

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

30 Septembre 2024

## A la recherche de liquidité sur le non coté

Malgré les espoirs de reprise, le marché du Capital Investissement reste grippé. Les investisseurs scrutent avec impatience les distributions promises par les fonds. Les marchés des fusions-acquisitions et des introductions en bourse ne montrent pas de réels signes de reprise malgré la baisse des taux entamée par les banques centrales et des marchés boursiers au plus haut. Ce besoin pressant de liquidité contribue au développement du marché secondaire du Capital Investissement qui enregistre, depuis le début de l'année, une croissance forte. Un total de 71 milliards de dollars de transactions aurait été conclu au premier semestre, soit une augmentation de 64 % par rapport à la même période en 2023.

Le marché secondaire se caractérise par deux types de transactions. L'un initié par les investisseurs dans les fonds de Capital Investissement (« LP-led »), l'autre par les gérants de fonds (« GP-led »). Les transactions « LP-led » permettent aux investisseurs de revendre leurs parts dans des fonds. Elles constituent la majeure partie du marché secondaire, avec 39 milliards de dollars sur le semestre, soit 55% des transactions. Au-delà du besoin en liquidités, les motivations à la cession reposent sur des arbitrages stratégiques et sur l'effet dénominateur au sein des portefeuilles. Ce dernier se produit lorsque la baisse de la valeur des actifs cotés fait augmenter mécaniquement la part des actifs non cotés dans un portefeuille, comme cela s'est produit en 2022, poussant à un rééquilibrage du non coté vers le coté. Une transaction de « LP-led » s'effectue avec une décote sur la dernière valeur d'un fonds, qui varie en fonction de la taille et de la qualité du portefeuille cédé. En échange d'une liquidité immédiate, les investisseurs sacrifient une partie du rendement qu'ils auraient pu réaliser en attendant la fin de vie du fonds.

Les transactions « GP-led » sont initiées par les gérants pour prolonger la durée de détention de leurs participations, en les transférant dans des fonds dits de continuation, et retourner, au passage, du capital aux investisseurs. Elles auraient atteint 31 milliards de dollars, soit 45% des transactions sur le secondaire, un niveau stable par rapport au semestre précédent. Les fonds de continuation peuvent être « multi-actifs » avec la cession de plusieurs lignes d'un portefeuille ou « actif unique » avec la vente d'une seule société dont les gérants souhaitent poursuivre le développement. De plus en plus, ces véhicules se concentrent sur un seul actif. Malgré leur succès grandissant, ces opérations présentent des risques de conflits d'intérêt puisque les gérants sont à la fois acheteurs et vendeurs du même actif. Pour une meilleure équité entre gérants et investisseurs, les transactions sont encadrées.

Les perspectives sur le marché secondaire restent optimistes pour le second semestre 2024 et l'année 2025, même en cas de reprise des marchés des fusions-acquisitions et des introductions en bourse. Plusieurs sociétés de gestion devraient clôturer leurs levées de fonds spécialisés sur les opérations secondaires dans les prochains mois. L'engouement pour le secondaire ne devrait pas s'estomper.

### Sommaire

#### Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

#### Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie
- Focus

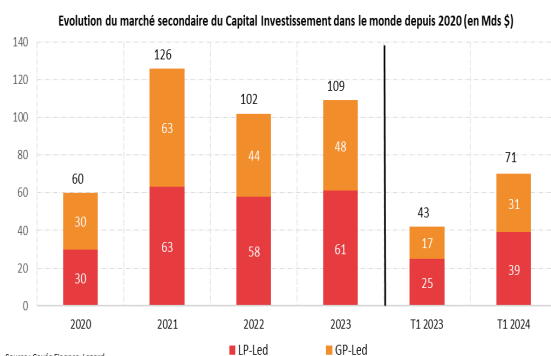
Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



### Focus de la semaine

« Un marché secondaire en pleine expansion... »



Source : Covéa Finance, Lazard

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	27/09/24	28/06/24	T-12 mois	28/06/24	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,116	1,071	1,057	4,2	5,6
€ / £	0,835	0,847	0,866	-1,5	-3,6
€ / Yen	158,79	172,39	157,76	-7,9	0,7
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	72	86	95	-16,7	-24,5
Indice CRB*	538	539	554	-0,2	-2,7
Prix de l'once d'Or	2 644	2 340	1 860	13,0	42,1
Prix de la tonne de cuivre	9 983	9 599	8 218	4,0	21,5
Indice Baltic Dry**	2 110	2 050	1 716	2,9	23,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2135	3714	887	-42,5	140,7

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

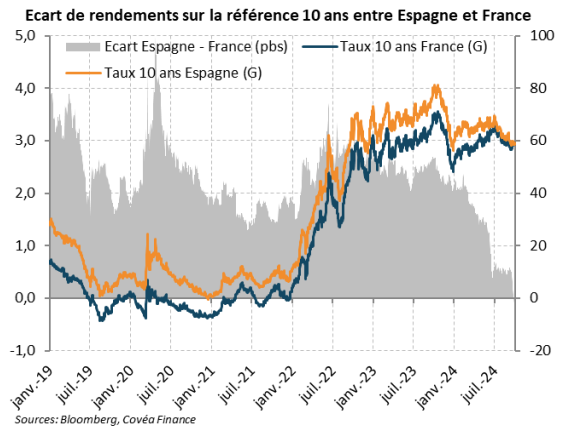
## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Au cours de la semaine écoulée, les indices des directeurs d'achat pour l'ensemble des pays, et celles d'inflation en France et aux Etats Unis ont animé les marchés obligataires. Alors que le taux à 10 ans américain est quasi-stable à 3,75%, le segment 2 à 10 ans de la courbe se pentifie à 19 points de base (pbs). En Europe, les taux sont en baisse. Le mouvement, sur la référence à 10 ans, est de 7 pbs pour l'Allemagne à 2,13% et de 5 pbs pour la France à 2,92%. Ce mouvement s'accompagne d'une pentification des courbes, avec un segment 2/10 ans en hausse de 10 pbs en Allemagne (à 8 pbs) et de 10 pbs en France (à 62 pbs). Les nouvelles informations sur le déficit français alimentent le mouvement d'écartement du taux à 10 ans français face à son homologue allemand, passant de 77 pbs à 79 pbs, avec un pic à 82 pbs.

Les taux des pays d'Europe du Sud continuent d'être orientés à la baisse, de 6 pbs à 10 pbs selon les pays. Le taux à 10 ans espagnol est passé pour la première fois depuis septembre 2006 sous son homologue français. L'écart de rendement est actuellement nul, contre 43 pbs en début d'année. Il en est de même pour le taux à 5 ans grec, actuellement 6 pbs en dessous du taux à 5 ans français à 2,38%, soit une compression de 26 pbs depuis le début d'année.

Sur le marché du crédit, les primes de risques s'écartent de 2 pbs sur l'IG à 117 pbs (soit un taux de 3,45%) et se resserrent de 8 pbs à 355 pbs sur le Haut Rendement (soit un taux de 6,03%). Le marché primaire a enregistré 23 Mds€ d'émissions sur l'IG (dont une double tranche d'obligations vertes de RTE de 4 et 12 ans de rendement respectivement de 2,92% et 3,56%, et la première émission en Euro de Bunzl à 7,5 ans à un rendement de 3,50%) et 3,3 Mds€ sur le Haut Rendement. La prime moyenne par rapport au secondaire sur le primaire IG est de 12 pbs.



### Le Focus de la semaine : CMA CGM place le Brésil au cœur de sa stratégie

Cette semaine, l'armateur français CMA CGM s'est porté acquéreur du principal opérateur d'infrastructures portuaires brésilien, Santos Brasil. Pour cette prise stratégique, le groupe réalise l'un des plus gros investissements de son histoire en déboursant 1,8 Mds€.

Le groupe ne part pas dans l'inconnu en investissant dans ce pays. Il y opère depuis plus de 20 ans et y occupe la 4ème place avec 14% du trafic. L'opération va donc permettre, d'une part de renforcer la présence du groupe au Brésil et, d'autre part de mettre la main sur des actifs stratégiques pour le commerce maritime, à savoir les terminaux portuaires. En effet, Santos Brasil est l'opérateur de 5 terminaux au Brésil, dont le plus grand terminal à conteneurs du port de Santos qui traite 40% des volumes brésiliens et 3 installations logistiques. A cela s'ajoute une compagnie de transport régionale de 5 navires, capable de répartir les flux de conteneurs vers les ports du Brésil et d'Amérique latine.

