque d'affaiblir sa position de marché. Dans ce contexte, les industriels de l'agroalimentaire pourraient être incités à avoir davantage recours à des promotions (voire des baisses de prix) afin de stimuler la demande et reconquérir une partie de leur clientèle. Dans un environnement de plus en plus volatil et incertain, il est important de continuer à privilégier les entreprises bénéficiant d'une capacité de résistance forte en termes de maintien des marges mais également de croissance des volumes, tel que nous le décrivons dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

Sébastien Levasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	15/09/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	146	145	147	132	126	1,2	↑	-0,7	↓	11,2	↑	16,4	↑
MSCI EMU Mid Cap	944	936	937	907	876	0,8	↑	0,7	↑	4,1	↑	7,7	↑
MSCI EMU Small Cap	391	390	398	370	338	0,2	↑	-1,8	↓	5,6	↑	15,7	↑
MSCI Europe	155	153	153	143	139	1,6	↑	1,2	↑	9,0	↑	11,5	↑
France CAC 40	7 379	7 241	7 313	6 474	6 158	1,9	↑	0,9	↑	14,0	↑	19,8	↑
Allemagne DAX 30	6 289	6 230	6 312	5 693	5 299	0,9	↑	-0,4	↓	10,5	↑	18,7	↑
Italie MIB	28 895	28 233	27 928	23 856	22 366	2,3	↑	3,5	↑	21,1	↑	29,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 711	7 478	7 472	7 452	7 282	3,1	↑	3,2	↑	3,5	↑	5,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 959	8 714	8 675	8 417	8 352	2,8	↑	3,3	↑	6,4	↑	7,3	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

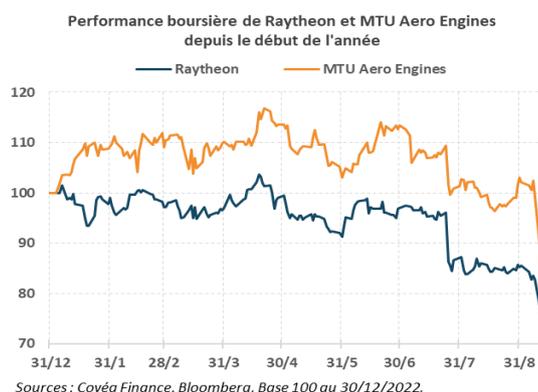
L'analyse des marchés :

La publication de données macroéconomiques meilleures qu'attendues en Chine a contribué à l'amélioration du sentiment des investisseurs dans la région. Le Japon affiche la meilleure performance sur la semaine, toujours aidé par un yen faible et malgré des commentaires moins accommodants de M. Ueda, gouverneur de la BOJ. Les autres pays d'Asie du Nord (Corée du Sud, Taiwan) affichent également des hausses solides, tandis que les pays d'Asie du Sud-Est (Indonésie, Malaisie, Thaïlande) figurent parmi les moins bonnes performances. Dans les nouvelles transverses, Samsung a annoncé des hausses de prix de ses puces mémoires (NAND et DRAM) de l'ordre de 10% à 20% pour ses clients fabricants de smartphones. Enfin, dans le secteur automobile, le fabricant chinois de batteries pour véhicules électriques Gotion a annoncé la construction d'une usine de 2 milliards de dollars aux Etats-Unis, a priori bénéficiant de subventions de la part de l'Illinois où sera localisée l'usine ainsi que des crédits d'impôts liés à l'IRA (Inflation Reduction Act).

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 0.2%. Le segment technologique affichait la plus forte baisse, pénalisé par une série de mauvaises publications de résultats (Oracle et Adobe notamment), ainsi que par les inquiétudes sur Apple face aux restrictions d'utilisation de l'iPhone par les employés du secteur public chinois ainsi qu'un lancement de nouveaux produits semblant manquer d'innovations majeures. Le secteur industriel clôturait la semaine en territoire négatif impacté par les difficultés de RTX (cf. focus ci-dessous). A l'inverse, les services publics affichaient la meilleure performance et la consommation cyclique était aussi en hausse tirée par Tesla et l'enthousiasme des investisseurs autour du potentiel de sa puce de calcul Dojo. Les financières bénéficiaient de la pentification de la courbe des taux américaine. Côté sociétés, on notera l'annonce de grèves sur trois sites automobiles de Ford, General Motors et Stellantis. La grève concerne 12 700 salariés mais pourrait s'étendre dans les semaines à venir. Dans la thématique de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, Tesla prévoit de se fournir en composants auprès de l'Inde pour une valeur de 1,9 milliard de dollars cette année, soit presque le double des commandes de 2022, selon le gouvernement indien. Cette hausse des commandes pourrait faire partie des négociations de Tesla avec le gouvernement indien pour baisser les taxes d'importation de 35% sur ses véhicules.

