

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

10 octobre 2022

La guerre des Mondes

L'Europe cherche à faire bloc à travers le lancement allégorique de la Communauté Politique Européenne (CPE). A l'initiative de l'Union européenne, cette nouvelle communauté (étymologiquement, un groupe social qui a des intérêts communs) s'inscrit à la fois dans les multiples alliances qui jalonnent l'histoire du continent, mais aussi dans cette nouvelle ère de remise en cause de la mondialisation et d'affrontement entre 2 blocs menés respectivement par les Etats-Unis et la Chine. Alors que le monde est moins coopératif comme nous le dépeignons dans nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) depuis plusieurs années, la CPE a pour ambition de tisser un nouveau réseau de coopérations et de dialogues intergouvernementaux en matière de sécurité militaire, énergétique ou alimentaire. Autant de secteurs stratégiques qui font l'objet de déclinaisons financières ciblées dans nos portefeuilles.

La Communauté Politique Européenne renvoie par ailleurs en miroir à d'autres initiatives régionales semblables de l'autre côté Indo-Pacifique, où s'organise l'autre bloc, de plus en plus hermétique au monde occidental. C'est dans cette zone que l'Inde, devenue la 5ème économie en termes de PIB (3530Mds\$) devant son ancien colonisateur (3380Mds\$), le Royaume-Uni, mais avec une population 20 fois supérieure, développe son modèle de croissance et d'alliances diplomatiques. Elle n'a pas condamné le Russie lors des votes à l'ONU. Pour cause, les 4/5 de son matériel militaire sont russes et elle est son 2ème acheteur de pétrole, à des prix avantageux au regard des contrats internationaux ce qui lui permet de tempérer la hausse des prix des carburants (elle est le 3ème consommateur de brut au monde et importe 85% de ses besoins). Une Inde qui soutient aussi la Russie comme participant, à ses côtés, à la désoccidentalisation de l'ordre du monde mais qui ne souhaite pas, pour autant, abandonner toute la direction du bloc Pacifique à sa rivale chinoise.

Cette dernière initiative européenne apparaît bien comme symptomatique de cet affrontement entre 2 mondes au sein desquels les tissus d'alliances se densifient au prix d'un risque de communauté de destin.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

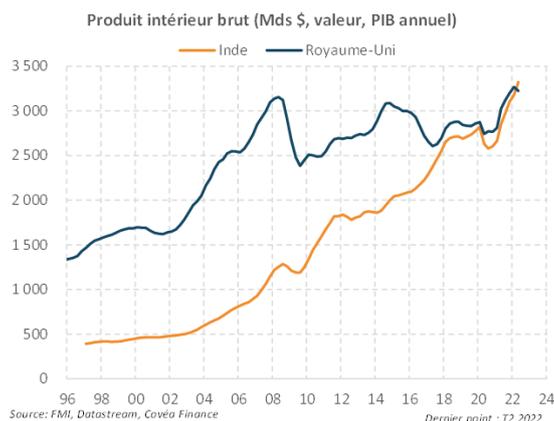
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« ...tisser un nouveau réseau de coopérations... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	07/10/22	22/06/22	T-12 mois	22/06/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	0,974	1,057	1,155	-7,8	-15,7
€ / £	0,879	0,862	0,848	2,0	3,6
€ / Yen	141,59	143,99	128,94	-1,7	9,8
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	98	112	82	-12,4	19,5
Indice CRB*	559	612	560	-8,6	-0,2
Prix de l'once d'Or	1 701	1 834	1 758	-7,3	-3,3
Prix de la tonne de cuivre	7 458	8 773	9 280	-15,0	-19,6
Indice Baltic Dry**	1 961	2 349	5 650	-16,5	-65,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 923	4 222	2 869	-54,5	- 33

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 :

Sur les marchés obligataires, les taux souverains évoluent en deux temps. Le mouvement de baisse de taux se poursuit en début de semaine. La publication de l'ISM manufacturier et la décision de la Banque Centrale d'Australie (RBA) alimentent la thèse d'un ralentissement de l'action des banques centrales. Mais le mouvement s'inverse en milieu de semaine en raison d'indicateurs économiques favorables en termes d'emplois aux Etats-Unis ainsi que des interventions publiques de banquiers centraux, notamment américains. Finalement, les taux souverains sont en hausse sur la semaine de 10 à 20 pb en Europe, de 5 pb aux Etats-Unis et de 13 pb au Royaume Uni, sur la référence à 10 ans.

Plusieurs publications de banques centrales étaient attendues cette semaine :

- La BoE : Ses achats d'obligations se limitent à seulement 3.7 Mds£ au cours de la 1^{ère} semaine d'intervention, contre une capacité d'intervention de 5 Mds£ par jour. La publication de l'information s'est traduite par une remontée des taux à 30 ans, de 3.9% mercredi à 4.3% vendredi.
- La publication des données d'août et septembre en matière de réinvestissement du PEPP* par la BCE. Le solde est négatif sur l'Allemagne pour 2 Mds€, positif sur la France pour 2.8 Mds€ et neutre sur les pays périphériques. Le spread BTP/Bund** fluctue cette semaine entre 230 pb et 250 pb.

Coté crédit, les primes de risque se resserrent de 3 pb sur la catégorie Investissement à 222 pb et 20 pb sur le Haut rendement à 609 pb. Sur la semaine, le marché primaire a retrouvé une dynamique en termes de volume, avec 7.5 Mds€ émis.

