

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

02 octobre 2023

L'Afrique, un continent en pleine évolution.

Tandis que le 23 août dernier, le sommet des BRICS à Johannesburg s'est conclu par l'adhésion de 6 nouveaux pays : l'Iran, l'Arabie Saoudite, l'Argentine, l'Égypte, les Emirats arabes unis et l'Éthiopie, une vingtaine de nations et de représentants du secteur privé africains se sont réunis à Nairobi, au Kenya, début septembre, et ont signé une déclaration affichant l'ambition à l'échelle du continent de lutter contre le changement climatique. Cette déclaration servira de base à la position commune de l'Afrique pour la COP28 qui se déroulera à partir du 30 novembre, à Dubaï.

Le document cite le vaste potentiel de la région en énergies renouvelables, sa main-d'œuvre jeune et ses atouts naturels, notamment 40 % des réserves mondiales de cobalt, de manganèse et de platine, essentiels pour les batteries et l'hydrogène. Le continent abrite également 60% du potentiel mondial de production d'énergie solaire, mais seulement 1% des capacités mondiales installées.

L'Afrique, où vivent 1,2 milliard d'habitants dans 54 pays, abrite des populations parmi les plus vulnérables et où près de 500 millions d'habitants n'ont toujours pas accès à l'électricité. C'est pourquoi les pays africains demandent, notamment, à la communauté internationale de contribuer à "augmenter la capacité de production d'énergies renouvelables de l'Afrique de 56 gigawatts en 2022 à au moins 300 gigawatts d'ici 2030 (...) pour lutter contre la précarité énergétique et renforcer l'approvisionnement mondial en énergie propre et rentable".

Par ailleurs, les pays africains demandent des mesures d'allègement du service de la dette et la mise en place d'une taxe mondiale sur les émissions carbone, qui pourrait être complétée d'une taxe sur les transactions financières internationales.

Dans le rapport de l'Agence Internationale de l'Energie écrit conjointement avec la Banque africaine de développement, les deux institutions estiment qu'il faudrait mobiliser 200 Mds\$ d'investissement annuels d'ici à 2030 pour que l'Afrique atteigne un accès universel à l'électricité tout en respectant ses objectifs climatiques. A ce stade, quelques promesses d'investissement émergent de la part des Emirats Arabes Unis, des Etats-Unis et de certains pays européens à hauteur de 23 Mds\$, bien loin des besoins avancés...

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	29/09/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,057	1,087	0,982	-2,7	7,7
€ / £	0,867	0,861	0,883	0,6	-1,8
€ / Yen	157,95	157,28	141,81	0,4	11,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	95	74	88	28,2	7,7
Indice CRB*	549	545	559	0,6	-1,9
Prix de l'once d'Or	1 848	1 918	1 659	-3,6	11,4
Prix de la tonne de cuivre	8 271	8 178	7 542	1,1	9,7
Indice Baltic Dry**	1 701	1 112	1 757	53,0	-3,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	887	954	1923	-7,0	-53,9

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 semaine est marquée par une hausse significative des taux d'intérêt. Le mouvement est alimenté par le rebond des prix du pétrole, les bonnes données macroéconomiques, les interventions de banquiers centraux après les réunions de politiques monétaires de la Banque Centrale Européenne et de la Réserve Fédérale et des publications des projets de lois de Finance pour 2024 en Italie et en France. Dans ce contexte, le taux 10 français s'établit jeudi à 3,55%, au plus haut depuis fin 2011, et l'écart de rendement entre l'Italie et l'Allemagne sur la référence 10 ans retrouve le niveau de 200 pbs*. Sur la semaine, le taux à 10 ans français clôture à 3,40%, en hausse de 10 pbs. Sur le marché du crédit, les émissions atteignent 13 Mds€ dans la catégorie Investissement (IG) et 4,4 Mds€ dans le Haut rendement (HR). Parmi les émetteurs, on retrouve, entre autre, BMW et Wienerberger. Les primes de risque se sont écartées de 2 pbs pour l'IG à 164 pbs et de 6 pbs à 431 pbs pour le HR, soit respectivement un taux de rendement de 4,65% et 7,28%.

Le Focus de la semaine : Le bilan à neuf mois du marché européen du crédit catégorie Haut rendement (HR)

Le marché des obligations d'entreprises de catégorie Haut Rendement réalise une performance de 6,09% au cours des neuf premiers mois de l'année. Représenté par l'Iboxx Euro High Yield, ce marché offre, à fin septembre 2023, un taux de rendement moyen de 7,28% pour une maturité moyenne de 3,2 ans. Le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a, lui, progressé de 35 pbs sur la période à 2,93%, après avoir connu un plus haut à 3,05% le 6 mars.