L'acquisition de terminaux offre aux armateurs de multiples avantages, notamment en matière d'optimisation de la chaîne logistique. CMA CGM va donc pouvoir maîtriser les coûts des services sans déboursier d'importants investissements supplémentaires puisque le port de Sao Paulo est équipé d'infrastructures de bon niveau par rapport aux standards internationaux. Enfin, l'acquisition permettra également de réduire le temps d'attente dans les ports, un facteur clé puisqu'il avoisine actuellement 10 jours au Brésil pour un coût d'environ 100 000 € par jour.

Le choix de renforcer l'exposition au Brésil n'est pas anodin. Le pays bénéficie d'un quasi-équilibre entre les importations et les exportations de biens contrairement à d'autres pays d'Amérique latine. A cela s'ajoute le rapprochement commercial avec la Chine et l'intérêt de la part de certains pays pour les produits brésiliens.

D'un point de vue financier, l'acquisition s'effectue en deux temps. Le groupe a signé un accord définitif et irrévocable portant sur l'acquisition de 48% du capital de Santos Brasil au cours du premier trimestre 2025. Puis, dans la foulée, l'armateur lancera une offre publique d'achat, aux mêmes conditions, sur le capital restant. Le financement de l'opération n'a pas été dévoilé. Mais le groupe dispose à fin juin 2024 de 6,0 Mds\$ de trésorerie (dont 5,4 Mds\$ de liquidités).

L'armateur dispose d'une dette obligataire en Euro d'une durée de 5 ans, émise en juillet 2024 avec un coupon 5,5%. La prime de risque s'est resserrée de 70 pbs, depuis l'émission et se maintient autour de 235 pbs, soit un taux de 4,59%. Nous suivrons l'évolution du dossier avec attention, notamment en matière de couple rendement/risque.

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	27/09/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	5,00	5,00	5,50	5,50	5,50	0,00	→	-0,50	↓	-0,50	↓
BCE - Taux Repo	3,65	3,65	4,25	4,50	4,50	0,00	→	-0,60	↓	-0,85	↓
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,50	3,50	3,75	4,00	4,00	0,00	→	-0,25	↓	-0,50	↓
Banque d'Angleterre	5,00	5,00	5,25	5,25	5,25	0,00	→	-0,25	↓	-0,25	↓
Banque du Japon	0,25	0,25	0,10	-0,10	-0,10	0,00	→	0,15	↑	0,35	↑
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	3,75	3,74	4,40	3,88	4,57	1	↑	-65	↓	-13	↓
Allemagne	2,13	2,21	2,50	2,02	2,93	-8	↓	-37	↓	11	↑
France	2,92	2,97	3,30	2,56	3,49	-5	↓	-38	↓	36	↑
Italie	3,45	3,56	4,07	3,70	4,87	-10	↓	-62	↓	-25	↓
Royaume-Uni	3,98	3,90	4,17	3,54	4,36	7	↑	-20	↓	44	↑
Japon	0,85	0,85	1,06	0,61	0,76	0	↑	-20	↓	24	↑
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	57,5	58,2	60,9	58,1	81,9	-0,7	↓	-3,4	↓	-0,6	↓
Indice Itraxx Crossover	307,2	312,2	319,2	309,9	440,7	-5,0	↓	-11,9	↓	-2,6	↓

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

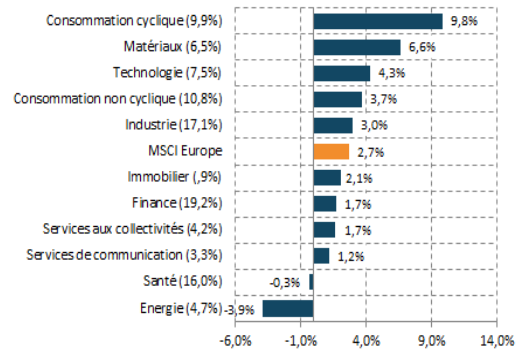
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) monte de 2,7%. Le secteur de la consommation cyclique réalise la meilleure performance avec une hausse de 9,8% profitant des annonces du gouvernement chinois, laissant entrevoir des perspectives plus favorables pour la consommation chinoise. Les valeurs du secteur du luxe sont ainsi en forte hausse, à l'instar de Moncler (+20,3%), Swatch (+19,7%) et LVMH (+18,8%). A contrario, le secteur de l'énergie accuse la plus forte baisse à -3,9% dans le sillage de la baisse des cours du baril de pétrole (référence Brent). En effet, l'Arabie saoudite serait sur le point de relever sa production pour regagner des parts de marché. En termes de performances géographiques, l'indice danois (OMX Copenhagen : -4,2%) réalise la moins bonne performance en raison du poids important de Novo Nordisk qui abandonne 6,3% sur fond de risque sur les prix de son médicament anti-obésité aux Etats-Unis. Depuis le début de l'année, on constate toujours une surperformance des grandes valeurs (MSCI EMU à +10,6%) par rapport aux plus petites valeurs (MSCI EMU Small Cap à +2,3%), reflet de la préférence des investisseurs pour la liquidité.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 20/09/2024 au 27/09/2024 (GICS)

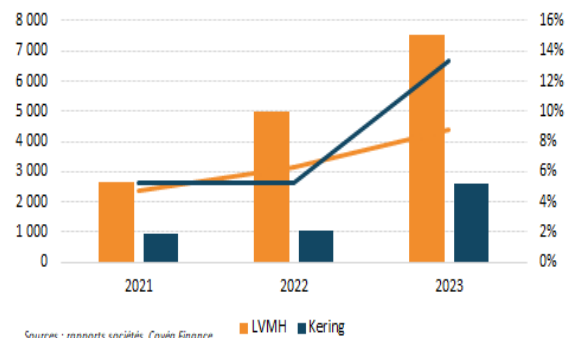


Sources : Bloomberg, Covéa Finance

### Le Focus de la semaine : L'industrie du luxe augmente les investissements dans son parc immobilier

Depuis plusieurs mois, les entreprises du luxe se révèlent particulièrement actives en matière d'acquisitions immobilières. En avril, Kering a annoncé l'acquisition de la société propriétaire de l'immeuble milanais emblématique situé via Montenapoleone 8. C'est un immeuble du XVIIIe siècle qui s'étend sur cinq étages, et totalise 11 800 m<sup>2</sup> pour un montant d'environ 1,3 milliard d'euros, soit un prix au mètre carré de plus de 110 000 euros. Cela fait suite à plusieurs autres acquisitions à Paris pour 1,7 milliard d'euros en 2023 et à New York en janvier 2024 pour 885 millions d'euros. LVMH de son côté a acheté plusieurs biens immobiliers de prestige et notamment sur les Champs-Élysées qui devraient bientôt accueillir son premier hôtel, tandis que Chanel a racheté les murs de sa boutique avenue Montaigne pour 140 millions d'euros (soit un prix au mètre carré de plus de 233 000 euros) et Hermès les murs de son magasin de la rue de Sèvres pour près de 300 millions d'euros. Par conséquent, les investissements d'exploitation (acquisition d'immobilisations corporelles et incorporelles) ont fortement progressé (voir graphique).

Investissements d'exploitation (en millions d'euros et en % des ventes)



Sources : rapports sociétés, Covéa Finance

Quel est l'intérêt de déployer autant de capital dans des projets immobiliers ? Tout d'abord, les achats immobiliers permettent de geler les loyers sur la durée, notamment en période inflationniste. Deuxièmement, ils permettent de sécuriser les emplacements qui revêtent de plus en plus un intérêt stratégique et d'éviter qu'un rival ne vienne prendre sa place. Dans certains cas, il est d'autant plus important pour un groupe de luxe d'être propriétaire de ses murs afin de pérenniser les investissements importants à réaliser dans les magasins, tant « l'expérience » en point de vente est primordiale pour capter le consommateur. Enfin, il peut y avoir des opportunités à saisir dans un contexte où certains groupes immobiliers doivent vendre des actifs en raison de problèmes de liquidité.