Le Focus de la semaine : Le marché européen du crédit catégorie Haut rendement

Le marché européen du Haut rendement offre un taux de rendement moyen de 8.77%, en progression de 571 pb, pour une maturité moyenne de 4 ans. Cette hausse du rendement est le reflet de la persistance de pressions inflationnistes élevées, renforcées par le conflit en Ukraine, et du durcissement de ton des banques centrales. Il se traduit par une remontée des taux d'intérêt et un écartement des primes de risque. Depuis le début de l'année, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a progressé de 243 pb, à 1.89%. Les primes de risque s'écartent de 313 pb, à 631 pb, en suivant un mouvement en trois temps. Après un premier mouvement d'écartement sur les 2 premiers mois de l'année de 171 pb, le marché opère une consolidation de 107 pb à la faveur des résultats des entreprises. Puis un second mouvement de hausse d'une ampleur de 294 pb s'opère à partir de début avril à début juillet sur fond d'ajustement de politique monétaire (réduction des programmes d'achats d'actifs entre autre) et d'accroissement du risque de récession. Après une nouvelle baisse de 147 pb, les primes de risque repartent à la hausse de 103 pb, ne dépassant pas le point haut observé début juillet à 675 pb. Ce mouvement résulte de la confirmation de la détermination des banquiers centraux à lutter contre l'inflation, et ce au détriment de la croissance. Toutefois, le pic de début juillet n'a pour l'heure pas été revu contrairement au marché européen du crédit de catégorie investissement. Dans ce contexte tendu, marqué par une volatilité élevée, le volume des émissions sur la période est en baisse de 82% à 19 Mds€. Le marché se caractérise par une grande disparité. En effet, certains rares émetteurs profitent de leurs surplus de liquidités pour effectuer des opérations de rachats de dettes, améliorant leurs échéanciers et leurs résultats nets. Mais d'autres commencent à rencontrer des difficultés à se refinancer, comme Metalcorp Group (noté B chez S&P). Cette société minière a annoncé reporter le remboursement d'une obligation de 71 M€ (montant restant en circulation), une décision motivée par une augmentation des besoins en fonds de roulement et des difficultés à obtenir une ligne de crédit prévue pour compléter ce remboursement. Le groupe avait pourtant publié de bons résultats semestriels et disposait d'une trésorerie, à fin juin, de 70 M€. Metalcorp propose à ses créanciers d'étendre la maturité de l'obligation d'un an et d'augmenter son coupon de 7% à 8.5% avec la possibilité de remboursement par anticipation. Néanmoins, ceci constitue un événement de crédit, entraînant une déclassification en Défaut sélectif par l'agence de notation S&P. Cette pratique reste inhabituelle mais pourrait être utilisée de nouveau par d'autres émetteurs .

*PEPP : Programme de politique monétaire de type non conventionnel lancé par la Banque centrale européenne en mars 2020 afin de lutter contre la crise économique liée à la pandémie de Covid-19.

**BTP/Bund : écart de rendement entre les taux à 10 ans italien et allemand.

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	07/10/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	3,25	3,25	1,75	0,25	0,25	0,00	⇒	1,50	↑	3,00	↑
BCE - Taux Repo	1,25	1,25	0,00	0,00	0,00	0,00	⇒	1,25	↑	1,25	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	0,75	0,75	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	⇒	1,25	↑	1,25	↑
Banque d'Angleterre	2,25	2,25	1,25	0,25	0,10	0,00	⇒	1,00	↑	2,00	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,88	3,83	3,16	1,51	1,57	5	↑	73	↑	237	↑
Allemagne	2,19	2,11	1,64	-0,18	-0,19	9	↑	56	↑	237	↑
France	2,80	2,72	2,18	0,20	0,16	8	↑	62	↑	260	↑
Italie	4,71	4,52	3,55	1,17	0,86	19	↑	116	↑	353	↑
Royaume-Uni	4,24	4,09	2,50	0,97	1,08	15	↑	174	↑	327	↑
Japon	0,25	0,24	0,25	0,07	0,07	1	↑	1	↑	18	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	131,9	134,7	111,5	47,8	51,0	-2,8	↓	20,4	↑	84,2	↑
Indice Itraxx Crossover	636,0	641,2	552,3	241,7	258,8	-5,2	↓	83,7	↑	394,3	↑

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

Analyse de l'évolution des marchés

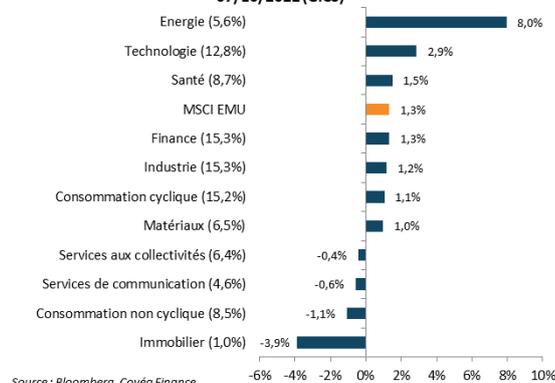
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine passée a été globalement haussière pour les marchés actions européens. En effet, le MSCI EMU (dividendes non réinvestis) a progressé de près de 1.3%, avec des hausses particulièrement marquées lundi et mardi, sur fond de baisse des taux d'intérêt et d'importants rachats de positions vendeuses. La remontée des taux observée à partir de mercredi est venue casser la dynamique haussière du marché actions européen, sans toutefois effacer la totalité des gains engrangés en début de semaine. Dans ce contexte, c'est le secteur de l'énergie qui arrive en tête à +8%, une hausse alimentée par la remontée du prix du baril après les annonces faites lors du sommet de l'OPEP+. La technologie à +2.9% et la santé à +1.5% complètent le trio de tête. A l'inverse, ce sont les secteurs qui apparaissent comme les plus pénalisés par la poursuite de la hausse des taux d'intérêt qui baissent le plus à l'image de l'immobilier et de la consommation de base qui perdent respectivement -3.9 % et -1.1%.