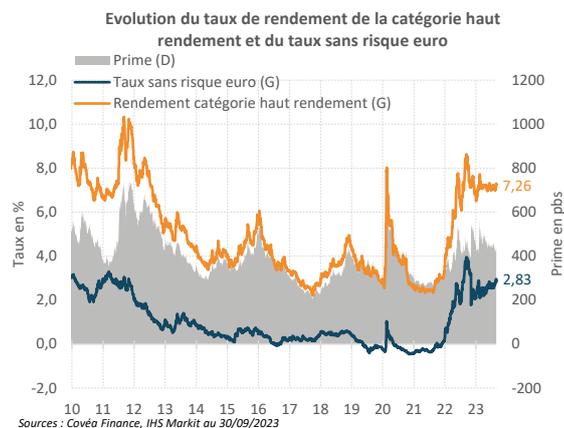
Depuis le début de l'année, les primes de risque se resserrent de 92 pbs, à 437 pbs. En dehors des événements bancaires américains et suisse de mars, on constate une bonne tenue de ce marché. Les difficultés rencontrées par certains émetteurs (Casino, ...) ont très peu perturbé le mouvement de compression des primes observé au printemps. Depuis mi-juin, les primes de risque se maintiennent dans une bande de fluctuation restreinte autour du niveau actuel. Par notation, les primes de risque se resserrent quel que soit le segment, et le marché continue de privilégier les notations les plus dégradées. En effet, les émetteurs appartenant au segment « CCC », ne représentant que 4,4% du gisement, enregistrent une compression des primes de risque de 127 pbs à 1028 pbs, soit un taux de rendement de 13,25%. Les émetteurs des segments « BB » et « B », qui représentent respectivement 33,2% et 62,2% du gisement, affichent un resserrement des primes de risque de respectivement 65 pbs et 110 pbs, à 335 pbs et 543 pbs, soit un taux de rendement respectif de 6,32% et 8,40%.

D'un point de vue sectoriel, un segment se dégage significativement. L'immobilier enregistre ainsi un écartement des primes de risque de 178 pbs, à 961 pbs. Le secteur est impacté par la remontée des taux, qui affecte la valorisation de ses actifs et détériore le profil de crédit par l'augmentation des coûts de financement. A l'opposé, les secteurs dont les primes de risque se resserrent le plus significativement sont les services aux consommateurs et la construction et matériaux, respectivement de 153 pbs (à 316 pbs) et 113 pbs (à 458 pbs). Dans ce contexte, le volume d'émissions du segment HR s'élève à 70,2 Mds€ et se décompose en 23,6 Mds€ d'émissions bancaires et 46,6 Mds€ d'émissions d'entreprises. Les émissions du secteur bancaire, dont les primes de risque sont encore significatives, sont de nouveau bien accueillies par les investisseurs. Ces derniers se montrent plus sélectifs dans les émissions de dettes d'entreprises, à l'image de Fnac Darty. L'émetteur a dû retirer son offre d'émission obligataire sénior d'un montant de 300 M€, échéance janvier 2029, en raison du faible appétit des investisseurs. Suite à ce retrait, le groupe a sollicité et obtenu un financement bancaire.

Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.

Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.

*pbs = points de bases



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	29/09/23	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	3,25	0,00	0,25	1,00	2,25		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,00	2,50	1,25	0,00	0,50	2,00	3,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	3,50	2,00	0,75	0,00	0,50	2,00	3,25		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,00	3,50	2,25	0,00	0,25	1,75	3,00		
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	4,57	4,43	3,84	3,87	3,79	14	73	70	79	-47	13
Allemagne	2,84	2,74	2,42	2,57	2,18	10	42	27	66	-36	19
France	3,40	3,29	2,95	3,12	2,80	11	45	28	60	-9	52
Italie	4,78	4,59	4,10	4,72	4,65	19	68	7	13	77	46
Royaume-Uni	4,44	4,25	4,38	3,67	4,01	19	6	77	43	-45	46
Japon	0,77	0,75	0,39	0,42	0,26	2	37	34	51	72	97
Crédit											
Indice Itraxx Main	79,7	77,3	76,2	90,6	134,9	2,4	3,4	-10,9	-55,3		
Indice Itraxx Crossover	427,9	416,7	411,0	474,1	650,7	11,2	16,9	-46,2	-222,8		

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

Analyse de l'évolution des marchés

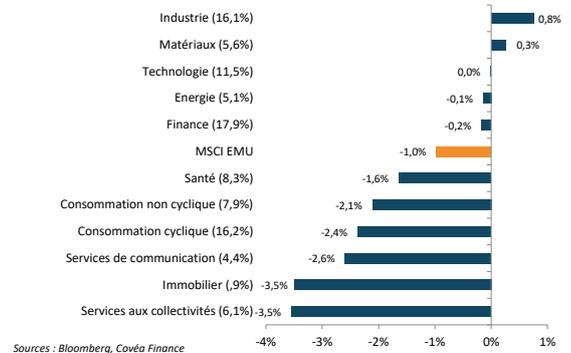
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le MSCI EMU (dividendes non réinvestis) a abandonné 1% sur la semaine écoulée, qui s'est déroulée en deux temps. En effet, le marché a d'abord été orienté à la baisse, sur fond de remontée significative des rendements obligataires. Puis, la tendance s'est inversée jeudi, avec la publication de statistiques économiques militent pour une pause dans le cycle de resserrement monétaire des banques centrales. Cette hausse des taux sur la semaine a principalement pénalisé l'immobilier et les services aux collectivités, qui abandonnent tous deux 3,5%, ainsi que les services de communication (-2,6%). A l'inverse, l'industrie et les matériaux ont participé au rebond de fin de semaine et sont les deux seuls secteurs à terminer dans le vert, à respectivement +0,8% et +0,3%.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU prend près de 8%. La hiérarchie sectorielle demeure sensiblement la même, avec toujours en tête la technologie qui progresse de près de 14% et en bas de tableau l'immobilier, qui est maintenant en baisse de 2,5%. La consommation cyclique, la finance et les services de communication continuent de surperformer. Enfin, on notera la remontée de l'industrie dans le classement, désormais deuxième à +9,9%.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 22/09/2023 au 29/09/2023 (GICS)