Le Focus de la semaine : Les semaines se suivent et se ressemblent pour l'industrie aéronautique

Alors que nous faisons état des problèmes de fuselage que rencontre Boeing lors de notre précédent édito, c'est au tour de RTX (géant américain de l'aéronautique détenant notamment le motoriste Pratt & Whitney) de faire la Une de l'actualité cette semaine après que la société ait indiqué qu'un défaut sur ses moteurs allait impacter les compagnies aériennes au cours des prochaines années. En juillet dernier, la société avait annoncé avoir détecté un problème de fabrication (défaut dans une poudre de métal utilisée pour fabriquer des disques de turbine haute pression) sur le PW1100, son moteur phare codéveloppé avec MTU Aero Engines en Europe et les sociétés IHI, Kawasaki, Mitsubishi Heavy Industries au Japon, équipant environ 45% des avions Airbus de la famille A320. Initialement, la société avait indiqué que ce problème engendrait une usure prématurée de certaines pièces et nécessitait une inspection accélérée de 1.200 moteurs (quoiqu'il ne présente pas de danger immédiat et ne concerne que les moteurs fabriqués entre 2015 et 2021). A l'époque, RTX avait communiqué sur un coût total de \$3 milliards (\$500 millions en 2023 pour l'inspection de 200 moteurs, puis \$2,5 milliards pour les 1.000 moteurs restants, un coût supporté par l'ensemble des sociétés impliquées sur ce programme), mais avait tout de même notifié les investisseurs qu'une communication plus détaillée serait faite au cours du mois de septembre ... et cette révision fut pour le moins inattendue. Au final, la société a trouvé un nouveau défaut sur ses moteurs (les disques de compresseurs sont aussi impactés), portant le nombre de moteurs concernés à 3.000. En conséquence, la charge associée à ces réparations se chiffre désormais à \$7 milliards, répartie au prorata des participations de chacun des membres du programme (20% pour MTU Aero Engines, et 30% pour les sociétés japonaises). Deux facteurs expliquent cette charge : un nombre de jours nécessaire pour ces opérations de maintenance révisé très fortement en hausse (250-300 jours par moteur, contre 30-60 pour une visite « normale » de maintenance) et le dédommagement des compagnies aériennes pour l'immobilisation de leur flotte (environ 350 appareils par an jusqu'en 2026, essentiellement des Airbus A320). Outre le coût financier d'une telle opération, ce nouveau problème de qualité continue de fragiliser une chaîne d'approvisionnement déjà sous tension et pourrait entraîner des retards dans la livraison des nouveaux appareils, malgré des carnets de commandes records chez les avionneurs. Le suivi de cette chaîne est assurément 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 %)							
	15/09/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 450	4 457	4 396	3 840	3 873	-0,2	1,2	15,9	14,9	0,2	3,2	16,4	8,0
Etats-Unis - Dow Jones	34 618	34 577	34 122	33 147	30 822	0,1	1,5	4,4	12,3	0,5	3,4	4,9	5,6
Etats-Unis - Nasdaq	13 708	13 762	13 591	10 466	11 448	-0,4	0,9	31,0	19,7	0,0	2,8	31,6	12,5
Japon Nikkei 300	516	499	486	401	409	3,3	6,2	28,7	26,0	3,8	6,0	14,7	14,6
Corée du Sud KOSPI	2 601	2 548	2 550	2 280	2 383	2,1	2,0	14,1	9,2	3,3	3,6	8,4	7,7
Chine - Shanghai	3 118	3 117	3 182	3 089	3 126	0,0	-2,0	0,9	-0,3	1,3	-0,5	-4,2	-10,0
Hong Kong Hang Seng	18 183	18 202	18 934	19 781	18 762	-0,1	-4,0	-8,1	-3,1	0,4	-2,0	-8,0	-8,7
Marchés Emergents - MSCI	985	974	987	956	944	1,1	-0,2	3,0	4,3	1,6	1,7	3,5	-1,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

