

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

09 octobre 2023

Et pourtant Fitch avait prévenu !

Aux Etats Unis, le début de semaine a été marqué par la destitution du président de la Chambre des représentants, le Républicain Kevin Mc Carthy. Alors qu'il avait fallu 15 tours pour réussir son élection en janvier 2023, il n'aura fallu qu'une seule motion de censure (déposée par des Républicains trumpistes) pour avoir raison de son mandat. L'histoire retiendra donc que Kevin Mc Carthy aura connu l'élection à la Chambre des représentants la plus longue depuis 1859, le mandat le plus court depuis 1869, et, bien sûr, la première destitution d'un président en fonction. Au-delà des anecdotes, cette séquence remet surtout sur le devant de la scène l'importance du risque politique dans le contexte actuel... et pas seulement aux Etats Unis ! Finalement, ce que l'agence Fitch avait décrit en plein cœur de l'été, et avec une pointe d'euphémisme, comme une « détérioration de la gouvernance », se traduit aujourd'hui en une véritable crise politique.

L'impasse qui s'ouvre est d'autant plus dommageable que les arbitrages budgétaires sont cruciaux à un moment où la dette des Etats Unis s'élève à plus de 33.000 milliards (120% du PIB) et que le déficit devrait représenter près de 8% du PIB (soit 2.100 milliards). Les déséquilibres budgétaires sont alimentés de toute part : moindres recettes fiscales qu'anticipées et importances des dépenses pour soutenir, entre autres, une économie que la Fed tente de refroidir. La hausse du coût de financement de cette dette, dans un contexte de hausse des taux, constitue également un sujet de préoccupation (la charge de la dette atteint plus de 600 Mds\$ sur 12 mois, à août 2023, un chiffre qui pourrait doubler dans les 12 prochains mois).

Pour revenir sur le sujet de la crise politique, il reste désormais moins de quarante jours pour trouver un nouveau président à la Chambre des représentants et entamer un nouveau cycle de négociations sur le budget 2024 (rappelons que c'est bien le vote du budget 2024 qui était au cœur du risque de fermeture des administrations fédérales que M. Mc Carthy a voulu éviter en signant un compromis temporaire avec les Démocrates). Nul doute donc que les discussions qui devront reprendre continueront d'être aussi tendues qu'engageantes : quid du soutien à l'Ukraine, de la sécurisation des frontières américaines face à l'afflux de migrants mexicains, voire désormais d'un engagement plus fort auprès d'Israël après les événements de ce weekend ?

A l'horizon du 17 novembre, le spectre d'une fermeture d'une partie des administrations fédérales reste donc bien réel, mais ce qui se joue pourrait aller bien au-delà des enjeux de politiques américaines. Des sujets éminemment clivants et potentiellement très impactant pour les Européens.

Comme nous le commentons depuis plusieurs années, le retour du politique est un réel paramètre dans l'appréhension de la trajectoire des marchés financiers. Il se traduit aussi bien dans le fléchage des investissements (IRA, Chips Act, Repower EU, Pacte Vert..), que dans le retournement rapide de situations que l'on croyait acquises. L'instabilité semble donc s'installer, avec son lot de volatilité pour les marchés financiers, exigeant rigueur, préparation et vision à long terme dans l'élaboration de nos politiques d'investissement.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

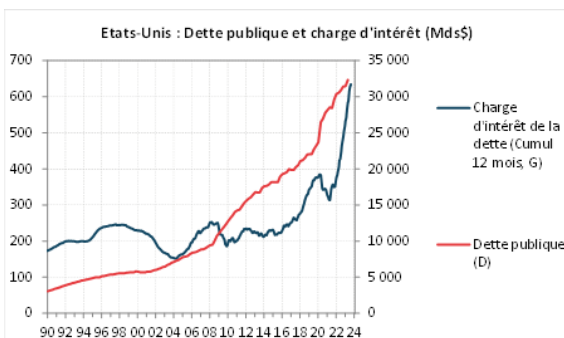
Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Focus de la semaine

« une charge de la dette de plus en plus hors de contrôle »



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	06/10/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,059	1,087	0,979	-2,6	8,1
€ / £	0,865	0,861	0,877	0,4	-1,4
€ / Yen	158,07	157,28	142,10	0,5	11,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	74	94	13,8	-10,4
Indice CRB*	549	545	560	0,6	-2,0
Prix de l'once d'Or	1 830	1 918	1 712	-4,6	6,9
Prix de la tonne de cuivre	8 046	8 178	7 608	-1,6	5,8
Indice Baltic Dry**	1 929	1 112	1 992	73,5	-3,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	887	954	2072	-7,0	-57,2