Le Focus de la semaine : Défis et opportunités pour les brasseurs européens

Après une année 2022 inscrite sous le signe d'une forte croissance organique des chiffres d'affaires, tirés à la fois par la poursuite du rebond des volumes post Covid mais également par la forte hausse des prix, l'année 2023 s'inscrit plutôt sous le signe du ralentissement pour les brasseurs européens cotés. Même si les prix continuent d'afficher des progressions historiques sur le premier semestre 2023 (jusqu'à +12% pour certains acteurs), les volumes quant à eux commencent à montrer quelques signes de faiblesse, tandis que les marges souffrent de la hausse spectaculaire des coûts. A cela plusieurs raisons : la baisse du pouvoir d'achat des ménages dans un contexte inflationniste, des hausses de prix records mais aussi une météo peu favorable en Europe selon les brasseurs.

Malgré les difficultés actuelles, les sociétés européennes continuent d'innover, notamment via le développement de leur offre premium*, dont la croissance surperforme celle du segment traditionnel, tout en offrant un niveau de rentabilité nettement supérieur. Le N°1 du secteur, AB Inbev, produit ainsi 21% de ses volumes sur le segment premium, non loin derrière ses deux principaux concurrents européens, Heineken et Carlsberg, qui comptent respectivement 39% et 29% de leur portefeuille sur le haut de gamme. A titre d'exemple, la marque Heineken, qui représente la moitié des ventes de bières premium chez le brasseur du même nom, voit ses volumes croître en moyenne deux fois plus vite que ceux du portefeuille global sur les neuf dernières années. Par ailleurs, nous assistons également à l'essor de la bière dite « sans alcool ». Cette dernière, dont le degré d'alcool ne doit généralement pas dépasser 0,5%, semble aujourd'hui avoir le vent en poupe. Sa production aurait doublé en dix ans pour représenter près 1,3% du marché mondial de la bière en volumes, selon un consultant spécialisé. Le succès de ces deux catégories, dont le développement fait partie intégrante des stratégies des brasseurs européens, illustre leur capacité à s'adapter aux changements des préférences de consommation, thématique que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières.

* La définition d'une bière premium peut varier d'un pays à l'autre mais il s'agit souvent d'un produit plus travaillé, dans un emballage plus soigné et dont le prix de vente est en moyenne 80% plus élevé.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	29/09/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	142	143	147	132	116	-1,0	↓	-3,6	↓	7,9	↑	23,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	916	922	937	907	795	-0,6	↓	-2,2	↓	1,0	↑	15,3	↑
MSCI EMU Small Cap	377	383	398	370	294	-1,4	↓	-5,2	↓	1,9	↑	28,2	↑
MSCI Europe	151	152	153	143	129	-0,7	↓	-1,3	↓	6,2	↑	17,4	↑
France CAC 40	7 135	7 185	7 313	6 474	5 677	-0,7	↓	-2,4	↓	10,2	↑	25,7	↑
Allemagne DAX 30	6 089	6 156	6 312	5 693	4 897	-1,1	↓	-3,5	↓	7,0	↑	24,3	↑
Italie MIB	28 243	28 576	27 928	23 856	20 353	-1,2	↓	1,1	↑	18,4	↑	38,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 608	7 684	7 472	7 452	6 882	-1,0	↓	1,8	↑	2,1	↑	10,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 779	8 836	8 675	8 417	7 795	-0,6	↓	1,2	↑	4,3	↑	12,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices ont clôturé en baisse au terme d'une semaine écourtée pour la plupart des pays. Les marchés asiatiques ont globalement souffert de la hausse des rendements, mais les performances sont biaisées par de nombreuses fermetures de marché en fin de semaine (Chine, Malaisie, Indonésie, Taïwan).

Dans un contexte d'aversion au risque, les investisseurs ont privilégié les régions les moins sensibles au cycle économique comme l'Inde. A l'inverse, les marchés les plus exposés au cycle économique mondial comme l'Asie du Sud Est ou l'Asie du Nord ont affiché les moins bonnes performances.