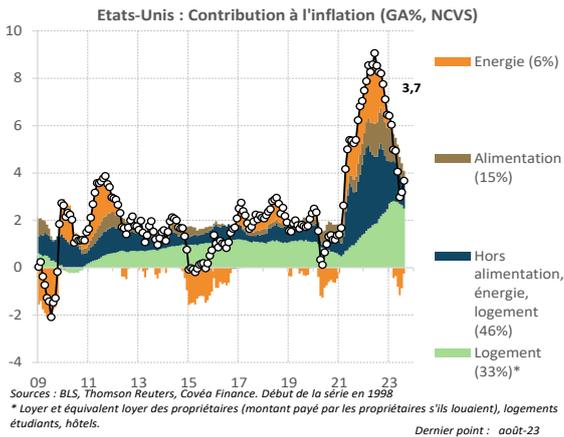
« La lente décrue de l'inflation sous-jacente s'est poursuivie en août »

L'indice des prix à la consommation a accéléré en août, avec une progression mensuelle de 0,6%, soit la plus forte hausse séquentielle depuis juin 2022. **Ce rebond est lié à la composante énergie** qui enregistre un bond de 5,6% sur le mois, ce qui reflète la hausse des prix des carburants (+10,5%). En rythme annuel, l'inflation s'établit à 3,7%, après 3,2% en juillet. **Concernant l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), la dynamique est plus modérée, bien que supérieure aux mois précédents** (+0,3%, après 0,2% en juin et juillet). La diminution progressive de l'inflation sous-jacente se poursuit avec une croissance annuelle de l'indice à 4,3%, après 4,7% en juillet. Les services hors énergie, alimentation et loyer (réels et imputés), qui est un sous-indice mis en avant par Jerome Powell pour évaluer la tendance sous-jacente, affichent une hausse mensuelle de 0,4%, ce qui constitue la plus forte hausse depuis février dernier. Cette

dynamique est notamment liée au rebond des prix des billets d'avion (+4,9%) après deux mois de contraction. La composante loyers continue d'être solide (+0,5% pour les loyers de résidence principale et 0,4% pour les loyers imputés aux propriétaires de leur logement), mais la tendance est à la modération au cours des derniers mois. **Ce rapport d'inflation ne remet pas en cause la détente en cours des tensions inflationnistes, mais la vigueur des pressions dans les services sous-jacents, devrait conduire la Réserve fédérale à ne pas baisser la garde.**

Du côté de la consommation, le regain d'inflation a soutenu les ventes au détail en août, celles-ci étant estimées en valeur (+0,6% en glissement mensuel). **La dynamique d'achat doit ainsi être relativisée car elle reflète la forte hausse des ventes de carburants** (+5,2% sur le mois), dont les prix ont nettement augmenté sur le mois. Pour le groupe de contrôle (hors carburants, automobile et matériaux de construction), qui approche mieux la tendance sous-jacente, la dynamique est plus modérée avec une progression mensuelle limitée à 0,2%. En rythme annuel, les ventes en valeur affichent une croissance de 2,5%.

Dans l'industrie, la production a augmenté de 0,4% en glissement mensuel en volume, tirée par les services aux collectivités (+0,9%) et le secteur minier (+1,4%). La dynamique dans le secteur manufacturier est modeste (+0,1%), pénalisée par une chute de la production automobile après un mois de juillet très solide (-5%). Cette volatilité pourrait être liée à la période estivale de maintenance des chaînes de production. Hors automobile, le secteur manufacturier affiche une progression de 0,6% sur le mois. **La grève débutée le 15 septembre par l'UAW, principal syndicat dans le secteur automobile, constitue toutefois un risque pour la dynamique manufacturière, d'ores et déjà faible depuis quelques mois.** Le secteur automobile représente environ



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Indice de confiance NFIB	Indice	août-23	91,3	91,9	98,8	92,4
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	août-23	0,2	0,0	4,4	3,4
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	sept.-23	67,7	69,5	77,6	59,0
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	août-23	2,5	2,6	18,2	9,7
Inflation	IPC, GA%, NCVS	août-23	3,7	3,2	4,7	8,0
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	août-23	4,3	4,7	3,6	6,2

* Du 11/09/2023 au 17/09/2023 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

7% de la production manufacturière. Le mouvement cible pour le moment un site de production de chacun des trois constructeurs historiques américains (GM, Ford et Stellantis) et concerne 12 700 salariés. Les demandes de l'UAW (notamment une hausse de salaire de 40% sur 4 ans, dont 20% immédiatement) restent à ce stade très éloignées des propositions des constructeurs (autour de 20% de hausse sur 4 ans).