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

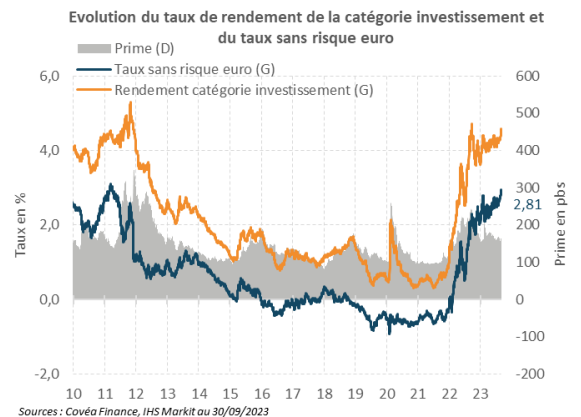
L'analyse des marchés :

Sur les marchés obligataires, les taux sont orientés à la hausse, guidés par les éléments macro-économiques et les discours de certains banquiers centraux. Le mouvement de pentification des courbes de taux se poursuit, notamment sur le segment 2-10 ans. Ce mouvement se traduit en Europe, en moyenne, par une baisse des taux à 2 ans de 3 pbs environ et une hausse des taux à 10 ans de 10 pbs. Aux Etats-Unis, le mouvement de pentification est de 19 pbs, avec une progression du taux à 10 ans de 23 pbs. Enfin, l'écart de rendement entre le BTP et le Bund s'établit à 203 pbs.

Sur le marché du crédit, les primes de risque se sont écartées de 8 pbs à 162 pbs pour la catégorie Investissement et 28 pbs à 475 pbs pour le Haut rendement. Sur le marché primaire, le volume d'émissions atteint 2 Mds€ pour la catégorie Investissement (dont Bouygues) et 2 Mds€ pour le Haut rendement (dont Valeo).

Le Focus de la semaine : Le bilan des 9 premiers mois sur le marché européen du crédit catégorie investissement (IG)

Depuis le début de l'année, trois grandes tendances ont animé les marchés obligataires. Tout d'abord, les investisseurs ont montré, lors des 6 premières semaines, un intérêt fort pour cette classe d'actifs compte tenu de taux de rendement à l'achat attractifs, liés notamment à la remontée du taux sans risque en fin d'année 2022, et à un afflux de liquidités disponibles. Cette tendance s'est traduite par une baisse des taux souverains et des primes de risque. Le second effet majeur correspond aux événements observés dans le secteur bancaire aux Etats-Unis et en Suisse, dont les maux diffèrent, mais qui ont entraîné un écartement rapide des primes de risque. Cette tendance s'est interrompue par les différentes mesures prises par les autorités américaine et suisse. Dernier facteur, les bonnes publications de résultats des entreprises et l'alternance dans les données macro-économiques, à savoir une bonne résistance du marché du travail, une activité économique résiliente et une inflation résistante, participent au resserrement des primes de risque sur le marché du crédit au cours du 3ème trimestre. Dans ce contexte, le marché des obligations d'entreprises affiche une performance de 2.44%. Au 30 septembre, ce marché, représenté par l'Iboxx



Euro Corporates, offre en moyenne un taux de rendement de 4.56% pour une maturité moyenne de 4.7 ans. Depuis le début de l'année, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a augmenté de 20 pbs à 2.81%, après avoir connu un plus haut à 2.92% le 6 mars. Les primes de risque se resserrent depuis le début de l'année de 14 pbs, à 164 pbs. Cette faible évolution masque des disparités selon les notations et les secteurs. Les investisseurs accordent une préférence pour les émetteurs les moins bien notés du segment IG. Représentant plus de 56% du gisement, leurs primes de risque se resserrent de 23 pbs, à 192 pbs. Ils bénéficient, d'une manière générale, d'un bon positionnement (autour du 4 ans) sur une courbe de taux sans risque inversée et de primes de risque relativement généreuses, en lien avec leur profil crédit. Le segment « A », représentant 38% du gisement, enregistre un resserrement de ses primes de risque de seulement 9 pbs sur la période, à 145 pbs. Enfin, les émetteurs les mieux notés, regroupés dans les segments « AA » et « AAA » et représentant respectivement 4.3% et 0.2% du gisement, enregistrent un écartement de leurs primes respectives de 2 pbs (à 109 pbs) et 23 pbs (à 98 pbs). D'un point de vue sectoriel, les trois principaux contributeurs au resserrement des primes de risques sont les services aux collectivités (-22 pbs à 153 pbs), les médias (-23 pbs à 141 pbs) et le secteur de la construction et des matériaux (-24 pbs à 153 pbs). Le seul secteur affichant un écartement des primes de risque est la Technologie (+3 pbs à 146 pbs).