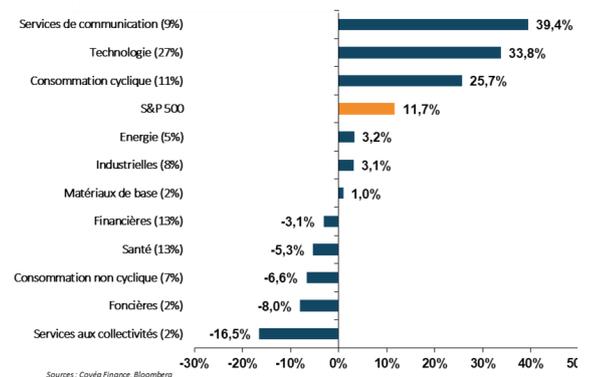
Côté sociétés, on notera l'annonce de fermeture de l'unique usine de Mitsubishi Motors en Chine, abandonnant donc sa présence dans le pays. La sortie de ce constructeur symbolise les difficultés des entreprises étrangères à offrir des modèles électriques capables de concurrencer les marques locales.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 0,7%, pénalisé par la hausse des rendements obligataires et les craintes d'une fermeture partielle des administrations américaines face à l'impasse budgétaire. Les conséquences sur la croissance économique des grèves dans le secteur automobile et la perspective de reprise des remboursements des prêts étudiants ont accentué le pessimisme des investisseurs.

Dans ce contexte, tous les secteurs terminaient en territoire négatif à l'exception de l'énergie et des matériaux. Le segment énergétique continuait d'être porté par la hausse des prix du pétrole face aux réductions de production au Moyen-Orient, mais aussi de la publication de réserves américaines de pétrole en baisse. Les matériaux bénéficiaient d'un léger rebond des matières premières. A l'inverse, les secteurs à hauts dividendes affichaient les plus fortes baisses (immobilier, services publics, consommation de base) face à la remontée des taux longs américains.

Côté sociétés, on notera l'interruption de la construction de l'usine de batteries de Ford dans le Michigan (3,5 milliards de dollars) dans le cadre de l'«Inflation Reduction Act ». L'entreprise justifie cet arrêt par les incertitudes sur sa capacité à exploiter de façon compétitive cette usine. Cette annonce intervient alors que les trois plus gros groupes automobiles des Etats-Unis (Ford, General Motors et Stellantis) font face à un mouvement de grève de grande ampleur depuis deux semaines.

Performances sectorielles en USD du S&P 500 depuis le début de l'année



Le Focus de la semaine : Taïwan, de plus en plus au cœur des enjeux politiques et géopolitiques

Dans sa volonté de s'équiper face à la menace chinoise, la présidente de Taïwan, Tsai Ing-wen a dévoilé la semaine dernière le premier sous-marin militaire de fabrication taïwanaise. La réaction a été vive du côté chinois, et ce d'autant plus lorsque l'on sait que les systèmes de combat et les torpilles seront estampillés Lockheed Martin, le géant américain de la défense (même si ce sous-marin ne sera pas opérationnel avant 2025).

En parallèle, notons que le budget de la défense taïwanaise atteint un niveau record pour 2024. De plus, en juillet dernier, les Etats-Unis ont approuvé une aide militaire de près de 345 millions de dollars sur leurs stocks d'armement défensifs, et viennent de contribuer à hauteur de 80 millions de dollars dans le cadre de la politique américaine de financement militaire à l'étranger ; une première à l'égard de Taïwan. Ces décisions alimentent une situation déjà tendue (l'armée chinoise réalisant de nombreux exercices militaires depuis plus d'un an), qui se caractérise désormais par les plus importantes incursions d'avions et porte-avions jamais enregistrées dans le détroit de Taïwan. Ces développements sont le reflet d'enjeux politiques et géopolitiques dans un monde de plus en plus bipolarisé. Taïwan étant perçu par la Chine comme faisant intégralement partie de son territoire, la possibilité d'une invasion figure donc au cœur de nos points de vigilance. Il est hautement probable que les élections à Taïwan début 2024, puis les élections américaines en fin d'année seront l'occasion de mettre ces enjeux sur le devant de la scène géopolitique mondiale.

Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	29/09/23	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	4 288	4 320	4 396	3 840	3 586	-0,7 ↓	-2,5 ↓	11,7 ↑	19,6 ↑	0,0 ↑	0,2 ↑	13,1 ↑	10,9 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	33 508	33 964	34 122	33 147	28 726	-1,3 ↓	-1,8 ↓	1,1 ↑	16,6 ↑	-0,6 ↓	0,9 ↑	2,3 ↑	8,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 219	13 212	13 591	10 466	10 576	0,1 ↑	-2,7 ↓	26,3 ↑	25,0 ↑	0,8 ↑	-0,1 ↓	27,9 ↑	15,9 ↑
Japon Nikkei 300	492	505	486	401	387	-2,5 ↓	1,3 ↑	22,7 ↑	27,3 ↑	-2,5 ↓	0,8 ↑	9,1 ↑	14,3 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 465	2 508	2 550	2 280	2 155	-1,7 ↓	-3,3 ↓	8,1 ↑	14,4 ↑	-2,1 ↓	-2,9 ↓	1,6 ↑	12,5 ↑
Chine - Shanghai	3 110	3 132	3 182	3 089	3 024	-0,7 ↓	-2,3 ↓	0,7 ↑	2,8 ↑	0,7 ↑	0,5 ↑	-3,2 ↓	-6,3 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 810	18 057	18 934	19 781	17 223	-1,4 ↓	-5,9 ↓	-10,0 ↓	3,4 ↑	-0,8 ↓	-3,3 ↓	-9,2 ↓	-3,9 ↓
Marchés Emergents - MSCI	953	964	987	956	876	-1,2 ↓	-3,5 ↓	-0,4 ↓	8,8 ↑	-0,4 ↓	-0,8 ↓	0,9 ↑	0,9 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