Depuis le début de l'année, le MSCI EMU perd près de 23%. La hiérarchie sectorielle demeure identique à la semaine précédente, le seul secteur en hausse étant l'énergie à +13.1%, suivi par les services de communications (-13.6%) et la consommation de base (-17.5%), qui affichent tous deux des performances meilleures que l'indice. A l'autre bout du spectre, nous retrouvons encore une fois les secteurs qui souffrent dans un contexte de hausse des taux à savoir l'immobilier (-47.7%) et la technologie (-32.5%).

Performances sectorielles du MSCI EMU du 30/09/2022 au 07/10/2022 (GICS)



Le Focus de la semaine : Marchés actions – la nécessaire adaptation des acteurs de la chaîne du recyclage

Avec une production mondiale de déchets estimée à 2 milliards de tonnes en 2018 selon la Banque Mondiale, et un chiffre qui pourrait grimper à 3.4 milliards d'ici 2050 si rien n'est fait, nous comprenons aisément les enjeux qui existent autour du recyclage.

Deux leviers indispensables à une meilleure prise en considération de ces problématiques : le durcissement progressif de la réglementation ainsi que la pression toujours plus forte du consommateur. A titre d'exemple, l'Union Européenne, leader en matière de recyclage de ses déchets, a mis en place une directive européenne sur les plastiques à usage unique. En plus d'interdire la mise sur le marché de certains de ces produits, cette directive fixe un objectif de tri séparé des bouteilles en plastique (77% en 2025 et 90% à horizon 2030) ainsi qu'un minimum de matière recyclée dans les bouteilles en plastique (25% en 2025 et 30% d'ici 2030). Dans le cadre de nos travaux d'analyse de la chaîne de valeur de ce segment, nous observons tous les acteurs s'adapter à ce nouvel environnement, des sociétés d'emballages qui servent entre autres les acteurs de la grande consommation (nous en avons parlé spécifiquement dans un édito précédent) aux entreprises spécialisées dans la collecte, le tri et le recyclage de nos déchets. Favoriser une économie de plus en plus circulaire, en augmentant par exemple la part du contenu recyclé dans les produits, passera donc par une meilleure collecte, avec notamment des systèmes de consigne comme il en existe déjà pour les emballages de boissons, mais aussi par la sophistication des technologies de tri et la collaboration indispensable de tous les acteurs de cette chaîne. Les entreprises du secteur sont pour le moment souvent locales et non cotées, mais se développent. D'autres, de taille plus importante et cotées, sont déjà établies comme la société norvégienne Tomra Systems (leader mondial de la conception et de la fabrication de machines dédiées à la collecte, au tri et au recyclage) ou encore Véolia et Sécché Environnement en France (tous deux présents sur le segment du traitement et de la valorisation des déchets). Ces exemples illustrent la capacité d'adaptation des entreprises face à des changements structurels, deux thématiques que nous suivons particulièrement dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	07/10/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois		
MSCI EMU	119	117	124	154	147	1,3	↑	-4,2	↓	-23,0	↓
MSCI EMU Mid Cap	820	810	883	1094	1046	1,2	↑	-7,1	↓	-25,1	↓
MSCI EMU Small Cap	305	302	375	487	480	0,8	↑	-18,7	↓	-37,5	↓
MSCI Europe	132	130	136	162	152	1,0	↑	-3,0	↓	-18,5	↓
France CAC40	5 867	5 762	5 917	7 153	6 600	1,8	↑	-0,8	↓	-18,0	↓
Allemagne DAX30	5 019	4 954	5 378	6 696	6 444	1,3	↑	-6,7	↓	-25,0	↓
Italie MIB	20 902	20 649	21 789	27 445	25 992	1,2	↑	-4,1	↓	-23,8	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	6 991	6 894	7 089	7 385	7 078	1,4	↑	-1,4	↓	-5,3	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 958	7 856	8 227	8 787	8 343	1,3	↑	-3,3	↓	-9,4	↓

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, après un mois de baisse, les bourses asiatiques ont suivi le mouvement de hausse amorcé aux Etats-Unis.

