



## SOMMAIRE

### Conjoncture

- L'inflation PCE est tirée par l'augmentation des prix des services
- Le marché du travail demeure robuste

### Politiques macroéconomiques

- La Fed annonce une quatrième hausse consécutive de 75 points de base de ses taux directeurs

### Services financiers

- La SEC propose de durcir les règles de liquidité des fonds ouverts
- La SEC renforce les exigences de transparence sur les votes par procuration des fonds

### Situation des marchés

### Brèves

## CONJONCTURE

### L'inflation PCE est tirée par l'augmentation des prix des services

Selon le *Bureau of Economic Analysis* (BEA), l'[indice](#) des prix des dépenses de consommation (*Personal Consumption Expenditure*, PCE) a progressé de +0,3 % en septembre et sa composante sous-jacente (hors alimentation et énergie) de +0,5 % (au même rythme que le mois précédent). Sur douze mois glissants, l'inflation PCE s'est stabilisée à +6,2 % mais sa composante sous-jacente a augmenté à +5,1 % après +4,9 % en août.

L'indice des prix des biens a continué de reculer en septembre (-0,1 % après -0,3 % en août et -0,4 % en juillet) tandis que celui des services est resté dynamique (+0,6 % en septembre et en août). En glissement annuel, l'inflation des biens a reculé à +8,1 % (après +8,6 % en août) alors que celle des services a progressé à +5,3 % (après +5,0 %). L'inflation, tirée par l'augmentation du

prix des biens au cours de 2021 et début 2022, est désormais tirée par celle des services.

Malgré une inflation qui persiste à des niveaux élevés, la consommation demeure résiliente avec une progression de +0,6 % en septembre (au même rythme que le mois précédent). Toutefois, les revenus disponibles ont progressé moins vite, à +0,4 % (après +0,5 % en août) et le taux d'épargne a continué de diminuer (3,1 % après 3,4 %).

### Le marché du travail demeure robuste

Selon la [publication](#) JOLTS du *Bureau of Labor Statistics* (BLS), le nombre d'ouvertures de postes vacants a progressé en septembre à 10,7 millions (+437 000) tiré par l'hébergement et la restauration (+215 000), les soins de santé et l'assistance sociale (+115 000) et le transport (+111 000). En revanche, le nombre d'ouvertures de postes vacants a diminué dans le commerce

de gros (-104 000) et dans la finance et les assurances (-83 000).

Les démissions ont légèrement reculé à 4,1 millions en septembre après 4,2 millions en août, tirées par la construction (-56 000), le

transport (-35 000) et l'industrie manufacturière des biens durables (-28 000).

Cette publication vient nuancer le recul marqué des ouvertures de postes vacants du mois précédent, et souligne la robustesse du marché du travail.

## POLITIQUES MACROECONOMIQUES

### La Fed annonce une quatrième hausse consécutive de 75 points de base de ses taux directeurs

La réunion du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) des 1<sup>er</sup> et 2 novembre s'est [conclue](#) sur un quatrième relèvement de la fourchette-cible des taux *fed funds* de 75 points de base (pb), la portant à [3,75 % – 4,0 %]. Cette décision a été prise à l'unanimité.

Dans son propos liminaire, Jerome Powell, président de la Fed, a indiqué que la Fed devrait poursuivre le resserrement de sa politique monétaire jusqu'à atteindre un niveau considéré comme « suffisamment restrictif ». Une fois atteint, la Fed pourrait ralentir le rythme du resserrement et évaluer les effets cumulés des hausses précédentes. Il a insisté sur le fait que le risque d'une sous-réaction, qui pourrait conduire à l'installation d'un régime d'inflation élevée, demeurerait plus important que celui d'une surréaction.

Lors de la conférence de presse, le président de la Fed a été principalement interrogé sur le rythme et l'ampleur du resserrement ainsi que sur ses effets sur l'économie. (i) J. Powell a écarté l'hypothèse d'une pause dans la hausse des taux directeurs, tout en indiquant qu'elle ralentirait naturellement à l'approche du taux *fed funds* terminal. Celui-ci serait en revanche plus élevé que le niveau indiqué dans la projection de septembre 2022, compte tenu de l'évolution de l'inflation et du marché du travail. (ii) Quant au délai de transmission des hausses précédentes vers l'économie réelle, J. Powell a indiqué qu'il n'était pas en mesure de l'estimer du fait d'une grande incertitude, mais qu'il observait déjà le durcissement des conditions financières qui s'est traduit par une légère correction sur le marché de l'immobilier. Enfin, interrogé sur la possibilité d'un atterrissage en douceur (*soft landing*), J. Powell a répondu qu'il était toujours possible même si sa probabilité a diminué.