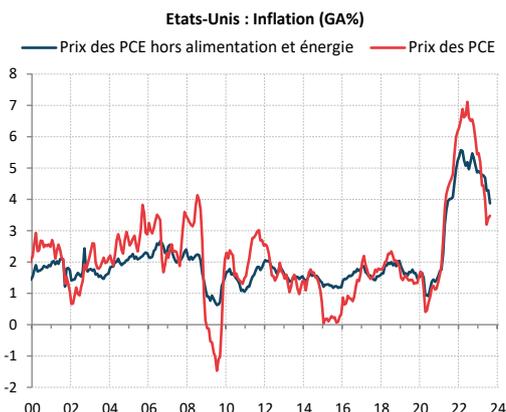
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le Congrès évite de justesse une fermeture partielle des activités fédérales, mais ne règle rien »

Le Congrès a voté in extremis le 30 septembre, à la veille de la nouvelle année fiscale, un budget provisoire permettant de prolonger de 45 jours le financement des dépenses de l'Etat fédéral. Cet accord bipartisan permet d'éviter de justesse la fermeture partielle des activités de l'Etat fédéral, mais ne règle rien sur le fond entre un Sénat à majorité démocrate et une Chambre des Représentants républicaine. Le texte prévoit 16 Mds\$ de financement pour l'aide aux sinistrés de catastrophes naturelles mais n'inclut pas de financement pour l'aide à l'Ukraine, et ne comprend pas de dispositions pour renforcer la sécurité aux frontières, les deux points de crispations principaux entre Républicains et Démocrates, au-delà du niveau des dépenses à autoriser. Sur ce point, les Sénateurs, de façon bipartisans, sont en faveur de dépenses limitées au niveau établi dans la loi de responsabilité fiscale votée en juin dernier pour

suspendre le plafond de la dette, tandis que la Chambre des Représentants, à majorité républicaine, souhaite abaisser le niveau des dépenses sous ce seuil. Le Président de la Chambre des Représentants, le Républicain Kevin McCarthy, sort de plus affaibli de cet épisode, l'aile la plus conservatrice de son parti lui reprochant d'avoir capitulé face aux Démocrates. Il pourrait ainsi dans les prochains jours faire face à une motion de censure émanant de son propre camp. **C'est dans ce contexte qu'il faudra d'ici le 15 novembre conclure un nouvel accord pour financer l'Etat fédéral**, soit en adoptant le budget définitif pour l'année fiscale 2024, soit en optant pour une solution de court terme avec un nouveau budget provisoire. Cette solution, qui ne ferait encore que repousser la difficulté, aurait toutefois des conséquences : l'accord bipartisan voté en juin dernier pour relever le plafond de la dette prévoit en effet que si un budget provisoire est encore en vigueur au 1er janvier 2024, les dépenses fédérales seront réduites de 1% par rapport au budget de 2023, tant qu'un budget n'est pas adopté.



Sources : BLS, BEA, Thomson Reuters, Covéa Finance.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	août-23	675	739	769	637
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	sept-23	103,0	108,7	112,7	104,5
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	août-23	3,7	4,2	3,2	-6,0
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	août-23	2,3	2,7	8,4	2,5

*Du 25/09/2023 au 01/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Concernant l'inflation, les prix des dépenses personnelles de consommation s'inscrivent en hausse en août (+0,4% en glissement mensuel), sous l'effet du rebond des prix de l'énergie. La croissance annuelle des prix accélère ainsi pour le deuxième mois consécutif à 3,5%, après 3,4% en août. En revanche, la dynamique des prix hors alimentation et énergie ralentit (+0,1% en glissement mensuel, plus faible hausse séquentielle depuis novembre 2020) et leur croissance annuelle atteint ainsi son plus bas niveau en deux ans à 3,9% (contre 4,3% le mois précédent). Les prix des services affichent une croissance annuelle de 4,9%, tandis que ceux des biens ne progressent que

de 0,7%. Malgré l'apaisement progressif des tensions inflationnistes sous-jacentes, les dépenses de consommation en volume affichent une timide progression (+0,1% en glissement mensuel). Les achats de biens sont en baisse, tant du côté des biens durables (-0,3% en glissement mensuel) que des biens non durables (-0,1%). Les dépenses dans les services sont en revanche en légère progression sur le mois (+0,2%). Le revenu nominal progresse de 0,4% sur le mois, porté par la bonne dynamique des salaires (+0,5%). Néanmoins, le rythme de progression des dépenses de consommation en valeur excédant celui du revenu, le taux d'épargne des ménages diminue de 0,2 point à 3,9% du revenu disponible.