Dans ce contexte, le volume d'émissions s'élève à 443 Mds€. Cela correspond à 96.1% des émissions annuelles de 2021 et 91% de celles de 2020. Avec 226 Mds€ émis, les entreprises ont d'ores et déjà dépassé les montants levés les 2 précédentes années. Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.

* pbs = points de base

Nicolas Vienne
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	06/10/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,25	4,50	3,25	0,00	0,25	1,00	2,25		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,00	2,50	1,25	0,00	0,50	2,00	3,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	3,50	2,00	0,75	0,00	0,50	2,00	3,25		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,00	3,50	2,25	0,00	0,25	1,75	3,00		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,80	4,57	3,84	3,87	3,82	23	96	93	98	-29	17
Allemagne	2,88	2,84	2,42	2,57	2,09	4	47	31	80	-24	22
France	3,47	3,40	2,95	3,12	2,68	7	52	36	79	6	55
Italie	4,91	4,78	4,10	4,72	4,52	13	81	20	39	90	48
Royaume-Uni	4,57	4,44	4,38	3,67	4,04	14	19	90	54	-30	46
Japon	0,81	0,77	0,39	0,42	0,25	4	41	38	55	74	94
Crédit											
Indice Itraxx Main	85,6	79,7	76,2	90,6	126,9	5,9	9,3	-5,0	-41,3		
Indice Itraxx Crossover	453,7	427,9	411,0	474,1	606,7	25,8	42,7	-20,4	-153,1		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

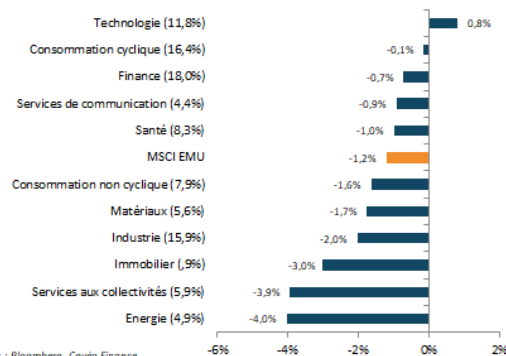
L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché actions européen a baissé de -1,2% (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis). L'indice a principalement évolué en fonction des chiffres macroéconomiques, notamment l'emploi aux Etats-Unis qui a entraîné une hausse des taux souverains américains à des niveaux de rendements inégalés depuis 2007. Le cours du pétrole brut léger américain (West Texas Intermediate, WTI) accuse un repli hebdomadaire de plus de 9% compte tenu des craintes sur la demande.

Tous les secteurs sont en baisse à l'exception du secteur technologique qui affiche une légère hausse de 0,8%. La plus forte baisse revient au secteur de l'énergie (-4%), pénalisé par la baisse du pétrole, suivi du secteur des services aux collectivités (-3,9%) et de l'immobilier (-3% sur la semaine) qui sont impactés par la hausse des taux d'intérêt.

Depuis le début de l'année, le marché reste en hausse de 6,6%. Le secteur de la technologie affiche la meilleure performance (+14,9%).

Performances sectorielles du MSCI EMU du 29/09/2023 au 06/10/2023 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Métaux rares - un premier sommet pour sécuriser les approvisionnements

Fin septembre, le premier sommet mondial consacré aux « métaux critiques » a eu lieu à Paris. Les représentants de 47 pays consommateurs et producteurs se sont réunis sous l'égide de l'Agence internationale de l'Énergie (AIE) dans le but de tracer les contours d'une « diplomatie des métaux ». La transition énergétique nécessite des besoins considérables de métaux spéciaux, notamment pour permettre au parc mondial de véhicules électriques d'atteindre 250 millions unités d'ici à 2030 (multiplication par 10 de la base actuelle). Selon l'Agence, la seule électrification des transports à l'horizon 2040 engendrera une multiplication par plus de 40 de la demande en lithium au niveau mondial, par 20 de celle du cobalt et du nickel et par plus de 3 pour le cuivre dans des scénarios de décarbonation compatibles avec l'Accord de Paris sur le climat de 2015. Ainsi, les défis sont nombreux alors que la Chine assure près de 70% de la production des terres rares et est surtout très présente dans le raffinage des métaux. Face à cette hégémonie, le sommet a abouti à la conclusion qu'il fallait accélérer la diversification des sources d'approvisionnement, inciter le recyclage, promouvoir la transparence sur les marchés, créer des incitations pour une production durable et responsable et renforcer la collaboration internationale. Il est urgent de le faire, d'autant plus que Pékin n'hésite pas à exercer des pressions directes en mettant en place des restrictions sur l'exportation de certains métaux. L'Australie, qui est le premier exportateur mondial de lithium non raffiné, troisième pour le cobalt, quatrième pour les terres rares, le cuivre et le nickel se positionne clairement comme une alternative à la Chine. L'Afrique, le Canada et le Chili ont également un rôle à jouer.