## SERVICES FINANCIERS

### La SEC propose de durcir les règles de liquidité des fonds ouverts

La *Securities and Exchange Commission* (SEC), le régulateur des marchés financiers, a [publié](#) le 2 novembre une proposition de règle renforçant les exigences de liquidité des fonds ouverts. La règle s'appliquerait aux fonds de gestion collective ouverts (*open-end mutual funds*) et, pour certaines dispositions, aux fonds cotés (*exchange traded funds* – ETF). La règle ne s'applique pas aux fonds monétaires, dont les règles de liquidité font l'objet d'une réforme distincte engagée en décembre 2021.

La liquidité des fonds ouverts avait déjà été évoquée par le *Treasury*, la Fed et la SEC comme une source de vulnérabilité du système financier américain, notamment à la suite de la forte perturbation des marchés en mars 2020.

Les mesures proposées par la SEC visent, à la lumière de cet épisode, à renforcer la résilience des fonds, à limiter l'impact des périodes de tension sur les porteurs de parts et à améliorer la transparence sur la gestion de leur liquidité.

Quatre mesures sont proposées : (i) une nouvelle classification des actifs selon leur degré de

liquidité, assortie d'une exigence de détention d'actifs très liquides (actifs pouvant être liquidés en moins de 3 jours sans impact significatif sur leur valeur de marché); (ii) la mise en place d'un mécanisme d'ajustement des prix (*swing pricing*) en cas de décollecte nette (rachats supérieurs aux souscriptions) ou de forte collecte nette (souscriptions nettement supérieures aux rachats); (iii) une gestion plus stricte de l'heure limite de passation des ordres de souscription-rachat et (iv) de nouvelles règles de transparence concernant la liquidité des fonds.

La proposition de règle a été adoptée par la SEC à 3 voix contre 2, les commissaires républicains Hester Pierce et Mark Uyeda ayant manifesté leur opposition. L'*Investment Company Institute* (ICI), qui représente les intérêts de la gestion d'actifs, a vivement [critiqué](#) le projet de réforme.

La règle est mise en consultation pour une période de 2 mois. La réforme prévoit une entrée en vigueur différée d'un à deux ans selon les mesures proposées (un an pour la classification des actifs, le minimum d'actifs très liquides et les exigences de transparence; deux ans pour le *swing pricing* et les horaires de clôture).

### La SEC renforce les exigences de transparence sur les votes par procuration des fonds

Le 2 novembre, la SEC a [adopté](#) une règle renforçant les exigences de transparence applicables aux *proxy votes* (exercice des droits de votes rattachés aux titres de leur portefeuille)

des investisseurs institutionnels au sein des assemblées d'actionnaires.

En premier lieu, la proposition vise à standardiser les informations publiées par les fonds d'investissement. Le formulaire annuel de déclaration des *proxy votes* (*Form N-PX*) complété par les fonds devra désormais contenir des informations détaillées sur chaque vote, présentées sous forme de données standardisées lisibles par un système informatique et classés selon une typologie de 14 catégories de votes, afin de faciliter la compréhension des investisseurs et l'accessibilité à des informations dont le format était jugé trop hétérogène. Les fonds d'investissement devront également détailler l'influence de leur activité de prêt et d'emprunt de titres sur les votes exprimés.

En second lieu, la proposition exigerait des gérants d'actifs institutionnels (ensemble des acteurs qui achètent des titres financiers pour leur propre compte ou des tiers) qu'ils rendent publics, via le *Form N-PX*, les votes exprimés s'agissant de décisions relatives à la rémunération des dirigeants des sociétés de leurs portefeuilles (*say-on-pay*). Cette disposition avait été prévue par le *Dodd-Frank Act* de 2010.

Cette règle a été adoptée par la commission avec une majorité de 3 commissaires contre 2. Les commissaires républicains Hester Peirce et Mark Uyeda ont dénoncé le coût du respect de ces règles pour les fonds, et la complexité de la catégorisation par type de vote, qu'ils jugent nécessairement subjective.