L'Australie a été le marché le plus performant, grâce notamment à une forte progression des valeurs énergétiques directement liée à l'annonce de l'OPEP+ de baisser sa production de 2 Mln bbl/jour à partir de novembre prochain ; les compartiments des matières premières et des financières s'inscrivent aussi en nette surperformance. Au Japon, à l'exception des services aux collectivités, tous les secteurs de la cote ont bénéficié d'un rebond technique : les hausses les plus importantes ont été opérées par les compartiments cycliques (énergie, technologie, matériaux de base et industrie). La Corée du Sud, Hong-Kong et Taiwan ont bénéficié de la même tendance et de contributions sectorielles similaires. La Chine continentale, fermée toute la semaine en raison de la fête nationale, est restée à l'écart du mouvement ; on notera toutefois que deux sociétés chinoises ont été ajoutées à la liste d'exclusion de Washington en raison de leurs liens avec les militaires : DJI (fabricant de drones) et BGI Genomics (centre de recherche médical). Coté entreprises, la semaine a été marquée par l'annonce de Samsung Electronics d'une baisse de 32% (en glissement annuel) de ses résultats opérationnels au 3T22. Ce premier recul depuis 2019 reflète la détérioration marquée du marché des puces mémoires (hausse des inventaires et baisse des prix) suite à une baisse sensible de la demande finale dans les centres de données, les PC et les smartphones.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500, en repli de plus de 15% entre mi-août et fin septembre, a rebondi en début de semaine malgré les commentaires réitérés de plusieurs gouverneurs de la Réserve Fédérale en faveur d'une politique monétaire plus restrictive et un marché obligataire tendu (3,88% pour le bon du Trésor à 10 ans). En parallèle, les tensions géopolitiques restent vives tandis que le président américain s'inquiète de la nature réelle des menaces de recours aux armes nucléaires tactiques par la Russie.

Dans ce contexte, les compartiments de l'industrie et des matières premières ont fait mieux que l'indice général. Le secteur de l'énergie, porté par une remontée des prix du baril (cf. la baisse sensible des quotas de production par l'OPEP+), s'inscrit en hausse de 16,5%. A l'inverse, les valeurs de consommation ont été peu recherchées et les secteurs à fort dividende (services publics et immobilier) ont été très pénalisés par le niveau élevé des taux d'intérêt. Dans les domaines de la transition énergétique et de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, les annonces d'investissements dans la région de New-York ont été très significatives : \$500 Mln par Air Products & Chemicals dès 2023 (dans l'hydrogène vert), \$20 Mds par IBM (sur 10 ans, dans les semiconducteurs, l'intelligence artificielle et l'informatique quantique) et \$100 Mds par Micron (sur 20 ans, dans la plus grosse fonderie de semiconducteurs aux Etats-Unis).

Le Focus de la semaine : Les semi-conducteurs, un enjeu stratégique au cœur de la rivalité USA-Chine

Alors que va débuter le 20ème congrès du Parti communiste chinois, les Etats-Unis ont annoncé de nouvelles restrictions d'exportations vers la Chine de semi-conducteurs avancés (pour les super-ordinateurs et les applications d'intelligence artificielle) et d'équipements permettant leur fabrication. Ces restrictions qui interdisent aux citoyens ou entreprises américaines de soutenir directement ou indirectement une entreprise chinoise dans la fabrication de puces avancées s'appliquent également aux entreprises étrangères qui utilisent des technologies américaines. En parallèle, afin d'améliorer la compétitivité et de sécuriser les approvisionnements des entreprises américaines, le président Biden a signé la loi « CHIPS and Science Act » qui accorde \$52.7 Mds de subventions et d'avantages fiscaux (sur 5 ans) aux fabricants de puces basés aux États-Unis : \$39 Mds de subventions pour les sites de production et \$13 Mds pour la R&D assortis d'un crédit d'impôt à l'investissement de 25%. Au-delà de l'argument de sécurité nationale (empêcher l'utilisation des puces à des fins militaires, notamment dans le domaine de la reconnaissance d'images et le guidage de missiles), ce nouvel épisode de « la guerre des puces » est une illustration de la ferme volonté américaine d'entraver la montée en puissance et l'indépendance technologique de la Chine. Quelle que soit l'issue des élections de mi-mandat, les risques de nouvelles sanctions sont réels et devraient continuer d'entraîner des changements structurels et de préciser les priorités stratégiques des Etats-Unis.



Stéphane DARRASSE

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	10/10/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 640	3 678	3 760	4 766	4 391	-1,1 ↓	-3,2 ↓	-23,6 ↓	-17,1 ↓	0,2 ↑	5,4 ↑	-10,5 ↓	-1,2 ↓
Etats-Unis - Dow Jones	29 297	29 491	30 483	36 338	34 746	-0,7 ↓	-3,9 ↓	-19,4 ↓	-15,7 ↓	0,6 ↑	4,6 ↑	-5,5 ↓	0,5 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	10 652	10 815	11 053	15 645	14 580	-1,5 ↓	-3,6 ↓	-31,9 ↓	-26,9 ↓	-0,3 ↓	4,9 ↑	-20,2 ↓	-12,9 ↓
Japon Nikkei 300	402	387	393	420	411	3,9 ↑	2,4 ↑	-4,3 ↓	-2,1 ↓	4,6 ↑	4,5 ↑	-11,2 ↓	-9,9 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 233	2 155	2 343	2 993	2 956	3,6 ↑	-4,7 ↓	-25,4 ↓	-24,5 ↓	5,6 ↑	-6,6 ↓	-27,6 ↓	-25,0 ↓
Chine - Shanghai	2 974	3 024	3 267	3 640	3 592	-1,7 ↓	-9,0 ↓	-18,3 ↓	-17,2 ↓	-0,5 ↓	-6,6 ↓	-14,7 ↓	-10,8 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 250	17 080	21 008	23 398	24 838	1,0 ↑	-17,9 ↓	-26,3 ↓	-30,6 ↓	2,3 ↑	-10,6 ↓	-14,2 ↓	-17,9 ↓
Marchés Emergents - MSCI	898	876	994	1 232	1 257	2,5 ↑	-9,6 ↓	-27,1 ↓	-28,6 ↓	3,8 ↑	-1,6 ↓	-14,6 ↓	-14,9 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les grandes entreprises font face au risque de travail forcé dans leurs chaînes d'approvisionnement