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



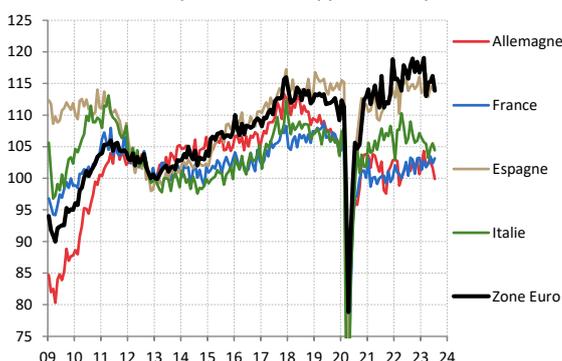
Suivi Macroéconomique

Europe

« Hausse toujours forte des coûts salariaux dans la zone euro »

Dans la zone euro, le coût horaire du travail était en hausse de 4,5% sur un an au deuxième trimestre, après +5,2% (révisé de +5,0%) au trimestre précédent et +6,0% en fin d'année dernière. Ce ralentissement reflète celui des salaires, en hausse de 4,6% sur quatre trimestres après +4,9% au printemps. La hausse des salaires est particulièrement vive dans le secteur minier (+7,0%), mais elle est aussi plus forte que la moyenne dans de nombreux compartiments des services (Hébergement & restauration +6,3% ; Arts, spectacles & activités récréatives +6,4% ; ou Services administratifs et de soutien +7,3%). D'ailleurs, les coûts salariaux horaires étaient en hausse de 4,8% sur un an dans les services, contre +4,2% dans la construction et +3,9% dans l'industrie.

Zone Euro : Production Industrielle (hors construction) (100 en 2013)



Sources : Eurostat, Covéa Finance, Refinitiv

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	juil.-23	-2,2	-1,0	8,9	2,2
AL	ZEW	Indice	sept.-23	-11,4	-12,3	54,9	-27,2
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	août-23	91,7	92,2	102,4	100,7
RU	Taux de chômage	% de la pop. active	juil.-23	4,3	4,2	4,0	3,7
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-23	0,5	0,8	7,3	-2,8

*Du 11/09/2023 au 17/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

croissance du deuxième trimestre, plus élevée qu'il était envisagé. Dans ses commentaires, la Commission met en avant la faiblesse de la consommation des ménages, qui perdure malgré la poursuite des créations d'emplois, des salaires en hausse et le recul des prix de l'énergie dans la première partie de l'année. Elle indique aussi que le durcissement de la politique monétaire produit ses effets sur l'activité économique, notamment via son impact sur la distribution de crédit. Sans remettre en cause la tendance à la baisse, les prévisions d'inflation sont revues à la hausse.

Dans son « discours sur l'état de l'Union », Ursula von der Leyen a annoncé que la Commission européenne va lancer une enquête sur les subventions chinoises aux constructeurs de véhicules électriques. A la clef, l'imposition potentielle de droits de douanes compensatoires sur les voitures électriques importées de Chine.

Au Royaume-Uni, la croissance des salaires ne faiblit pas malgré le ralentissement du marché du travail. Les salaires hors bonus sont en hausse de 7,8% en glissement annuel en juillet (moyenne sur trois mois glissants), une croissance similaire à celle observée le mois précédent. Cette hausse des salaires permet aux ménages britanniques de voir leur pouvoir d'achat augmenter (le salaire réel étant en hausse de 0,6% sur un an, la plus forte croissance depuis octobre 2021) mais pourrait renforcer les inquiétudes de la Banque d'Angleterre quant aux risques de persistance de l'inflation. Néanmoins, les signes d'apaisement sur le marché de travail se poursuivent. Le taux de chômage poursuit sa hausse et atteint 4,3% en juillet (sur trois mois glissants). En parallèle, le nombre d'emplois vacants diminue, permettant au ratio du nombre d'emplois vacants par rapport au nombre de chômeurs de reculer, même si ce dernier demeure toujours au-dessus des niveaux pré-pandémiques.