L'inconvénient est qu'un investissement immobilier dégage une rentabilité plus faible que la rentabilité économique, à tempérer toutefois par le coût du capital qui, dans le cas d'une activité immobilière, est moindre que celui d'une activité industrielle, et peut permettre néanmoins de créer de la valeur. Par conséquent, bien qu'ils reflètent une nouvelle fois la capacité des entreprises à s'adapter dans un environnement qui a beaucoup évolué, ces achats immobiliers risquent de peser négativement sur le niveau de rentabilité affiché par ces groupes, à un moment où le secteur est confronté à un ralentissement de sa croissance. C'est pourquoi nous demeurons vigilants et privilégions les leaders globaux capables de préserver leurs marges, comme suggéré dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	27/09/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	169	163	162	153	141	3,7	4,1	10,6	19,4	
MSCI EMU Mid Cap	1 069	1 040	1 012	966	909	2,7	5,6	10,6	17,6	
MSCI EMU Small Cap	440	426	410	426	373	3,3	7,1	3,3	17,9	
MSCI Europe	177	172	172	161	151	2,7	3,0	10,1	17,2	
France CAC 40	7 792	7 500	7 479	7 543	7 116	3,9	4,2	3,3	9,5	
Allemagne DAX 30	7 481	7 192	7 006	6 629	6 064	4,0	6,8	12,9	23,4	
Italie MIB	34 727	33 762	33 154	30 352	28 163	2,9	4,7	14,4	23,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 321	8 230	8 164	7 733	7 602	1,1	1,9	7,6	9,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 969	9 822	9 636	8 920	8 780	1,5	3,5	11,8	13,5	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, la semaine est largement haussière, les marchés saluant le train de mesures annoncé par la Chine pour venir en soutien à son économie et ses marchés financiers. Ainsi, logiquement, les bourses chinoises affichent les meilleures performances sur la semaine. S'en suivent les autres pays d'Asie du Nord (Taiwan, Corée du Sud, Japon), économies moins domestiques que dans le reste de la région et donc perçues comme bénéficiaires d'un potentiel retour de la Chine comme moteur de la croissance mondiale. A l'inverse, les pays d'Asie du Sud-Est (Thaïlande, Malaisie, Indonésie) figurent parmi les pays les moins performants sur la semaine. Parmi les éléments transverses, notons que l'Inde a finalisé son plan national d'électricité à horizon 2032, qui prévoit une forte expansion de son réseau.

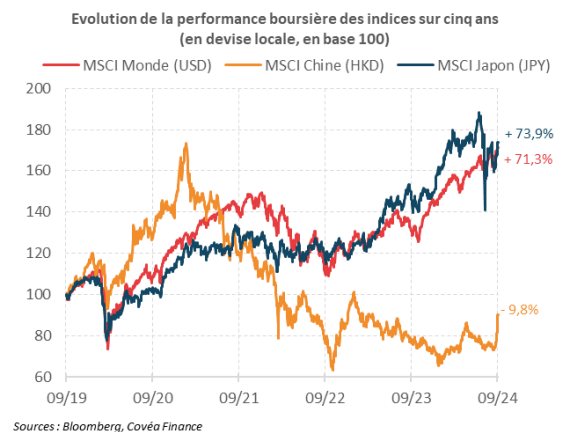
**Aux Etats-Unis**, les marchés clôturent la semaine en hausse. Les matériaux affichaient les meilleures performances profitant de l'annonce d'un plan de relance conséquent par le gouvernement chinois. Le secteur automobile et en particulier Tesla bénéficiait à la fois de cette nouvelle mais aussi de la proposition du département du commerce américain d'interdire les logiciels et les matériels chinois et russes dans les véhicules connectés et autonomes sur le sol américain. Le secteur technologique était soutenu par les bons résultats de l'entreprise de puces de mémoire Micron et des commentaires positifs sur la demande pour ses puces dédiées à l'intelligence artificielle. Alors que l'autre entreprise phare de l'intelligence artificielle, Super Micro, était fortement pénalisée par les investisseurs après l'enquête par le département américain de la justice pour manipulation comptable. L'énergie reculait, affectée par des rumeurs selon lesquelles l'Arabie Saoudite s'apprêterait à augmenter sa production de pétrole afin de regagner des parts de marché. Côté sociétés, le candidat à la présidentielle Trump menaçait le spécialiste des machines agricoles Deere de droits de douane de 200% s'il confirmait son projet de délocaliser une partie de sa production américaine vers le Mexique.

### Le Focus de la semaine : La chaude actualité asiatique et ses impacts boursiers

L'Asie a été marquée par deux informations majeures cette semaine. La première concerne le train de mesures sans précédent annoncé par la Chine dans l'objectif d'apporter un large soutien à son économie. La seconde concerne l'élection d'un nouveau premier ministre au Japon.

En ce qui concerne les mesures de soutien chinoises, notons que ces dernières se déploient sur plusieurs axes. Monétaire dans un premier temps, via notamment des baisses concomitantes de taux de réserve obligatoire, de taux de facilité à moyen terme et du principal taux directeur de la PBoC. Ces annonces sont couplées à une volonté forte de soutien au secteur immobilier, à travers la réduction des taux sur les prêts hypothécaires et la baisse du montant de l'apport personnel pour l'acquisition d'une résidence secondaire. Deux autres axes de soutien ont été évoqués par les responsables chinois, notamment un assouplissement budgétaire d'envergure et la possibilité d'émettre des obligations souveraines pour financer ces dépenses. Dernier point évoqué : le soutien aux marchés financiers. Ce dernier se fera via des facilités de « swaps » avec la banque centrale, permettant aux institutions financières d'acheter des actions, ainsi qu'un mécanisme de prêts pour permettre aux entreprises et actionnaires de racheter des titres. Toutes ces mesures s'inscrivent dans un calendrier qui est tout sauf hasardeux, quelques jours après l'amorce d'un cycle de baisse de taux de la Réserve fédérale américaine, permettant à la PBoC d'enclencher un assouplissement sans faire dériver le Yuan. Alors qu'il y a encore une semaine les marchés chinois affichaient les pires performances depuis le début de l'année, les investisseurs n'ont pas attendu les précisions chiffrées et officielles de ces mesures pour se repositionner massivement... quitte à être déçus dans un second temps sur les effets de diffusion de ces mesures (notamment le redressement du secteur immobilier et la dynamique de la consommation domestique). Pour le moment, il semble que certains points de comparaison avec le Japon des années 90 soient encore d'actualité.

Un Japon dont on connaît enfin le nom du nouveau premier ministre : M. Ishiba. Convaincu de la nécessité d'une politique monétaire moins accommodante, notamment face à la dépréciation de la devise, cet ancien ministre de la Défense se montrerait plutôt en faveur d'une taxation plus importante du capital (entreprises ou particuliers) et d'un réarmement du Japon via des hausses de dépenses militaires. Une fois de plus, il s'agira de naviguer dans un environnement où la visibilité se réduit, les politiques économiques et monétaires pouvant opérer des virages brutaux, exigeant de l'anticipation et de l'agilité dans nos investissements.