Pour se préparer, notons que l'UE a adopté en mars la loi sur les matières premières critiques (CRMA), alors qu'elle importe près de 80 % des matières premières clés pour les véhicules électriques. L'objectif consiste à extraire en Europe 10 % des besoins en matériaux critiques de l'UE, à en traiter 40 % et à en recycler 15 % d'ici à 2030. Pour accélérer le mouvement en France, le gouvernement a créé un fonds d'investissement doté de 500 millions d'euros, dédié à des prises de participation dans des mines du monde entier. Depuis septembre, les projets d'exploitation minière pourront désormais bénéficier d'un crédit d'impôt, allant jusqu'à 45 % des investissements et jusqu'à 200 millions d'euros par projet. Certaines entreprises bénéficient de ces changements structurels que nous avons identifiés dans nos Perspectives Economiques et Financières, d'autres doivent s'y adapter. Ainsi, à titre d'exemple, le français Imerys a dévoilé en 2022 un projet d'exploitation d'ici à 2028 d'une mine de lithium sur son site de Beauvoir dans l'Allier pour permettre d'équiper 700 000 véhicules électriques par an et a également noué un partenariat en Grande-Bretagne avec la start-up British Lithium.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	06/10/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois		
MSCI EMU	140	142	147	132	121	-1,2	↓	-4,8	↓	6,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	893	916	937	907	834	-2,5	↓	-4,7	↓	-1,5	↓
MSCI EMU Small Cap	368	377	398	370	311	-2,5	↓	-7,6	↓	18,2	↑
MSCI Europe	150	151	153	143	133	-1,1	↓	-2,5	↓	5,0	↑
France CAC 40	7 060	7 135	7 313	6 474	5 936	-1,0	↓	-3,5	↓	9,1	↑
Alllemagne DAX 30	6 027	6 089	6 312	5 693	5 100	-1,0	↓	-4,5	↓	5,9	↑
Italie MIB	27 811	28 243	27 928	23 856	21 141	-1,5	↓	-0,4	↓	16,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 495	7 608	7 472	7 452	6 997	-1,5	↓	0,3	↑	0,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 663	8 779	8 675	8 417	7 955	-1,3	↓	-0,1	↓	2,9	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'environnement de taux continue de pénaliser les marchés actions en Asie. Taiwan finit néanmoins sur une note positive, bénéficiant d'un regain d'optimisme sur son secteur technologique (calendrier de mise en production de l'usine de TSMC au Japon et prévision d'une hausse du prix des puces mémoires selon plusieurs fabricants). A l'inverse, les marchés chinois sous performant, toujours en proie aux difficultés du secteur immobilier, tandis que le Japon souffre d'une possible intervention sur le Yen, pénalisant les valeurs exportatrices. Dans les déplacements de capacités de production, ASE Tech, société taiwanaise de semi-conducteurs, a affiché sa volonté de déployer des capacités en Malaisie, justifiant cette décision par une demande des clients de diversifier leur chaîne d'approvisionnement. Ceci n'est pas sans rappeler qu'Intel et Infineon ont également prévu de déployer \$7 milliards d'investissements, chacun, dans le pays. Enfin, dans la transition énergétique et la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, LG Energy, le géant des batteries coréennes a décidé d'investir \$3 milliards aux Etats-Unis pour fournir Toyota Motor.