Par ailleurs, l'activité économique britannique se contracte en juillet. Le PIB mensuel est en baisse de 0,5% entre juillet et juin (après +0,5% de croissance en glissement mensuel le mois précédent), avec un déclin dans les trois principaux secteurs. Dans les services, l'activité est en baisse de 0,5% sur le mois, avec un recul marqué de l'activité dans le secteur de la santé, pénalisé par des mouvements de grève. Par ailleurs, la production industrielle est en baisse de 0,7% sur le mois tandis que le secteur de la construction enregistre un déclin de 0,5%. Ces statistiques sont cohérentes avec les différentes données d'enquête, qui pointent vers un déclin généralisé de l'activité britannique en juillet. Néanmoins, elles n'intègrent pas les importantes révisions du PIB annoncées plus tôt dans le mois, dont le détail sera publié fin octobre. Ainsi, les données du mois de juillet ne permettent pas de conclure sur la taille de l'économie britannique par rapport à son niveau pré-covid.

La production industrielle de la zone euro a chuté de 1,1%, en séquentiel, en juillet (+0,5% en juin), portant son recul sur un an à 2,2%. Les secteurs des biens d'équipement professionnels (-2,7%) et des biens de consommation durables (-2,2%) ont lourdement pesé sur l'activité globale de l'industrie. En revanche, les productions de biens intermédiaires (+0,2%), de biens de consommation non-durables (+0,4%) et d'énergie (+1,6%) ont progressé par rapport au mois de juin. Toutefois, par rapport à juillet 2022, seule la production de biens d'équipement professionnels (+0,4%) est en hausse, la baisse de la production de biens de consommation durable atteignant 6,7%.

La zone euro a enregistré un excédent commercial de 6,5Mds€ en juillet, en nette baisse par rapport aux 15,5Mds d'excédent du mois précédent, lui-même révisé à la baisse par rapport à la première estimation (23,0Mds€). Sur les sept premiers mois de l'année, les échanges de marchandises, à prix courant, présentent un surplus de 2,7Mds€, contre un déficit de 188,1Mds€ pour la même période un an plus tôt. Si le retour à un excédent est largement lié à la baisse des prix des importations d'énergie et d'autres matières premières, **son recul en juillet s'explique par un tassement des exportations par rapport au mois précédent (-2,7%)**.

La Commission européenne a révisé à la baisse ses prévisions de croissance du PIB de la zone euro pour 2023 et 2024. Ce mouvement résulte d'une réduction des attentes pour l'Allemagne (-0,4% cette année et +1,1% l'année prochaine) et pour l'Italie (+0,9% et +0,8%). Les prévisions 2023 ont, au contraire, été revues à la hausse pour la France (+1,0% vs +0,7%) et l'Espagne (+2,2% contre +1,9%) à la suite de la publication des estimations de

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Dernière hausse de la BCE ?

La semaine dernière, **le Conseil des gouverneurs a décidé de relever une nouvelle fois, de 25 points de base, les taux directeurs de la BCE.** Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement atteint ainsi 4,50%, celui de la facilité de dépôt 4,00% et celui de la facilité marginale de refinancement 4,75%.

Mais : « **Sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs considère que les taux d'intérêt directeurs de la BCE ont atteint des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement au retour au plus tôt de l'inflation au niveau de l'objectif** ».

Bien sûr, les prochaines décisions de politique monétaire dépendront des statistiques publiées ces prochains mois. Cette remarque est valable pour d'éventuels nouveaux mouvements comme pour la longueur de la durée de maintien des taux à un niveau « suffisamment restrictif ». D'ailleurs, en réponse à une question, **Christine Lagarde avoue ne pas pouvoir affirmer que le pic des taux a été atteint.** Cette incapacité à s'engager sur le fait que le point haut des taux directeurs aurait été atteint a d'ailleurs été confirmée par ceux parmi les membres du Conseil des gouverneurs qui, s'exprimant au lendemain de la conférence de presse de leur présidente, assuraient le service après-vente de ces décisions.

Mais les banquiers centraux saluent le recul déjà observé de l'inflation et l'amorce de baisse de l'inflation sous-jacente. Si l'augmentation mesurée des prix à la consommation reste trop élevée, la tendance est jugée rassurante. En effet, les prévisions d'inflation, totale et sous-jacente, pour 2023 et 2024 ont été revues à la hausse et elles resteraient légèrement supérieures à l'objectif de la banque centrale, mais elles sont toujours orientées à la baisse.