La remontée des taux d'intérêt et des prix de l'énergie n'est pas sans effet sur le moral des ménages. La confiance du consommateur du Conference Board s'est dégradée en septembre (-5,7 points à 103), effaçant ainsi les gains de ces derniers mois. Le recul est lié à une franche détérioration des perspectives (-9,6 à 73,7 points), tandis que l'évaluation de la situation présente est stable. L'appréciation du marché du travail (*labor differential*) s'est légèrement améliorée sur le mois, sans remettre en cause la tendance à l'apaisement des tensions observée depuis le début d'année.

Dans l'immobilier, les ventes de logement neufs ont chuté de 8,7% au mois d'août et reviennent au niveau d'avril dernier. Cette faiblesse s'inscrit dans la lignée des ventes dans l'ancien et des mises en chantier publiées la semaine précédente. La morosité des transactions peut s'expliquer par la résistance des prix immobiliers qui restent très élevés, en dépit de la forte remontée des taux hypothécaires. L'indice de prix S&P Case Schiller, portant sur les 20 plus grandes villes américaines, a ainsi enregistré une nouvelle progression en juillet (+0,9%), la cinquième consécutive. En rythme annuel, les prix repassent en positif (+0,1%) et le niveau de l'indice s'approche du point haut atteint en juin 2022.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables ont légèrement progressé en août (+0,2% en glissement mensuel), mais l'estimation de juillet a été révisée en baisse (-5,6%). La composante biens intensifs en capital, hors défense et aéronautique, qui approche le mieux l'investissement productif des entreprises, est solide (+0,9%). La dynamique a été tirée par l'équipement informatique (+2,6%) et les machines (+0,5%). En rythme annuel, les commandes de biens durables affichent une croissance de 3,5% en valeur, mais le niveau ne progresse plus depuis le printemps.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« Nouveau recul de l'inflation en zone euro »

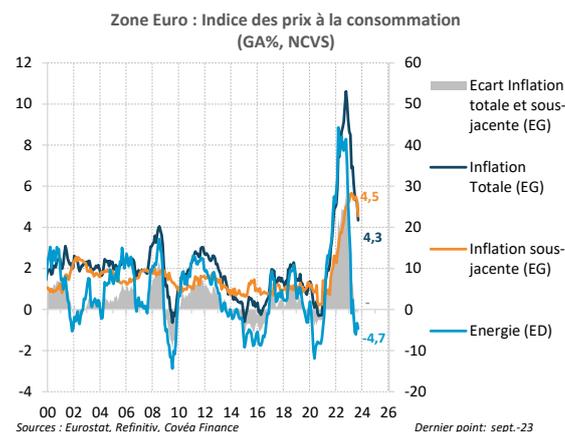
Dans la zone euro, l'inflation est revenue à 4,3% en septembre, contre 5,2% le mois précédent. Malgré le rebond des cours du pétrole, le recul sur un an de la composante énergie de l'indice des prix (+1,4% en séquentiel) s'est amplifié : -4,7% contre -3,3% en août, en raison d'effets de base favorables. Les prix des biens industriels non-énergétiques ont aussi rebondi d'un mois à l'autre (+2,2%), mais leur rythme de progression sur un an a continué à se tasser (+4,2% après +4,7%). Enfin, élément important aux yeux des banquiers centraux, les prix des services (-0,9% sur le mois) ont aussi continué à ralentir, pour afficher une hausse de 4,7% sur un an en septembre contre +5,5% en août. L'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) se modère ainsi à 4,5%, son plus bas

depuis août 2022, un niveau toutefois encore bien trop élevé pour que la Banque Centrale Européenne ne relâche sa politique restrictive.

L'érosion des dépôts à vue des entreprises et des ménages continue. En août, la baisse est proche de 60Mds€ par rapport au mois précédent. Toutefois, une grande partie de cette fuite des dépôts à vue se fait toujours, en partie, au profit des dépôts à terme de moins de deux ans (+50Mds€ pour les ménages et +15Mds€ pour les entreprises). Le flux net mensuel de prêts aux agents non-financiers privés est à nouveau négatif, de 28Mds€ (après +18,5Mds€ le mois précédent), sous l'effet des crédits à court (-22Mds€) et moyen (-5Mds€) termes aux entreprises. En revanche, les prêts à l'habitat consentis aux ménages progressent, grâce aux investisseurs : les flux nets de prêts aux propriétaires occupants sont continuellement négatifs depuis octobre dernier. Les flux de crédits à la consommation restent positifs.