**Kenn Gagnon**

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	27/09/24	J-7	28/06/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 738	5 703	5 460	4 770	4 300	0,6	5,1	20,3	33,5	0,6	0,9	19,0	26,3
Etats-Unis - Dow Jones	42 313	42 063	39 119	37 690	33 666	0,6	8,2	12,3	25,7	0,6	3,8	11,0	19,0
Etats-Unis - Nasdaq	18 120	17 948	17 733	15 011	13 201	1,0	2,2	20,7	37,3	1,0	-1,9	19,4	29,9
Japon Nikkei 300	590	568	600	500	497	3,9	-1,7	18,0	18,8	5,1	6,7	15,7	18,0
Corée du Sud KOSPI	2 650	2 593	2 798	2 614	2 465	2,2	-5,3	1,4	7,5	4,1	-4,4	-0,8	4,8
Chine - Shanghai	3 088	2 737	2 967	2 975	3 110	12,8	4,0	3,8	-0,7	13,3	3,4	4,0	-2,3
Hong Kong Hang Seng	20 632	17 444	17 719	17 047	17 373	18,3	16,4	21,0	18,8	18,5	12,3	20,2	13,2
Marchés Emergents - MSCI	1 175	1 106	1 086	1 024	944	6,2	8,1	14,7	24,4	6,2	3,8	13,5	17,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

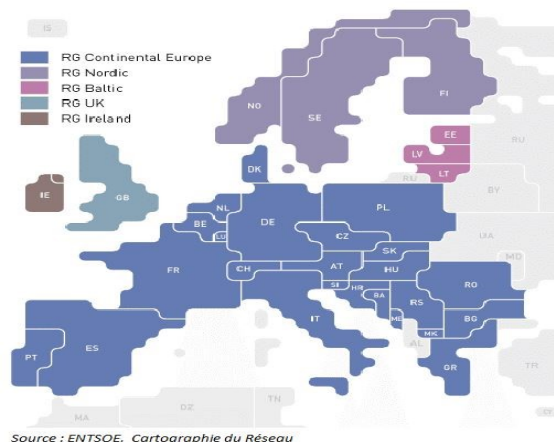
## Le regard de l'analyste

### Pourquoi les interconnexions sont un enjeu clé pour l'Europe?

La transition électrique en Europe s'accélère. Cependant, elle ne peut se résumer à l'installation de toujours plus de panneaux solaires et d'éoliennes. Au cœur de cette transition se trouve le réseau de transport Européen. Fait d'ingénierie notable, il connecte 600 millions d'Européens répartis sur 32 pays. Sa gouvernance est fondée sur un partenariat international de 40 gestionnaires de réseau rassemblés sous « l'ENTSO-E », l'organe en charge d'assurer la sécurité, la fiabilité et le bon fonctionnement du système électrique européen. Pour ce faire, il établit des normes techniques, coordonne les opérations du réseau, et garantit une diffusion transparente des données fondamentales du système. Ses choix influencent directement comment et à quel coût l'Europe atteindra ses objectifs de souveraineté énergétique.

A fin 2023, 1 074 gigawatts de capacité étaient connectés au réseau de transport d'électricité Européen. Ce sont toutefois les interconnexions transfrontalières (93 gigawatts à fin 2023, dont ~9 gigawatts en France), qui constituent la véritable colonne vertébrale du système. Elles assurent le couplage de l'ensemble des réseaux électriques nationaux et permettent le fonctionnement d'un marché commun de l'électricité. La mutualisation des moyens de production favorise la participation des centrales les plus performantes, contient la volatilité

prix, et facilite la couverture de la demande à un moindre coût. De plus, une Europe mieux connectée permet de tirer parti des emplacements optimaux et d'exploiter au mieux le potentiel des renouvelables. Pour les investisseurs, la garantie de pouvoir écouler leur production sur des marchés nationaux et internationaux favorise les investissements dans de nouvelles capacités de production. Enfin, le système de transport électrique s'inscrit pleinement dans l'identité du projet Européen, conjuguant sécurisation des approvisionnements, indépendance énergétique et entraide internationale.



### Une trajectoire ambitieuse...

Dans le cadre du plan décennal de développement du réseau (TYNDP), l'ENTSO-E fournit tous les deux ans un panorama des interconnexions attendues. À ce jour, c'est 23 gigawatts de nouvelles lignes transfrontalières qui sont en cours de construction ou en phase de développement avancé. Ces jonctions qui rentreront en service d'ici à fin 2025 porteront la capacité totale des interconnexions européennes à 116 gigawatts.

Sur la seconde moitié de la décennie (2025-2030), l'ENTSO-E propose plusieurs vues prospectives intégrant l'évolution des besoins du réseau, rationnel économique et temps industriel (En Europe, il faut compter en moyenne 8-9 ans de réalisation par projet d'interconnexion). Pour accompagner le développement du système, le scénario central retient un renforcement des interconnexions de 64 gigawatts, soit une augmentation de 55 % par rapport au réseau de 2025. Ces investissements, nécessaires pour rattraper les retards accumulés, nécessitent un effort financier de 2 milliards d'euros par an. Parmi les besoins prioritaires, l'ENTSO-E identifie notamment la jonction du Royaume-Uni avec l'Europe Continentale, et celles situées à la frontière franco-allemande et espagnole.

### ...toujours en deçà des besoins...

Dans cette perspective qui porterait les capacités d'interconnexion du réseau 2030 à 180 gigawatts, l'organe supranationale chiffre plusieurs retombées. Comparativement à un scénario où aucun investissement n'est réalisé post-2025, c'est une économie de 5 milliards d'euros par an qui serait réalisée sur les coûts de génération, avec un moindre recours au gaz (9 TWh/an en moins) et une meilleure distribution qui diminueraient les émissions de CO<sub>2</sub> de 14 millions de tonnes par an. À l'inverse, l'étude pointe qu'une perte de 18 TWh/a de production renouvelable subsisterait (contre 35 TWh/a dans un scénario sans investissement), compte tenu des goulots d'étranglements sur la sortie des productions allemande, espagnole et irlandaise.

### ...sauf rebond politique?

A mesure que le rôle crucial des interconnexions devient de plus en plus apparent, les développements sur le front réglementaire s'accroissent. L'Europe qui s'est fixée une cible d'interconnexion de 15% d'ici à 2030 (chaque pays devant être en capacité d'exporter 15% de sa production nationale au-delà de ses frontières) a récemment prolongé, une série de mesure visant à accélérer et simplifier l'octroi de permis relatifs aux infrastructures renouvelables. De plus, si la crise russo-ukrainienne a été un catalyseur débouchant sur la création de nouveaux plans supranationaux au service du réseau, à l'instar de REPowerEU, elle fut également une occasion de démontrer la résilience et la solidarité rendues possibles par un système pan-européen, aucun pays n'ayant choisi de se retirer de ce dernier. Si cette dynamique politique venait à trouver un écho suffisamment important à l'échelle de chaque pays membre, la planification étatique pourrait prioriser le développement des corridors d'interconnexions les plus critiques. En comblant ainsi l'écart anticipé par l'ENTSO-E, l'Europe pourrait dès la sortie de la prochaine décennie s'être dotée d'un système aux multiples avantages, tout en ayant renforcé son unité face à l'incertitude géopolitique et l'insécurité énergétique. Ces évolutions, qui s'intègrent dans la tendance plus globale de régionalisation du monde, constituent l'un des principaux axes d'analyse de nos Perspectives Economiques et Financières.

Félix Laroche

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

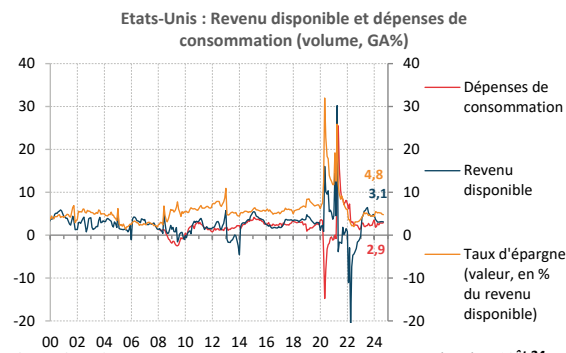
## États-Unis

« En dépit d'un marché du travail moins robuste, la consommation reste bien orientée »

**Les dépenses de consommation ont maintenu une tendance favorable en août** (+0,1% en glissement mensuel en volume, après +0,4%) et s'affichent en croissance de 2,9% en glissement annuel. Si les achats de biens ont stagné, pénalisés par les véhicules (-1,8%) et les carburants (-1%), les dépenses en services restent bien orientées (+0,2%), notamment dans les loisirs (+1,3%). Le revenu disponible des ménages progresse également de 0,1% sur le mois et le taux d'épargne s'établit à 4,8% du revenu disponible. **L'épargne des ménages a été révisée en nette hausse à l'occasion de la mise à jour annuelle des comptes économiques de la nation** publiée le 26 septembre. Le *Bureau of Economic Analysis* (BEA) y rend compte d'un revenu personnel plus élevé, notamment un meilleur revenu salarial. Cette réévaluation entraîne une trajectoire plus élevée du taux d'épargne, qui affichait ces derniers mois une faiblesse préoccupante pour la pérennité de la dynamique de consommation. Ainsi le taux d'épargne s'est finalement établi à 5,2% du revenu disponible au deuxième trimestre 2024 contre 3,3% avant révision. Bien qu'encore relativement bas, ce niveau d'épargne rassure quelque peu quant à la capacité des ménages à maintenir leur niveau de consommation, ce qui participerait à la poursuite de l'atterrissage en douceur de l'économie américaine. Concernant l'inflation, l'indice

des prix des dépenses personnelles de consommation n'a progressé que de 0,1% sur le mois, et affiche un croissance annuelle en modération à 2,2%. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) progresse également de 0,1% sur le mois et se stabilise à 2,7% en rythme annuel, suggérant une poursuite de la modération des pressions inflationnistes.