Le 31 août dernier, un rapport de l'ONU est venu remettre en lumière la question du travail forcé dans les chaînes d'approvisionnement des grandes entreprises. Ce fléau a pris de l'ampleur ces dernières années. Selon les dernières estimations de l'Organisation internationale du Travail (OIT), 28 millions de personnes dans le monde sont soumises au travail forcé, soit une progression de 2,7 millions par rapport à 2016. Près d'un travailleur forcé sur huit est un enfant (soit 3,3 millions). 86 % des cas de travail forcé se produisent dans le secteur privé, le restant des cas (14 %) étant du travail forcé imposé par l'État.

Une prise de conscience grandissante des États et des citoyens a conduit à la mise en œuvre de mesures visant à empêcher l'importation de marchandises liées au travail forcé. **La Commission européenne a dévoilé en septembre un texte contre le travail forcé**, souhaitant interdire l'entrée sur le marché européen de produits fabriqués, en totalité ou en partie, par des « esclaves modernes », le règlement européen pouvant entrer en vigueur d'ici à la fin 2025. Aux États-Unis, une loi baptisée « loi sur la prévention du travail forcé des Ouïghours » (UFLPA) est officiellement entrée en vigueur en juin 2022.

Le travail forcé touche de nombreux secteurs de l'économie comme l'agriculture et l'agroalimentaire, la construction, l'industrie minière, l'industrie textile, l'industrie électronique, ou même le tourisme. Les entreprises, et surtout certaines grandes multinationales avec des chaînes d'approvisionnement réparties dans le monde entier, font face à des risques liés à l'utilisation de cette forme d'esclavage moderne.

L'industrie textile, et les chaînes de valeur qui lui sont associées, est particulièrement exposée à ces risques. La recherche de la production à bas coût a conduit de nombreuses multinationales dans le secteur de l'habillement à sous-traiter dans des pays où la surveillance réglementaire est faible augmentant ainsi les risques de présence de travail forcé dans leurs chaînes d'approvisionnement. L'industrie du coton est aussi exposée à ces risques. A titre d'exemple, la Chine produit 22% du coton mondial, dont 84% provient de la région du Xinjiang.

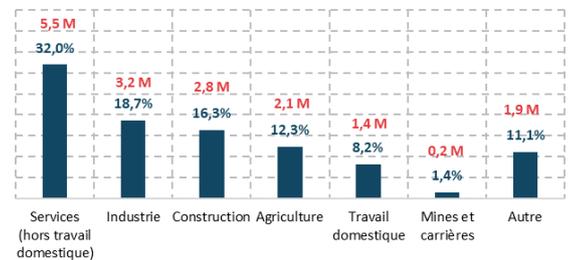
Dans l'agroalimentaire, des multinationales spécialisées dans la fabrication de confiseries ont dû dans le passé faire face à des plaintes collectives aux États-Unis pour leur recours au travail des enfants dans des plantations de cacao en Afrique de l'Ouest. Le secteur de la construction, quant à lui, a été l'objet de controverses liées au recours au travail forcé, par exemple au Qatar, dans le cadre de la Coupe du monde de football de 2022.

L'industrie électronique qui fournit des composants utilisés dans les téléphones mobiles, ordinateurs portables, tablettes et autres produits, est aussi confrontée à une menace croissante de travail forcé dans sa chaîne d'approvisionnement. 15 % à 20 % de l'extraction mondiale du tantale, un minerai communément utilisé dans l'électronique, provient de la République démocratique du Congo et de pays voisins, ces pays étant considérés à haut risque en matière de travail forcé et de conflits liés à l'extraction de ces minéraux.

Les entreprises avec des opérations internationales devront donc mesurer l'impact sur leurs activités de la nouvelle loi américaine et de la future loi européenne et faire un examen approfondi de leurs chaînes d'approvisionnement pour s'assurer qu'elles ne recourent pas au travail forcé. Certaines entreprises ont par ailleurs déjà pris des mesures. À titre d'exemple, depuis plusieurs années maintenant, Adidas a demandé à ses fournisseurs de ne pas s'approvisionner en coton provenant de régions du monde recourant au travail forcé. Nestlé et Hershey's, reconnaissant le problème du travail infantile dans la chaîne du cacao, ont développé des systèmes de contrôle et de remédiation du travail des enfants (en anglais « Child Labour Management Remediation System » ou CLMRS). Dans l'industrie électronique l'examen des chaînes d'approvisionnement sera plus difficile, ces chaînes étant très complexes, avec de multiples strates et des centaines de fournisseurs.

Pour réduire le recours au travail forcé dans le monde, les consommateurs, les gouvernements, les fournisseurs, et les investisseurs ont tous leur rôle à jouer.

Nombre et répartition de personnes en situation d'exploitation par le travail forcé par branche d'activité économique dans le monde



Source: Organisation internationale du travail, Covéa Finance.
Note: M = millions.

Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Des signaux d'accalmie affleurent, mais le marché du travail reste en tension »

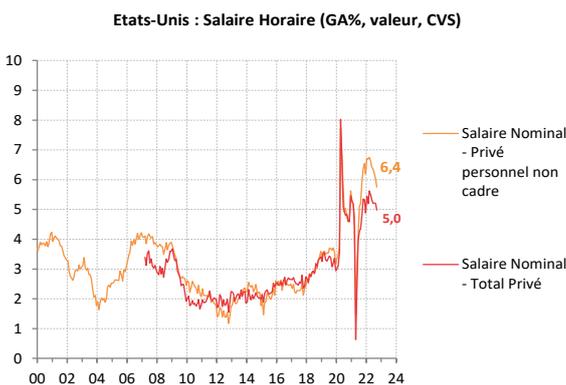
Le rythme des créations de postes est resté soutenu en septembre. L'économie américaine a enregistré 263 000 nouveaux postes sur le mois, ce qui représente une décélération par rapport à la moyenne des 3 derniers mois (382 000), mais témoigne d'un marché du travail toujours dynamique. Les embauches se sont concentrées dans le secteur des loisirs et tourisme (+83 000), ainsi que la santé et assistance sociale (+75 000). La construction continue de créer des emplois (+19 000) malgré le net freinage de l'activité dans le résidentiel, et le secteur manufacturier créé 22 000 postes. Le recul du taux de chômage sur le mois à 3,5% de la population active (3,7% en août) est en partie le reflet d'une baisse du taux de participation (62,3% après 62,4%). Concernant les rémunérations, le salaire horaire moyen progresse de 0,3% en glissement mensuel, un rythme stable, ce qui fait décélérer la croissance annuelle à 5%. **Ce rapport suggère que le marché du travail amorce une phase de détente mais que la demande de main d'œuvre est encore forte, ce qui devrait conforter la Réserve fédérale dans sa trajectoire de resserrement monétaire présentée en septembre (+125 points de base d'ici la fin d'année).**

Par ailleurs, le rapport JOLTS du mois d'août témoigne également d'un début de détente du marché du travail. Les offres d'emploi ont nettement reflué, passant de 11,17 millions à 10,05 millions, ce qui constitue la plus forte baisse depuis la crise du covid et un 4^{ème} mois de baisse sur les 5 derniers. La baisse touche particulièrement les secteurs de la santé, du commerce de détail, la finance et assurance et les autres services. Malgré ces développements, les déséquilibres restent marqués et la normalisation prendra du temps. Les licenciements restent sur des niveaux historiquement bas, tandis que les démissions bien qu'en retrait sur les derniers mois demeurent sur des niveaux élevés.

Les indicateurs d'enquête dans le secteur manufacturier décrivent une nette modération de l'activité à l'entrée du troisième trimestre.

En septembre, l'indicateur de climat des affaires ISM enregistre un nouveau recul pour atteindre, à 50,9, son plus bas niveau depuis la crise pandémique. Sur le mois, la composante production recule mais se maintient encore au-dessus du seuil des 50, en zone de stagnation. En revanche, les nouvelles commandes enregistrent une contraction, signe d'un affaiblissement de la demande. On note enfin un passage en négatif de la composante emploi. Du côté des tensions d'approvisionnement, les délais de livraisons poursuivent leur décélération, pour atteindre le plus bas niveau depuis le début de la pandémie, un développement qui peut illustrer à la fois un relâchement des contraintes d'offre mais aussi un affaiblissement de la demande. Enfin, du côté des prix, on note une poursuite du recul de la composante prix payés qui, tout en restant supérieure à 50, atteint son plus bas niveau depuis 2020.

Dans les services, l'enquête ISM est plus favorable. L'indice a très légèrement reflué en septembre, -0,2 point à 56,9, un niveau qui suggère une croissance encore solide de l'activité des services sur la fin du T3. Les sous-composantes nouvelles commandes et activité s'inscrivent en baisse mais



Sources : Covéa Finance, Datastream, BLS
Salaire horaire dans le secteur privé hors agriculture. Données entreprises

Dernier point sept 22

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Manuf.	Indice sept.-22	50,9	52,8	52,5	60,6
ISM Services	Indice sept.-22	56,7	56,9	54,3	62,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice sept.-22	51,7	52,5	54,0	83,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice sept.-22	47,1	51,3	54,0	64,3
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice sept.-22	52,4	55,1	61,6	72,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA% août-22	11,2	12,4	-7,3	13,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA% août-22	4,7	5,0	2,2	-3,6
Taux de chômage	% de la pop. active sept.-22	3,5	3,7	8,1	5,4
Créations nettes d'emplois	Milliers sept.-22	263	315	-774	562
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA% sept.-22	5,0	5,2	4,9	4,2
Importations	Val, NCVS, GA% août-22	15,7	14,3	-6,5	21,5
Exportations	Val, NCVS, GA% août-22	21,9	22,3	-13,2	22,8

*Du 03/10/2022 au 09/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

demeurent sur des niveaux robustes à respectivement 60,6 et 59,1 points. La sous-composante emploi progresse à 53 points, après 50,2 en août. La baisse des composantes délais de livraisons et prix payés (53,9 et 68,7) suggère une amélioration des difficultés d'approvisionnement. Par ailleurs l'indice PMI a été révisé en hausse à 49,3 en estimation finale, après 43,7 en août. L'écart demeure historiquement élevé entre ces deux indicateurs (voir Suivi Hebdomadaire du 12 septembre 2022).