Les banquiers centraux européens se sont employés, la semaine dernière, à répéter que leur politique devrait rester restrictive pendant une durée prolongée. Lors de son audition trimestrielle par le Parlement européen, Christine Lagarde a aussi évoqué, à la demande des parlementaires, la taille du bilan de la banque centrale. Elle a confirmé que la banque centrale a entamé une réflexion sur les conséquences de l'importante masse de liquidités excédentaires et sur le niveau qui pourrait sembler adéquat. Ces réflexions doivent se poursuivre jusqu'au printemps prochain.

L'indice de sentiment économique, calculé par la Commission européenne pour l'ensemble de la zone euro, a baissé de 0,3 point en septembre, à 93,3, c'est à dire significativement sous sa moyenne de long terme (100 par construction). Pour le deuxième mois consécutif, la confiance des industriels s'est légèrement redressée, malgré la poursuite de la dégradation de leurs carnets de commandes. Dans les services, l'indice de confiance s'est stabilisé par rapport au



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	août-23	0,6	2,2	4,3
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	sept.-23	4,3	5,2	2,6
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	sept.-23	4,5	5,3	1,5
AL	Ifo - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	sept.-23	82,3	81,6	100,1
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	août-23	-2,3	-1,9	0,6
FR	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	août-23	-1,9	-1,1	3,6
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	août-23	9,0	9,2	3,1

* Du 25/09/2023 au 01/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

mois précédent (-0,1 point). En revanche, la baisse se poursuit dans le commerce de détail et dans la construction. L'indice de confiance des consommateurs a encore nettement reculé (-1,6 point).

Le Commissaire européen au commerce, a rencontré le vice-premier ministre chinois en charge de l'économie. La Commission souhaite renouer le dialogue avec la Chine sur les relations commerciales entre les deux blocs. Selon M. Dombrovskis, les entreprises européennes veulent être des acteurs de la « success story » de la Chine. En retour, He Lifeng attend de l'UE qu'elle réfrène ses velléités d'utiliser l'arme commerciale dans ses relations avec la Chine, afin de stabiliser l'environnement offert aux entreprises exportatrices de son pays. En particulier, en réaction à l'annonce de l'UE d'enquêter sur les subventions accordées en Chine à la production de véhicules électriques, il leur conseille de « garder leur marché ouvert ».

L'Ifo a publié les résultats de son enquête auprès des entreprises exportatrices allemandes. L'indicateur de confiance qui en résulte a baissé de 4,8 points en septembre. A -11,3, il est au plus bas depuis le printemps 1993 si l'on excepte la crise financière de 2008 et la crise ukrainienne.

Face aux difficultés du secteur de la construction résidentielle, un risque que nous soulignons pour l'économie européenne dans nos dernières perspectives économiques et financières, le gouvernement allemand a annoncé un paquet de 45Mds€, dont 18Mds€ de fonds fédéraux, d'ici 2027 pour aider à la construction de logements « abordables ». L'enveloppe doit être complétée par les Länder et les communes. Par ailleurs, alors que l'envolée des coûts des matériaux s'est ajoutée à la hausse des taux pour déprimer le secteur, les projets de durcissement des normes d'isolation sont suspendus « indéfiniment » et le gouvernement allemand s'opposera aux projets européens d'imposer la rénovation énergétique des logements existants.

Le gouvernement italien a abaissé ses prévisions de croissance du PIB pour 2023 et 2024, mettant en cause la guerre en Ukraine et le durcissement de la politique monétaire menée par la BCE. Il a aussi, par conséquent revu à la hausse les perspectives de déficit budgétaire, de 4,5% à 5,3% du PIB cette année et de 3,7% à 4,3% du PIB en 2024. Pour l'année prochaine, le « dérapage » provient du coût plus élevé que prévu du crédit d'impôt accordé pour la rénovation énergétique des logements existants et de la baisse d'impôt promise par Giorgia Meloni sur les bas et moyens salaires. D'après le projet pluriannuel, le déficit passerait sous les 3% du PIB en 2026.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

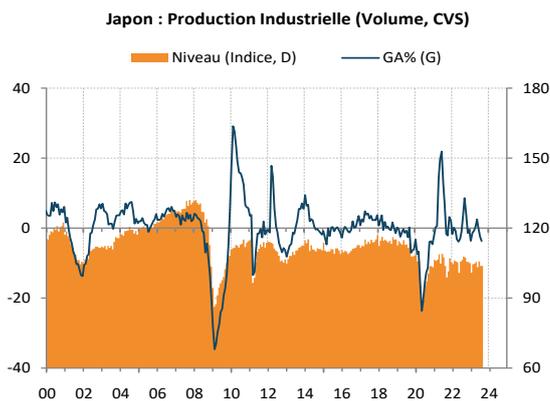


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les enquêtes PMI rapportent une stabilisation de l'industrie chinoise, après des mois de déclin »

En Chine, les PMI envoient un message contrasté en septembre. L'enquête du Bureau national des statistiques (NBS) rapporte une amélioration généralisée au secteur manufacturier, dont l'indice retourne en zone d'expansion (50,2 contre 49,7 en août) pour la première fois depuis mars, et au secteur non-manufacturier qui progresse à 51,7 (après 51 en août) – davantage soutenu par la construction que par les services – après six mois de perte de vitesse. L'enquête PMI de Caixin est en revanche mal orientée, rapportant un essoufflement dans le secteur manufacturier (50,6 après 51 en août) et dans les services (50,2 après 51,8). Si les deux enquêtes évoluent en ordre dispersé en septembre, la tendance de fond reste celle (i) d'une stabilisation du secteur manufacturier, après une période de détérioration abordée à l'amorce du T2 2023, et (ii) d'une modération des services à la suite du fort redressement ayant suivi la fin des restrictions sanitaires.