La confiance du consommateur du Conference Board s'est dégradée en septembre, reflet d'une baisse marquée de l'appréciation de la situation présente (-10 points), mais aussi des perspectives (-5 points). **Par ailleurs, l'évaluation de la situation sur le marché du travail indique une tendance négative.** L'indicateur *Labor Differential*, soit la différence entre la part des personnes qui estiment qu'il est facile ou difficile d'obtenir un emploi, a été révisé en baisse pour le mois d'août et a poursuivi sa dégradation en septembre à 12,6%. Cet indicateur était à plus de 30% au T1 et à 33% en 2019 avant la crise pandémique. Pour autant, les données en dur d'allocation chômage demeurent sur des niveaux faibles : les nouvelles demandes ont reflué à 218 000 pour la semaine du 21 septembre, au plus bas depuis le mois de mai. Cette faiblesse suggère qu'à ce stade, les entreprises limitent les embauches mais ne procèdent pas à des licenciements massifs. Par ailleurs, **la période est marquée par la résurgence de mouvements de grève d'importance sur fond de revendications salariales.** Chez Boeing, la proposition de la direction comprenant notamment 30% d'augmentation des salaires sur 4 ans et une prime de 6000\$ a été jugée insuffisante par les syndicats. Dans le transport maritime, près de 45 000 dockers du syndicat ILA, dont le contrat de travail avec le groupe d'employeurs *United States Maritime Alliance* (USMX) expire le 30 septembre, sont sur le point d'entrer en grève le 1er octobre, en raison de l'absence d'accord sur les salaires et sur les projets d'automatisation. Une telle grève affecterait 36 ports de la côte est et du Golfe du Mexique américain, qui voient transiter près de 40% du commerce extérieur américain. Au-delà de l'impact des



Etats-Unis : Revenu disponible et dépenses de consommation (volume, GA%)  
Sources : Covea Finance, BEA  
L'épargne personnelle est la différence entre revenu personnel disponible (Revenu personnel - Impôts sur le revenu et cotisations sociales) et les dépenses personnelles (dépenses de consommation, paiements d'intérêts et transferts courants). Définition différente de la FED qui considère l'identité Epargne Investissement.  
Dernier point : août 24

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Ventes logements neufs <small>Milliers d'unités</small>	août-24	716	751	637	666
Conf. des consommateurs - Conference Board	sept.-24	98,7	105,6	104,5	105,4
Revenu disponible	août-24	3,1	3,2	-5,6	5,1
Dépenses de consommation	août-24	2,9	2,8	3,0	2,5

\*Du 23/09/2024 au 29/09/2024 Sources : Refinitiv, Covea Finance

revendications salariales, une grève de longue durée perturberait fortement les chaînes d'approvisionnement et pourrait raviver les pressions haussières sur les prix.

Les indicateurs PMI de septembre font toujours part d'une dichotomie marquée entre un secteur manufacturier à la peine et une activité dans les services toujours solide. L'indice PMI manufacturier se dégrade à 47 (47,9 en août), tandis que l'indice PMI services s'établit à 55,4 (55,7 en août). L'indice PMI global est ainsi à peu près stable à 54,6 points, un niveau qui renvoie à une activité robuste.

Sur le plan politique, Donald Trump a annoncé lors d'un rassemblement en Pennsylvanie, l'un des Etats décisifs pour l'élection, qu'il imposerait des droits de douane de 200 % sur les produits fabriqués au Mexique qui étaient auparavant fabriqués aux États-Unis. Il ciblait en particulier le constructeur d'engins agricoles John Deere qui a récemment annoncé délocaliser la production de certains modèles au Mexique. Plus largement, **Donald Trump a présenté cette semaine sa vision d'un nouvel industrialisme américain, consistant à attirer les entreprises étrangères aux États-Unis.** A cette fin, il entend manier à la fois les baisses d'impôt pour les entreprises qui produisent aux États-Unis et les hausses de tarifs douaniers. L'objectif proclamé par le candidat républicain est de « voler les emplois des autres pays », ce qui éclaire sans ambages l'évolution des relations à laquelle les partenaires commerciaux des États-Unis, dont l'Europe, doivent se préparer en cas de victoire de Donald Trump. De même, Kamala Harris a tenu un discours portant sur son programme économique. **Un programme s'inscrivant dans la continuité de celui de Joe Biden, qui vise à soutenir l'industrie manufacturière nationale par le biais d'une forte intervention fédérale.** Mme Harris a proposé un nouveau crédit d'impôt qui doit permettre d'investir dans des domaines de pointe tels que la biotechnologie et la production aérospatiale, et renforcer les industries traditionnelles telles que la sidérurgie. Ce crédit d'impôt coûterait 100 Mds\$ sur une décennie et serait financé en mettant en œuvre l'accord mondial sur l'impôt minimum sur les sociétés conclu en 2021, qui pour le moment est resté bloqué au Congrès. Cet accord permettrait d'augmenter les impôts sur les revenus étrangers des entreprises américaines.

A quelques jours du début de la nouvelle année fiscale (1<sup>er</sup> octobre), **la Chambre des Représentants puis le Sénat ont finalement voté un budget provisoire permettant de prolonger le financement de l'Etat fédéral jusqu'au 20 décembre 2024.** La fin d'année sera donc chargée pour le Congrès sur le plan budgétaire puisqu'au-delà du vote d'une nouvelle prolongation du budget passé la date du 20 décembre, Républicains et Démocrates devront également se mettre d'accord pour relever le plafond de la dette. Celui-ci est en effet suspendu actuellement mais rentrera de nouveau en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2025.

Le sud-est du pays a été touché par l'Ouragan Hélène, faisant près d'une centaine de victimes et occasionnant des dégâts très importants en Floride, Caroline du Sud, Caroline du Nord et Géorgie. Ces deux derniers Etats étant clés pour l'élection présidentielle de novembre, la vitesse de réaction des autorités pour secourir les zones sinistrées y sera examinée avec attention.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

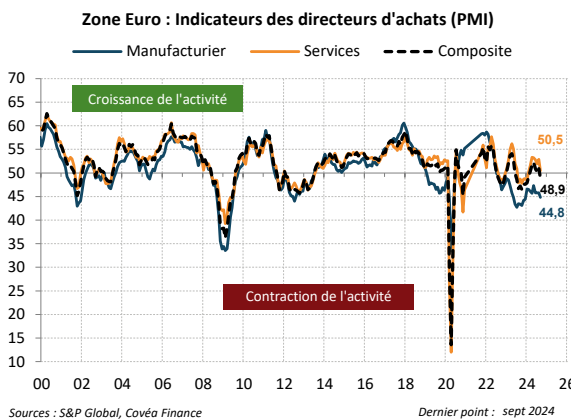


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« En zone euro, l'activité s'est contractée en septembre »

**Le PMI composite d'activité de la zone euro a rechuté en septembre** (-2,1 points en un mois, à 48,9). Le PMI manufacturier a perdu un point, à 44,8, alors que l'indicateur d'activité dans les services a chuté de 2,4 points, pour s'établir juste au-dessus des 50 points, à 50,5. La baisse de ce dernier reflète notamment la chute enregistrée en France, correction de sa forte hausse d'août avec la réussite des Jeux Olympiques. Le communiqué de presse de S&P Global met aussi en avant la dégradation supplémentaire de la conjoncture économique allemande, ce qu'a confirmé la nouvelle baisse de l'indice IFO de climat des affaires en Allemagne. Globalement, la baisse de la demande se serait amplifiée, avec en particulier une contraction plus importante des nouvelles commandes étrangères, et, malgré une activité toujours faible, les carnets de commandes continuent à se dégrader. Dans ce contexte, et alors que les sondés se montrent peu optimistes sur les perspectives à court terme, les destructions d'emplois se sont amplifiées dans le secteur manufacturier, alors que l'augmentation des effectifs perd de la vigueur dans les services. Les prix des intrants des entreprises sont signalés à la baisse, et leur progression devient moins vive dans les services. Par conséquent, les prix de vente de biens manufacturés sont indiqués à la baisse tandis que les tarifs des services progresseraient moins vite qu'auparavant.