## SITUATION DES MARCHES

Sur la semaine écoulée (vendredi à jeudi), l'indice S&P 500 (500 plus grandes capitalisations boursières aux États-Unis) a reculé de -2,3 % (-22,5 % depuis le début d'année), à 3 720, le Nasdaq de -4% (-35 %) et le Dow Jones de -1 % (-12,5 %). Ce recul s'explique principalement par un discours de la Fed plus *hawkish* lors de la conférence de presse du FOMC (en faveur de la poursuite du resserrement et de la lutte contre l'inflation) qu'anticipé par les marchés. À la date

du 3 novembre, 72 % des sociétés du S&P 500 avaient publié leurs résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre 2022. 61 % d'entre elles ont publié un résultat net supérieur aux attentes des analystes (contre 74 % en moyenne lors des quatre derniers trimestres).

Les rendements des obligations d'État américaines (*Treasuries*) à 2 ans et à 10 ans ont progressé sur 5 jours, à respectivement 4,7 % (+0,4 point) et 4,1 % (+0,2 point) sur fond de remontée des taux directeurs.

## BREVES

- Les indices PMI (*Purchasing Managers Index*) publiés par l'*Institute for Supply Management* (ISM) ont reculé en octobre à 50,2 (après 50,9 en septembre) pour l'[industrie](#), et à 54,4 (après 56,7) pour les [services](#), atteignant tous les deux leur plus bas niveau depuis mai 2020. Ce recul s'explique principalement par le ralentissement de la demande : dans l'industrie, le carnet de commandes (45,3) et les nouvelles commandes (49,2) évoluent en « zone de contraction » (inférieur à 50). Dans les services, ces composantes se dégradent en évolution mensuelle (52,2 et 56,5, respectivement), même si elles restent encore en « zone d'expansion » (supérieures à 50).
- Le 1<sup>er</sup> novembre, le *Financial Crimes Enforcement Network* (FinCEN), organe du *Treasury* chargé de la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, a [publié](#) un rapport périodique sur la menace liée aux rançongiciels (*ransomware*) pour l'économie américaine, couvrant l'année 2021. Le rapport souligne le coût et le nombre croissant des incidents liés aux ransomware : en 2021, 1 251 incidents ont été rapportés au FinCEN en application du *Bank Secrecy Act*, pour un coût cumulé de 886 M USD, contre respectivement 602 incidents et un coût de 527 M USD pour l'année 2020. Le rapport note par ailleurs que 75 % des attaques rapportées sur la seconde moitié de l'année 2021 étaient liées à la Russie.
- Selon le [communiqué](#) du Comité consultatif d'emprunt du *Treasury* (*Treasury Borrowing Advisory Committee – TBAC*), aucune décision n'a été prise quant au programme de rachats (*buybacks*). D'après les résultats de la consultation, les *primary dealers* se sont montrés favorables aux rachats qui permettraient d'améliorer la liquidité et la gestion de la trésorerie et de la maturité des *Treasuries*. Ils ont demandé que les rachats soient effectués de manière prévisible, régulière et transparente en détaillant les objectifs et les modalités d'implémentation.
- L'administration Biden-Harris a [annoncé](#) le 2 novembre des mesures visant à baisser le coût de l'énergie. En particulier, le paquet comprend : l'aide au paiement de la facture énergétique (4,5 Md USD) à travers le programme d'assistance énergétique des logements des ménages à bas revenus (*Low Income Home Energy Assistance Program*) ainsi que le soutien aux travaux de rénovation permettant d'améliorer l'efficacité énergétique des logements (9 Md USD).
- Le 18 octobre, le *State Treasurer* de l'État du Missouri a [annoncé](#) le retrait, par le système de pension des employés de l'État (MOSERS) de près de 500 M USD d'investissements placés dans les fonds gérés par la société BlackRock. Le communiqué dénonce la priorisation d'un agenda ESG par le gestionnaire d'actifs, au détriment du retour sur investissement et de sa responsabilité fiduciaire.

La direction générale du Trésor est présente dans plus de 100 pays à travers ses Services économiques.  
Pour en savoir plus sur ses missions et ses implantations : [www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international](http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-international)