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

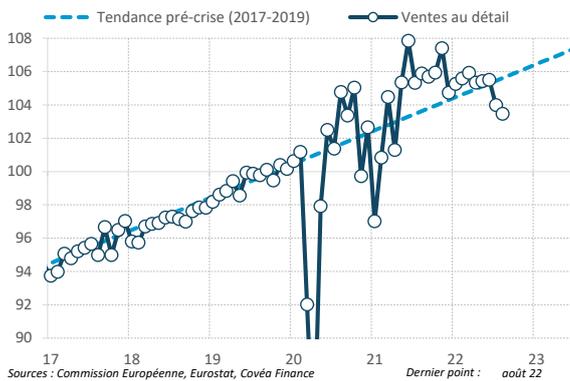
Europe

« La consommation de biens faiblit un peu plus en août »

La dynamique de la consommation de biens faiblit en août, alors que le volume des ventes au détail enregistre un second mois consécutif de recul (-0,3% sur le mois après -1,3% en juillet). La tendance baissière qui se dessine depuis plusieurs mois reflète à la fois l'érosion du pouvoir d'achat des ménages face à la hausse des prix mais aussi une rotation de la consommation des biens vers les services.

Toutefois, la capacité des services à soutenir l'économie au cours des mois à venir apparaît, au mieux, incertaine. En septembre, l'indicateur de climat des affaires PMI décrit ainsi une contraction de l'activité des services qui touche particulièrement l'Allemagne (indice à 45, sensiblement en-dessous du seuil des 50), l'Italie (48,) et l'Espagne (48,5). En France, le secteur se maintient en zone d'expansion (52,9) mais les perspectives à court terme restent toutes aussi négatives. Dans les quatre pays, l'enquête rapporte une baisse sensible des dépenses des consommateurs face à la hausse de l'inflation et au climat d'incertitude. Après plusieurs mois de modération, les attentes sur les prix repartent par ailleurs à la hausse.

Zone euro : Ventes au détail
(Volume, CVS, Indice 100 = T4 2019)



Les perspectives ne sont pas beaucoup plus engageantes dans le secteur manufacturier. En août, la production manufacturière allemande recule à nouveau (-0,1% relativement au mois précédent). Le renchérissement de l'énergie semble affecter l'industrie, ce qui se reflète notamment dans la contraction plus prononcée des secteurs les plus énergivores (-2,1% sur le mois), pétrochimie en tête. **En France, en revanche, la production manufacturière rebondit (+2,7% sur le mois),** avec une hausse généralisée mais plus prononcée dans l'automobile. Avec cette forte progression, l'acquis de croissance trimestriel est positif, ce qui devrait soutenir la croissance au troisième trimestre. L'horizon reste toutefois morne. L'estimation finale de l'indice PMI Manufacturier décrit une contraction de la production en septembre au sein des principaux pays.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Services	Indice sept.-22	48,8	49,8	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	48,4	49,6	48,6	60,2
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA% août-22	-1,8	-1,1	-0,9	5,1
AL	PMI Services	Indice sept.-22	45,0	47,7	44,6	53,1
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	47,8	49,1	49,1	61,6
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA% août-22	-4,3	-2,3	4,4	0,8
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA% août-22	2,9	-0,9	-9,5	4,6
FR	PMI Services	Indice sept.-22	52,9	51,2	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	47,7	50,6	47,8	56,7
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA% août-22	1,3	-1,2	-10,7	5,7
IT	PMI Services	Indice sept.-22	48,8	50,5	40,0	52,7
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	48,3	48,0	48,2	60,3
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA% août-22	-2,4	-0,1	-6,6	7,5
ES	PMI Services	Indice sept.-22	48,5	50,6	40,3	55,0
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	49,0	49,9	47,5	57,0
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA% août-22	5,5	5,5	-9,5	7,3

* Du 03/10/2022 au 09/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans ce contexte de hausse de prix des matières premières et d'affaiblissement de la demande mondiale, la Zone euro enregistre, pour la première fois depuis 2011, un déficit courant de 37 Mds€ au second trimestre 2022. Ce dernier illustre un affaissement de la balance des biens qui se poursuit d'ailleurs au troisième trimestre. La France comme l'Allemagne enregistrent une augmentation des importations plus importante que celle des exportations en août et voient leurs balances commerciales se détériorer.

Le plan budgétaire allemand a suscité d'assez fortes réactions au niveau européen, où on accuse Berlin de faire cavalier seul. Mario Draghi, encore Président du conseil, a ainsi déclaré que l'Europe ne devait pas se diviser en fonction de la marge de manœuvre des budgets nationaux. De son côté, le commissaire européen Thierry Breton craint que cette initiative ne conduise à des conditions de concurrence inéquitable. Les dirigeants d'Europe de l'Est vont plus loin, la Pologne accuse l'Allemagne de « détruire » le marché unique tandis que Viktor Orban dénonce une forme de « cannibalisme ». Ces pays craignent notamment que l'Allemagne, en subventionnant fortement ses entreprises, maintienne une consommation de gaz élevée et donc des pressions sur les prix.