**Dans la zone euro, la croissance de la masse monétaire, M3, a atteint 2,9% sur un an en août**, sa progression la plus forte depuis janvier 2023. Malgré sa progression par rapport au mois précédent, l'agrégat le plus étroit (M1) reste en baisse par rapport au même mois un an auparavant. Mais son recul est le moins important depuis janvier 2023 également. Le redressement de la croissance des agrégats monétaires continue à se nourrir du succès des dépôts à terme de moins de deux ans, mais aussi du regain de succès des OPCVM monétaires. A l'actif des banques, ce mouvement correspond notamment à la poursuite du redressement de la distribution de crédits aux agents privés, dont les entreprises et les ménages. Les progressions de ces concours restent toutefois très faibles, avec des croissances sur un an de respectivement 0,8% pour les crédits aux premières et de 0,4% pour les seconds. En ce qui concerne les ménages, si le financement de la consommation reste le plus dynamique, la tendance au redressement des prêts immobiliers se confirme.

Klaas Knot, gouverneur de la Banque centrale des Pays-Bas, attend que la baisse des taux directeurs se poursuive prochainement, et notamment au premier semestre 2025. Il justifie ses attentes par le fait que les banquiers centraux européens sont de plus en plus convaincus que le retour à l'objectif de 2% d'inflation est en vue. Il ajoute qu'il ne s'attend pas à un retour des taux directeurs à leur très faible niveau d'avant la pandémie, mais qu'ils se rapprochent du « taux naturel », qu'il estime entre 2 et 3%.

**En France, l'indice des prix à la consommation a reculé de 1,2% en séquentiel au mois de septembre, provoquant une chute du taux d'inflation, revenu à 1,2% sur un an.** L'INSEE explique que le mouvement particulièrement brusque observé par rapport au mois précédent s'explique notamment par le cumul de trois éléments : mouvement saisonnier de baisse des prix des transports (en particulier aérien) et des services hébergements ; baisse marquée des prix de l'énergie et retour à la normale de certains tarifs après les Jeux Olympiques et Paralympiques (transports parisiens, locations saisonnières, hôtellerie/restaurations). Autant d'éléments qui expliquent le net ralentissement affiché par les prix des services, en hausse de 2,5% sur un an contre +3,0% en août. La variation des contributions des composantes énergie et services à la progression annuelle de l'indice explique les 5/6 de la diminution de l'inflation entre août et septembre. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH, aux normes européennes) a aussi reculé de 1,2% sur le mois et voit sa progression sur un an revenir à 1,5% contre 2,2% en août.

Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : sept 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	PMI Services	Indice sept.-24	50,5	52,9	52,1	51,2
	PMI Manuf.	Indice sept.-24	44,8	45,8	52,1	45,0
	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA% août-24	0,8	0,6	6,4	0,5
AL	PMI Services	Indice sept.-24	50,6	51,2	51,1	51,6
	PMI Manuf.	Indice sept.-24	40,3	42,4	51,8	42,6
	IFO - Climat des affaires	Indice sept.-24	85,4	86,6	90,4	88,9
FR	PMI Services	Indice sept.-24	48,3	55,0	53,7	48,8
	PMI Manuf.	Indice sept.-24	44,0	43,9	51,8	45,5
	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA% août-24	0,0	-0,7	-2,3	-1,6
ES	Ventes au détail	Vol, CVS, GA% août-24	2,1	1,3	0,9	3,0
RU	PMI Services	Indice sept.-24	52,8	53,7	53,7	52,0
	PMI Manuf.	Indice sept.-24	51,5	52,5	51,6	46,4

\*Du 23/09/2024 au 29/09/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

explique les 5/6 de la diminution de l'inflation entre août et septembre. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH, aux normes européennes) a aussi reculé de 1,2% sur le mois et voit sa progression sur un an revenir à 1,5% contre 2,2% en août.

**En Espagne, l'inflation a aussi nettement reculé en septembre.** Mesurée par l'IPCH, elle est revenue de 2,4% en août à 1,7% en septembre. L'indice national des prix affiche pour sa part une progression de 1,5%, contre +2,3% le mois précédent. Hors alimentation et énergie, sa hausse revient de 2,7% à 2,4%.

**Devant les députés de la commission des finances de l'Assemblée nationale, le ministre du budget a indiqué que le déficit des administrations publiques de la France risque de dépasser 6% du PIB cette année.** Il considère qu'un redressement des comptes publics passant simultanément par la baisse des dépenses publiques et l'augmentation des prélèvements ne fonctionnera pas. Il proposera par conséquent une trajectoire centrée « d'abord et prioritairement » sur des réductions de dépenses. Le Projet de Loi de Finance 2025 sera présenté le 9 octobre, soit huit jours après le calendrier implicite de la Loi organique relative aux lois de finance. Par ailleurs, le ministre de l'économie et des finances a indiqué que la Commission européenne a octroyé un délai supplémentaire pour présenter la trajectoire de dépenses structurelles permettant de corriger la situation financière du pays, jusqu'au 31 octobre.

**Au Royaume-Uni, la croissance de l'activité ralentit en septembre.** Le PMI composite s'inscrit au-dessus du seuil des 50 pour le 11<sup>ème</sup> mois consécutif à 52,9, une légère baisse par rapport au mois d'août (53,8). La dynamique de croissance demeure tirée par le secteur des services (PMI services à 52,8, -0,9 point) même si l'activité dans l'industrie reste bien orientée (PMI manufacturier à 51,5, -1,0 point). Le ralentissement de la croissance, rapportée par l'enquête PMI, est cohérent avec les projections de la BoE (+0,3% de croissance trimestrielle aux troisième et quatrième trimestres, après une croissance plus dynamique au premier semestre). Par ailleurs, l'enquête signale que les incertitudes qui entourent le futur budget (qui sera présenté fin octobre) ont pesé sur la confiance des entreprises. Dans le secteur manufacturier, les entreprises interrogées ont mis en pause certains projets d'investissement, dans l'attente d'éventuelles nouvelles mesures fiscales.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



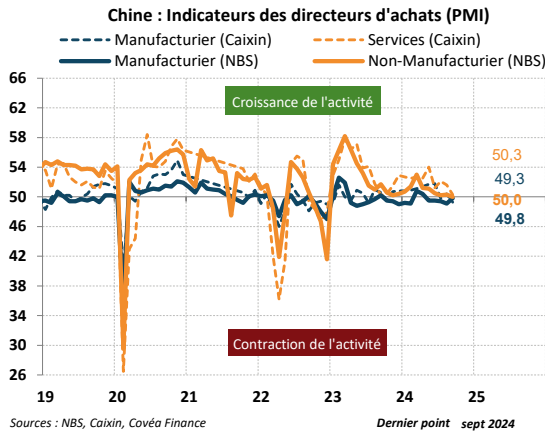
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Shigeru Ishiba va succéder à Fumio Kishida au poste de Premier ministre »