Dans ces conditions, autre élément susceptible de justifier la volonté d'au moins marquer une pause, la dégradation de la conjoncture est plus forte qu'auparavant anticipé. Si le profil des prévisions montre que l'attente d'un redressement de la croissance de l'activité économique perdure, cette reprise resterait mesurée (cf. tableau).

L'arbitrage qui a débouché sur une nouvelle hausse accompagnée de l'annonce d'une pause dans le cycle de hausse s'explique aussi par le jugement des banquiers centraux sur la balance des risques qui pèsent sur l'activité économique et sur les perspectives d'inflation : du point de vue de la croissance, les risques sont jugés plus importants à la baisse (impact plus fort du resserrement monétaire ou ralentissement

Prévisions économiques de la Banque Centrale Européenne (en %) - Septembre 2023

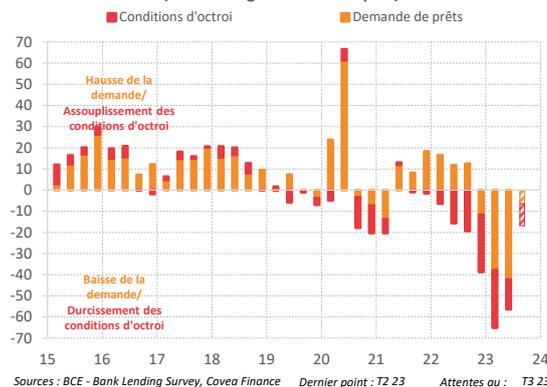
	2021	2022	2023	2024	2025
Variation du PIB (volume)	5,6	3,4	0,7	1,0	1,5
Prévision de juin 2023	5,3	3,5	0,9	1,5	1,6
Taux de chômage	7,7	6,7	6,5	6,7	6,7
Prévision de juin 2023	7,7	6,7	6,5	6,4	6,3
Inflation	2,6	8,4	5,6	3,2	2,1
Prévision de juin 2023	2,6	8,4	5,4	3,0	2,2
Inflation sous-jacente	1,3	3,9	5,1	2,9	2,2
Prévision de juin 2023	1,3	3,9	5,1	3,0	2,3

Source : Banque Centrale Européenne, Covéa Finance

supplémentaire de l'activité économique mondiale sous l'impulsion de la Chine, contre soutien apporté par la solidité du marché du travail et la tendance à la hausse des salaires sur la confiance et le comportement des ménages), alors qu'ils sont plutôt considérés à la hausse sur l'inflation (nouvelles tensions sur l'énergie et sur les produits alimentaires sous l'effet d'une météo défavorable, voire une augmentation durable des anticipations d'inflation, des hausses plus importantes qu'attendu de salaires ou des marges des entreprises, contre contraction plus forte de la demande sous l'effet de la transmission de la politique monétaire ou de dégradation de l'environnement économique global).

A l'occasion des 15 ans de la mise en faillite de Lehman Brothers et de ses conséquences en cascade, une question sur la solidité des banques européennes était inévitable. M. de Guindos a alors déclaré que les tests de résistance, renforcés après les épisodes du printemps dernier aux Etats-Unis et en Suisse, montrent que les banques européennes sont plus solides qu'en 2008, tant en termes de liquidité qu'en termes de solvabilité (ratios de liquidité et de capital).

Zone Euro : Entreprises - Conditions de prêts bancaire (Pourcentage net des banques)



Sources : BCE - Bank Lending Survey, Covéa Finance Dernier point : T2 23 Attentes au : T3 23

En revanche, les institutions financières non-bancaires, non-régulées par la BCE, doivent faire l'objet d'une attention particulière. S'il n'a pas plus développé, il a été amené à évoquer, plus tard, le cas des fonds immobiliers. Interrogé sur un éventuel risque systémique issu du marché immobilier, il a répondu que le risque était plus important dans l'immobilier commercial que dans le résidentiel et il met en avant une grande fragilité des fonds spécialisés, très endettés, engagés de manière importante dans le secteur.

Les banques, de leur côté, souffrent d'une augmentation de leurs coûts avec la hausse des taux et ce mouvement est exacerbé par l'une de ses conséquences déjà maintes fois mise en avant, à savoir le transfert de fonds des dépôts à vue vers des dépôts à termes, mieux rémunérés. Cela ne les met pas en danger, mais contribue au durcissement des conditions de crédit, donc à la transmission de la politique monétaire.