Dans le compte rendu de la dernière réunion de politique monétaire, le conseil des gouverneurs reconnaît que l'inflation en Zone euro reste avant tout attribuable à des contraintes d'offre et aux prix de l'énergie alors que les pressions salariales demeurent contenues. Les gouverneurs notent toutefois une diffusion progressive des tensions sur les prix et soulignent par ailleurs que, **si la BCE ne peut rien contre la hausse des prix de l'énergie, elle doit en revanche veiller à ce que les effets de second tour, notamment sur les salaires, ne se matérialisent pas.** C'est donc dans cet esprit, et avec un taux de dépôt jugé encore beaucoup trop accommodant et trop éloigné d'un taux jugé neutre, qu'une large partie des membres du conseil ont décidé de procéder à une hausse de 75 points de base. Certains membres ont par ailleurs noté qu'un durcissement rapide de la politique monétaire pourrait permettre d'éviter une dépréciation encore plus importante de l'euro, et donc une moindre inflation importée. Bien que la récession ne fasse pas partie du scénario central de la BCE, certains membres ont tout de même exprimé une préférence pour une hausse de 50 points de base eu égard aux conséquences potentiellement désinflationnistes d'un choc de demande négatif. A l'inverse, d'autres membres ont noté que les inquiétudes quant aux perspectives de croissance ne devaient faire barrage à la nécessité d'un durcissement rigoureux de la politique monétaire. **La BCE se situe donc, une nouvelle fois, sur une ligne de crête et doit éviter d'accentuer trop le ralentissement de l'économie tout en limitant une pérennisation des pressions inflationnistes.**

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



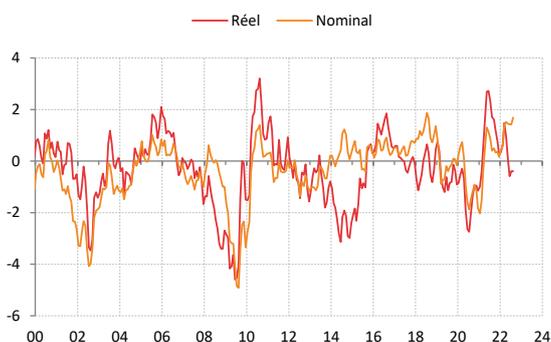
Suivi Macroéconomique

Asie

« La dynamique des salaires japonais semble encore insuffisante pour faire réagir la BoJ »

Au Japon, les salaires montrent des signes de progression. La croissance nominale des salaires accélère à 1,7% en août en glissement annuel après 1,3% en juillet. Alors que la dynamique des mois précédents était principalement portée par des éléments temporaires, tels que les primes et les heures supplémentaires, l'accélération d'août semble plus solide dans la mesure où elle reflète la vigueur des salaires contractuels (+1,6% en août contre seulement 0,9% en juillet). Toutefois, cette progression n'a pas permis de compenser l'accélération des prix. Les salaires réels conservent une évolution négative pour un 5^{ème} mois consécutif à -1,7% en glissement annuel. Enfin, la dynamique des salaires nominaux reste inférieure à la croissance de 3% que la Banque du Japon (BoJ) considère comme compatible avec le maintien durable de l'inflation à la cible de 2%. La politique monétaire de la BoJ devrait donc, pour l'heure, rester très accommodante, à contre-courant de celles menées par les banques centrales des autres grandes économies développées.

Japon : Salaire (CVS, GA% lissé 3M)



Sources : Covéa Finance, Thomson Reuters, Ministry of Health Labour and Welfare (entreprises de plus de 30 personnes)

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice sept.-22	52,2	49,5	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice sept.-22	50,8	51,5	45,8	52,7

* Du 03/10/2022 au 09/10/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté du gouvernement japonais, le Premier ministre Kishida a déclaré que, d'ici la fin du mois d'octobre, des mesures « sans précédent » seraient annoncées par le gouvernement pour soutenir les ménages et entreprises face à la hausse des prix de l'électricité. Par ailleurs, le ministre des Finances a annoncé que les autorités étaient prêtes à prendre des mesures de grande ampleur pour soutenir le yen en cas de volatilité excessive du taux de change après l'intervention de 19,7 Mds\$ déjà réalisée en septembre.

En Chine, l'indice PMI de l'enquête Caixin fait part d'une contraction de l'activité dans le secteur des services. L'indice PMI services a en effet chuté de 5,7 points en septembre et s'établit désormais en zone de contraction à 49,3, les restrictions liées à la poursuite de la politique « zéro-covid » ayant perturbé la demande. Ce recul fait écho au PMI non-manufacturier publié la semaine dernière par le Bureau national de statistiques chinois (NBS) qui montrait également un ralentissement de l'activité des services, même si l'indice est resté légèrement au-dessus du seuil des 50 points.

En Australie, la banque centrale poursuit son resserrement monétaire à un rythme moins soutenu. La Banque de réserve d'Australie (RBA) a annoncé une hausse de son taux directeur de 25 points de base à 2,6%, soit une moindre hausse que celles de 50 pb annoncées au cours de chacune des quatre dernières réunions mensuelles. La RBA a également indiqué qu'elle devrait poursuivre son resserrement monétaire au cours des prochains mois face à une inflation qui se maintient à des niveaux élevés (6,8% en août). Selon le gouverneur Philip Lowe, cette hausse de taux plus faible que celles des mois précédents s'explique par le fait que la RBA ait déjà fortement augmenté ses taux à un rythme plus prononcé que la plupart des autres banques centrales et souhaitait désormais évaluer l'impact de ces hausses sur les perspectives économiques et d'inflation. P. Lowe a notamment évoqué le poids des incertitudes importantes, en particulier concernant la dégradation des perspectives économiques mondiales.

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.