**Au Japon, les membres du Parti libéral-démocrate (PLD) ont désigné Shigeru Ishiba pour prendre la tête du parti et, ainsi, succéder à Fumio Kishida au poste de Premier ministre.** Riche d'une longue expérience politique l'ayant notamment amené à occuper le poste de ministre de la Défense, S. Ishiba (67 ans), s'était déjà porté candidat à la présidence du parti à quatre reprises par le passé. Après être arrivé en deuxième position d'un premier tour où aucun des neuf candidats n'avait obtenu de majorité absolue, il s'est imposé à l'issue d'un deuxième tour (215 à 194 votes) contre Sanae Takaichi, l'actuelle ministre de la Sécurité économique, qui était en faveur de politiques économiques beaucoup plus accommodantes. S. Ichida devrait être officiellement désigné Premier ministre mardi prochain, après un vote au Parlement qui devrait être une formalité, le PLD disposant de la majorité absolue. Bien que s'inscrivant dans la continuité de F. Kishida sur le plan politique dans ses déclarations des dernières semaines, S. Ichiba a adopté par le passé un ton critique vis-à-vis des politiques

budgétaires et monétaires très expansionnistes du Japon. Il a notamment souligné les externalités négatives du maintien de taux d'intérêt très faibles, de la dépréciation du Yen et des baisses d'impôts, qui, selon lui, créent un environnement trop confortable pour les entreprises, les incitant peu à réaliser des efforts supplémentaires pour augmenter leur valeur ajoutée. Il s'est déclaré favorable à une taxation plus importante sur les revenus du capital financier et à une mise à contribution supplémentaire des entreprises qui en ont la capacité. Par ailleurs, il a indiqué qu'il chercherait à supprimer le paragraphe de la Constitution japonaise qui renonce au droit du Japon à faire la guerre et est favorable au renforcement de dépenses militaires et à des mesures pour lutter contre le déclin démographique. Selon plusieurs articles de presse, le nouveau Premier ministre pourrait dissoudre le Parlement dans les prochaines semaines pour chercher à renforcer la légitimité de son futur gouvernement auprès de la population, notamment après que l'image du PLD ait été lourdement entachée par plusieurs scandales au cours des dernières années (détournements de fonds publics, liens avec une organisation religieuse à caractère sectaire).



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point sept 2024

**Concernant l'activité, l'industrie japonaise se dégrade en août, probablement affectée par les aléas climatiques.** La production industrielle a reculé de 3,3% en glissement mensuel sur le mois, reflétant en partie l'arrêt temporaire de la production dans certaines usines en lien avec le typhon Shanshan qui a frappé l'archipel fin août. Cette contraction prononcée de l'activité pourrait également signaler la modération de l'économie mondiale et, ainsi, de la demande extérieure adressée au Japon, qui constituait un des points d'alerte du Gouverneur Ueda lors de sa dernière conférence de presse. Ce déclin est principalement marqué dans l'automobile alors que la production de semi-conducteurs, qui a bénéficié d'augmentations des capacités de production sur les derniers mois, continue d'afficher une croissance robuste de 10,2% en glissement mensuel.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
JP	PMI Services	Indice	sept.-24	53,9	53,7	50,4	53,5
	PMI Manuf.	Indice	sept.-24	49,6	49,8	52,1	49,0
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	août-24	2,8	2,7	2,6	5,6
	Prod. Industrielle	Val, CVS, GA%	août-24	-3,3	-0,4	0,0	-1,4
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	sept.-24	50,0	50,3	49,1	53,2
	PMI Manufacturier	Indice	sept.-24	49,8	49,1	49,1	49,9

\*Du 23/09/2024 au 29/09/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Toutefois, la consommation reste dynamique au Japon.** Les ventes au détail ont progressé de 0,8% en glissement mensuel en septembre et semblent donc avoir été peu affectées par les aléas climatiques et sismiques. Les ventes de vêtements et dans l'alimentation ont été particulièrement vigoureuses alors que les ventes d'automobiles et d'appareils ménagers ont été mal orientées.

**En septembre, l'enquête PMI fait encore état d'une économie japonaise à deux vitesses, entre faiblesse de l'industrie manufacturière et vigueur des services.** L'indice PMI manufacturier reste en zone de contraction en septembre, à 49,6, soit un léger recul par rapport à août (49,8). Le détail des sous-composantes révèle, en effet, un affaiblissement de la demande extérieure sur le mois, notamment en lien avec l'appréciation du Yen qui semble également s'être répercutée à la hausse sur les prix des intrants. En revanche, le secteur des services reste très solide avec un indice PMI à 53,9, après 53,7 en août, indiquant une forte expansion de l'activité.

**En Chine, l'enquête PMI du NBS indique une stagnation de l'activité en septembre.** L'indice manufacturier s'améliore quelque peu, passant de 49,1 à 49,8, mais reste en zone de contraction pour un 5ème mois consécutif. Le PMI services décline quelque peu à 49,9 (50,3 en août) alors qu'il progresse marginalement dans la construction à 50,7 (50,6 en août). En revanche, l'enquête manufacturière de Caixin, dont l'échantillon comporte une part plus importante d'entreprises exportatrices que celui de l'enquête NBS, rapporte un retournement marqué de l'indice PMI à 49,3 après 50,5 en août, ce qui pourrait signaler un déclin de la demande extérieure adressée à la Chine que rapporte également les détails de l'enquête du NBS. Le PMI services de Caixin rapporte également un recul prononcé à 50,3, contre 51,6 en août, et se rapproche ainsi du PMI services du NBS.

**En Australie, la Banque centrale (RBA) maintient le statu quo.** Les banquiers centraux ont maintenu le taux directeur inchangé à 4,35% et ont conservé un biais restrictif dans leur communication, en contraste avec la plupart des autres grandes banques centrales. La priorité reste le retour de l'inflation à la cible dans un contexte où le marché du travail demeure vigoureux. Les banquiers centraux ont souligné le rôle de pressions temporaires dans la modération de l'inflation, notamment en lien avec des soutiens du gouvernement. Lors de la conférence de presse, la gouverneure a indiqué que la possibilité d'une nouvelle hausse de taux n'avait pas été explicitement considérée lors de la réunion, ce qui constitue une évolution moins restrictive de la communication par rapport aux dernières réunions. Elle a toutefois réitéré que le comité n'envisageait toujours pas de baisse de taux à court terme et qu'il se tenait prêt à ajuster la politique si l'inflation ne baissait pas en ligne avec ses attentes.

Louis Martin

Economiste Zone Asie





# Suivi Macroéconomique

## Focus : Les autorités chinoises annoncent des soutiens massifs à l'économie

Après plusieurs mois de dégradation des données d'activité, mettant en péril la réalisation de l'objectif de croissance annuelle (« environ 5% »), les autorités sont intervenues cette semaine avec des annonces de soutiens monétaires substantiels qui devraient être suivies par d'importantes politiques budgétaires expansionnistes. Les autorités cherchent ainsi à enclencher un redressement significatif de la confiance des agents privés et, ainsi, de l'activité à quelques jours du début de la « golden week » (congés du 1er au 7 octobre), une période où la consommation des ménages est particulièrement élevée.

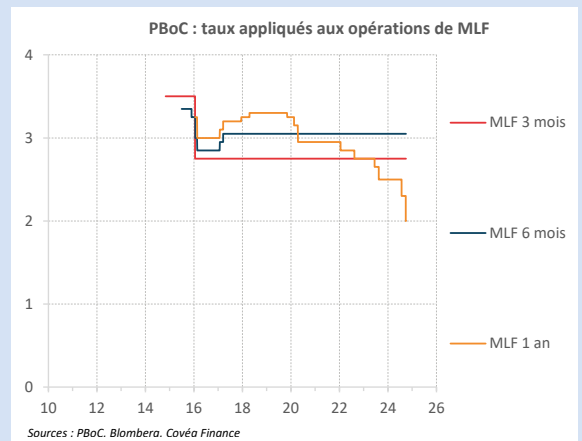
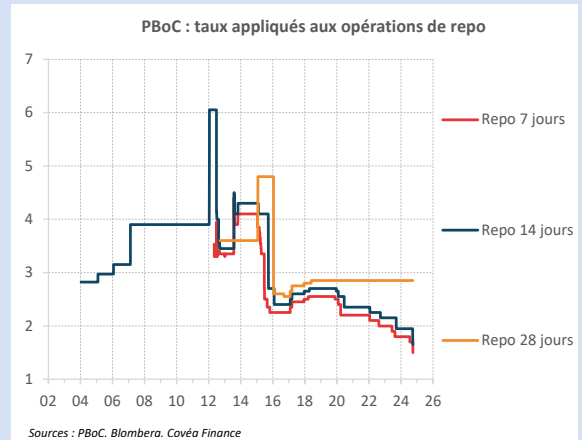
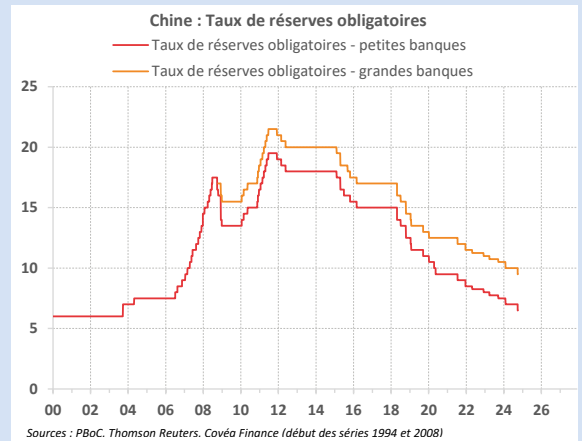
A l'occasion d'une conférence de presse tenue le 24 septembre, le Gouverneur de la Banque populaire de Chine (PBoC), le ministre de l'Administration nationale de régulation financière et le président de la Commission de régulation des valeurs mobilières ont annoncé **une série de mesures de soutien très significatif à l'économie, en rupture avec les annonces monétaires bien plus modestes des dernières années.**