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	Taux de chômage	% de la pop. act.	août-23	2,7	2,7	2,8	2,6
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	août-23	7,0	7,0	2,7	2,6
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	août-23	-3,7	-2,4	5,8	0,0
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	sept.-23	51,7	51,0	52,9	49,1
	PMI Manufacturier	Indice	sept.-23	50,2	49,7	50,5	49,1

* Du 25/09/2023 au 01/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'industrie japonaise reste peu vigoureuse. La dynamique de redressement du premier semestre 2023 marque le pas alors que l'industrie reste loin de son niveau d'avant crise sanitaire. La production industrielle a en effet stagné en août en glissement mensuel après avoir décliné de 1,8% en juillet (volume, corrigée des variations saisonnières). En août, la vigueur de la production dans l'électronique et les énergies a notamment été compensée par le déclin de la production d'automobiles et autres matériels de transport. L'enquête du gouvernement (METI) rapporte que les entreprises manufacturières anticipent une franche expansion de la production en septembre et octobre. Néanmoins, les entreprises interrogées se sont avérées bien trop optimistes au cours des derniers mois et les résultats de cette enquête contraste avec ceux des PMI qui indiquent un déclin marqué de l'industrie manufacturière japonaise en septembre. **L'enquête Tankan rapporte pour sa part une nette amélioration de la confiance des entreprises au troisième trimestre avec des perspectives à la hausse sur les investissements.** La confiance serait particulièrement bien orientée pour les grandes entreprises du secteur manufacturier et, dans une moindre mesure, pour les grandes entreprises du secteur non-manufacturier alors que l'environnement semble rester compliqué pour les petites entreprises.

Néanmoins, les ventes au détail se maintiennent à un niveau élevé. Elles progressent légèrement en août après un bond de 2,2% en juillet (valeur, corrigées des variations saisonnières). Si les ventes d'automobiles et de vêtements ont reflué sur le mois, les ventes de produits alimentaires et d'appareils électroniques ont été robustes. La vigueur des ventes, en valeur, est également le reflet d'un effet prix. Le bond de 3,7% des ventes de carburant

illustre notamment la récente réaccélération des prix de l'essence. Le recul de la confiance des ménages en août puis en septembre fait également écho à ce redressement des pressions sur les prix. Néanmoins, la ventes au détail continuent de bénéficier de la bonne progression des salaires et du rebond du tourisme sur l'archipel.

Les autorités japonaises restent vigilantes face à la dépréciation du Yen. Alors que la Banque du Japon a conservé, le 22 septembre, une politique largement expansionniste à contre-courant des autres grandes banques centrales, la dépréciation du Yen s'est accélérée la semaine suivante pour se rapprocher des 150 Yens pour 1 USD. En réaction, le ministre des Finances, Shunichi Suzuki, a déclaré que « toutes les options étaient envisageables pour contrer les mouvements excessifs sur le marché des changes ». Il a indiqué que le gouvernement surveille de près l'évolution du marché et qu'une trop forte volatilité n'était pas souhaitable, rappelant ainsi les messages véhiculés par les autorités en amont des interventions de change historiques de septembre et octobre 2022. Le ministre a mis l'accent sur le fait que le gouvernement ne ciblerait pas un taux de change en particulier mais que c'était spécifiquement la volatilité qui était jugée problématique.

Sur le plan monétaire, le résumé des opinions des membres de la Banque de Japon rapporte un ton plus restrictif lors de la réunion de septembre. En particulier, une majorité des membres mettent l'accent sur des risques haussiers sur l'inflation et des perspectives de croissance durable des salaires. Des références bien plus nombreuses ont également été faites à des mesures de normalisation de la politique monétaire que lors des réunions précédentes.

Enfin, le Premier ministre, Fumio Kishida, a annoncé les grandes lignes d'un plan de relance budgétaire. Le contenu et l'ampleur du plan restent largement inconnus mais F. Kishida a évoqué des allègements fiscaux pour favoriser l'investissement dans des domaines tels que les semi-conducteurs et les batteries, ainsi que des mesures visant à stimuler la croissance des salaires. La fiscalité sur les revenus des brevets et autres propriétés intellectuelles devrait notamment être réduite, afin de promouvoir l'innovation. Les détails de ce plan devraient être dévoilés en octobre avec l'annonce d'un budget supplémentaire pour le financer.

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.