A ce propos, un débat public s'était engagé entre les banquiers centraux sur l'impact des changements intervenus ces dernières années sur les délais de transmission de leurs décisions à l'activité et l'économie. A en croire Christine

Lagarde, **il y a désormais unanimité au Conseil des gouverneurs pour estimer que l'action des hausses de taux directeurs intervenues depuis le début de l'été dernier a agi plus vite, et de manière plus importante, que par le passé.**

Les résultats de la dernière enquête sur les conditions de prêts des banques aux entreprises et aux ménages peut sembler plaider dans le sens d'une transmission plus rapide, puisque les sondés étaient moins nombreux à envisager de durcir encore leurs conditions d'octroi de crédits, mais aussi une poursuite de la baisse de la demande de financement de la part des agents non-financiers privés.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

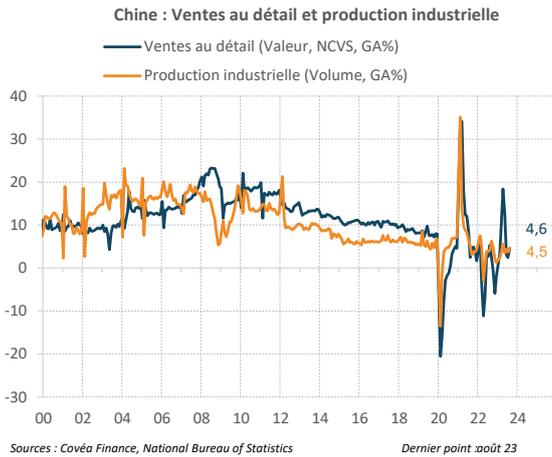
Asie

« Chine : de la lumière au bout du tunnel ? »

Les données d'activité chinoises se sont quelque peu redressées en août mais il est trop tôt pour parler de retournement de tendance. La production industrielle a atteint 4,5% en glissement annuel (GA), contre 3,7 % en juillet, notamment soutenue par le rebond de la production automobile. Une évolution favorable qu'avaient laissé entrevoir les enquêtes PMI publiées deux semaines auparavant. La faiblesse continue de la demande, notamment internationale, interroge toutefois sur la pérennité de cette reprise. La consommation des ménages est également mieux orientée comme l'illustre la hausse nominale de 4,6% des ventes au détail en GA (2,5% en juillet), tirée par la vigueur de la restauration qui profite probablement d'un effet de rattrapage alors que la population profite du premier été depuis la levée des restrictions sanitaires. Les investissements en infrastructure (+6,2% en GA) et dans le secteur manufacturier (+7,1% en GA) se sont quelque

peu repris en août, avec le soutien des autorités, mais affichent toujours des taux de croissance annuelle bien inférieurs à ceux de 2022 (11,5% et 9,2% respectivement, sur l'ensemble de l'année). L'investissement dans l'immobilier reste très mal orienté, en baisse de 10,9% en GA, témoignant du maintien d'importantes difficultés dans le secteur en dépit de l'assouplissement des politiques économiques. Les ventes de logements restent d'ailleurs en forte contraction (-11,9% sur un an en volume).

Les autorités chinoises renforcent le soutien à l'activité avec une nouvelle baisse de taux. La Banque populaire de Chine (PBoC) a en effet annoncé une réduction de 25 points de base du ratio des réserves obligatoires (RRR) pour toutes les banques dont le RRR est supérieur à 5%, à compter du 15 septembre. Un mouvement similaire avait été effectué le 27 mars dernier. Cette baisse de taux devrait permettre aux banques de disposer de davantage de fonds à prêter aux agents économiques et devrait ainsi favoriser les conditions de financement en Chine. De nombreuses mesures d'assouplissement monétaire ont été annoncées au cours des derniers mois à travers les différents instruments de la PBoC. Néanmoins, si les annonces se multiplient, l'ampleur des baisses de taux reste modeste. Le soutien à la demande qui en découle pourrait s'avérer insuffisant pour stabiliser le secteur immobilier et renforcer significativement la confiance des agents économiques privés pour revitaliser la consommation et l'investissement.



Sources : Covéa Finance, National Bureau of Statistics

Dernier point août 23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	août-23	3,2	3,4	4,9	5,1
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	août-23	4,5	3,7	9,3	3,4
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	août-23	4,6	2,5	12,4	-0,8

*Du 11/09/2023 au 17/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

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.