Les autorités ont annoncé d'importantes baisses de taux directeur, dont en particulier :

- **Une réduction de 50 points de base (pb) du ratio de réserves obligatoires (RRR) des banques qui atteint 6,6% en moyenne.** Le gouverneur Pan a indiqué que la PBoC envisageait d'abaisser à nouveau ce ratio de 25 ou 50 pb d'ici la fin de l'année.
- **Une baisse de 20 pb du principal taux directeur, le taux reverse repo à 7 jours, à 1,5%.** Ce taux avait déjà été baissé de 10 points en juillet dernier.
- **Une baisse de 30 pb du taux de la MLF (Medium lending facility) qui fournit des liquidités à 1 an aux institutions financières.**
- Le gouverneur a également indiqué que la PBoC envisageait une baisse de 20 à 25 pb de ses taux Loan prime rate (LPR), à 1 an et 5 ans, qui sont les taux les plus préférentiels que peuvent proposer les banques à leurs clients, ainsi qu'une baisse similaire du taux dépôt.

Le secteur de l'immobilier, dont la détérioration sur les quatre dernières années demeure le principal frein à l'activité chinoise, a bénéficié de mesures ciblées :

- **Une baisse de 10 points de base du ratio d'acompte pour les résidences secondaires,** le faisant ainsi passer de 25% à 15%, soit le même ratio que pour les primo-accédants.
- Un assouplissement des conditions d'accès pour les banques au mécanisme de financement de 300 Mds RMB (42,6 Mds\$), annoncé en mai dernier, pour soutenir les entreprises publiques locales dans leurs achats de logements neufs achevés mais invendus pour en faire des logements sociaux. Désormais, les financements de ce dispositif pourront porter sur 100% du principal des prêts liés à ces acquisitions, contre 60% auparavant.
- Notons que la baisse du LPR à 5 ans envisagé par la PBoC, évoquée plus haut, devrait contribuer à soutenir la demande immobilière dans la mesure où il s'agit du taux de référence pour les prêts hypothécaires.
- Les mesures de soutien financier au secteur immobilier du « plan en 16 points » annoncé le 11 novembre 2022 (cf. Suivi Hebdomadaire du 14 novembre 2022), pour une durée initiale de 6 mois, avant d'être prolongées jusqu'à fin 2024, ont été à nouveau prolongées jusqu'à fin 2026.
- En outre, la mesure annoncée en janvier 2024 permettant aux promoteurs immobiliers d'utiliser des prêts bancaires garantis par leurs propriétés commerciales pour payer le service de leur dette, qui devait arriver à échéance fin 2024, sera également prolongée jusqu'à fin 2026.
- **La PBoC a annoncé qu'elle guiderait les banques pour qu'elles procèdent à une réduction d'environ 50 pb des taux sur les encours de prêts hypothécaires,** ce qui ramènerait ces derniers à un niveau proche de celui des taux sur les nouveaux prêts hypothécaires. Selon la Banque centrale, cela devrait bénéficier à environ 50 millions d'individus à travers une réduction totale des versements d'intérêts estimés à 150 Mds RMB par an (21,3 Mds\$). Il ne s'agit pas d'un soutien direct au secteur immobilier mais cette mesure devrait favorablement affecter la confiance des nombreux agents chinois endettés.



# Suivi Macroéconomique

- Le gouverneur Pan a indiqué que, dans l'ensemble, ces mesures devraient avoir un effet « neutre » sur la rentabilité des banques. Il estime en effet que les taux payés et appliqués par les banques baisseront de concert. Néanmoins, selon la presse, les autorités envisageraient un soutien supplémentaire aux banques via un renforcement de leurs capitaux propres.

Pour la première fois, la PBoC a également annoncé la création de mécanismes « structurels » de soutien au marché actions :

- Une facilité de swap de 500 Mds de RMB (71 Mds\$) permettant aux sociétés financières non bancaires et aux assurances d'accéder à des financements collatéralisés pour acheter des actions.**
- Un mécanisme de prêt de 300 Mds de RMB (43 Mds\$) pour « guider » les banques à apporter des financements aux entreprises cotées et aux principaux actionnaires pour racheter des actions et augmenter leur participation.** Toutes les entreprises cotées y seront éligibles, qu'elles soient publiques, privées ou à propriété mixte.
- Le gouverneur de la PBoC a également indiqué que la PBoC envisageait la création d'un fonds de stabilisation des actions.

Dans l'ensemble, ces soutiens monétaires sont beaucoup plus importants que ceux annoncés ces dernières années. **Les banquiers centraux chinois semblent avoir estimé que l'amorce du cycle de baisse de taux de la Réserve fédérale américaine quelques jours plus tôt leur conférerait des marges de manœuvre supplémentaires pour assouplir la politique monétaire, à travers une réduction de l'exposition au risque de dépréciation du Renminbi.** En outre, le gouverneur de la PBoC a souligné le poids croissant des transactions internationales réalisées en devise domestique, ce qui contribue également à réduire l'exposition de l'économie au taux de change.

**Ces soutiens monétaires vont être complétés par un assouplissement budgétaire important, mais qui n'a pas encore été détaillé par les autorités.** Le gouverneur de la PBoC a ouvert la porte à ce type de mesure en indiquant que les niveaux faibles des taux souverains chinois créaient un environnement propice à la mise en place de politiques budgétaires proactives. Quelques jours plus tard, le politburo – l'organe décisionnel du Parti communiste chinois – a effectivement indiqué, à l'issue d'une réunion économique exceptionnelle (ce type de réunion ne s'était jamais tenu en septembre auparavant), que seront annoncés des soutiens supplémentaires afin d'atteindre l'objectif de croissance annuelle. Les dirigeants se sont engagés à émettre des obligations souveraines afin de financer une meilleure mise en œuvre du « rôle moteur de l'investissement public ». Le politburo a également annoncé un renforcement de l'intensité contracyclique des ajustements budgétaires et monétaires » et a fixé un objectif explicite de « stopper le déclin du marché immobilier ». Il s'est également engagé à soutenir le marché action et les entreprises en difficulté ainsi qu'à renforcer la consommation et l'emploi. Face aux difficultés financières des autorités locales (la dégradation du secteur immobilier affecte lourdement leurs recettes via la baisse des ventes de terrain), un renforcement du soutien budgétaire pourrait passer par l'annonce d'un budget rectificatif, comme l'an passé (fin octobre 2023). D'après un article de Reuters, les financements supplémentaires mobilisés par les autorités pourraient atteindre 2 000 Mds RMB (284 Mds\$) et une partie de ces fonds pourrait être utilisée pour soutenir directement la consommation des ménages et réaliser des transferts sociaux. Des mesures significatives dans ce sens constitueraient un changement majeur dans la conduite de la politique budgétaire chinoise qui privilégie traditionnellement des politiques de l'offre, tels que des investissements en infrastructures et soutiens aux secteurs stratégiques.

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.