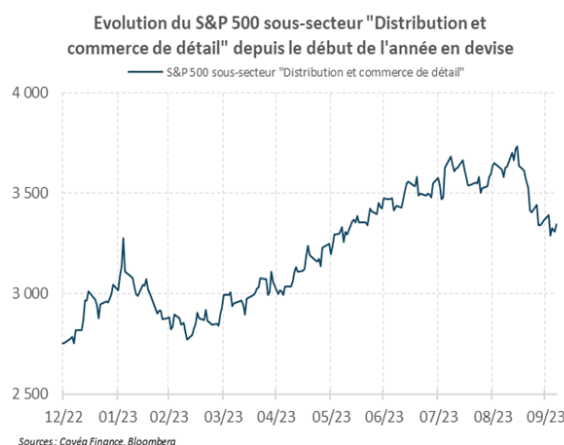
Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine légèrement en hausse (+0.48%) tiré par le rebond sur la journée de vendredi. Le début de la semaine avait été marqué par les inquiétudes grandissantes sur les taux américains, autant alimentées par la perspective d'une politique monétaire durablement restrictive que les conséquences d'une instabilité politique renouvelée. Les chiffres de l'emploi publiés vendredi ont eu pour effet de rassurer sur la croissance et ainsi permis d'enregistrer un fort rebond de la technologie et des services de communications. A l'inverse, le secteur de l'énergie était pénalisé par la baisse du pétrole. Le secteur de la consommation de base a souffert des annonces du distributeur Walmart qui observe un léger changement dans les habitudes d'achat de nourriture des personnes prenant des traitements contre l'obésité (Ozempic, Wegovy...). Côtés sociétés, Nextera (-1.2%), l'une des principales compagnies d'électricité a été pénalisée par le risque d'une baisse des projets renouvelables susceptibles d'être exploités par sa filiale Nextera Energy Partner. Dans le secteur énergétique, Exxon Mobil serait proche d'un accord pour acquérir Pioneer Natural Resources, spécialiste de l'extraction de gaz de schiste et troisième producteur de pétrole sur le bassin permien.

Le Focus de la semaine : Face à l'accroissement des vols et de la violence en magasins, une réponse à deux niveaux.

Target, géant de la distribution américaine (2000 magasins et près de 110 milliards de chiffre d'affaires en 2022) a récemment annoncé la fermeture de 9 magasins dans des grandes villes américaines (Los Angeles, San Francisco, New-York...). Cette décision a été motivée par l'accroissement des vols et de la violence dans les magasins, une situation qui pèse sur les résultats de l'entreprise en impactant la marge brute. Historiquement, les pertes* représentaient environ 1.2% du coût des marchandises vendues chez Target et atteignent désormais près de 3%, une hausse tirée par la forte progression des vols en bandes organisées. Pour 2023, la société prévoit ainsi un impact financier supplémentaire de \$500 millions (après \$700 millions en 2022). Target est loin d'être un cas isolé, puisque selon une étude de la fédération nationale du commerce de détail, les vols ont atteint environ \$112 milliards en 2022, soit une hausse de près de 20% sur un an, et la tendance continue de s'accroître en 2023. Face à cette aggravation, les détaillants adoptent des réponses variées (fermetures de magasins dans les zones les plus à risques, réductions des heures d'ouverture, modification de l'achalandage) et collaborent avec les législateurs afin d'obtenir une réponse de la part des autorités. Fin juin, la loi « INFORM** Act » est ainsi entrée en vigueur et vise à dissuader la revente de produits volés en exigeant de la part des plateformes de ventes en ligne de divulguer et vérifier l'identité des vendeurs. Par ailleurs, le congrès débat actuellement de l'adoption d'un projet de loi appelé « Combating Organized Retail » qui augmenterait les ressources et la coordination entre les organismes fédéraux, étatiques et locaux pour lutter contre la criminalité organisée dans le commerce de détail qui devient un fléau national. Un état de fait qui traduit l'extrême polarisation de la société américaine, un sujet que nous suivons dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

* les pertes incluent les vols externes, les vols commis par les employés et les stocks perdus en raison d'une mauvaise gestion ou manipulation par les employés.

** INFORM : « The Integrity, Notification, and Fairness in Online Retail Marketplaces » - L'intégrité, la notification et l'équité sur les marchés de détail en ligne.



Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	06/10/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 309	4 288	4 396	3 840	3 640	0,5	-2,0	12,2	18,4	0,4	0,6	13,5	9,0
Etats-Unis - Dow Jones	33 408	33 508	34 122	33 147	29 297	-0,3	-2,1	0,8	14,0	-0,4	0,5	1,9	5,0
Etats-Unis - Nasdaq	13 431	13 219	13 591	10 466	10 652	1,6	-1,2	28,3	26,1	1,5	1,4	29,8	16,1
Japon Nikkei 300	479	492	486	401	402	-2,7	-1,5	19,4	19,1	-2,8	-2,0	6,1	6,7
Corée du Sud KOSPI	2 409	2 463	2 550	2 280	2 233	-2,2	-5,5	5,6	7,9	-1,8	-4,7	-0,3	4,9
Hong Kong Hang Seng	17 486	17 810	18 934	19 781	17 740	-1,8	-7,6	-11,6	-1,4	-2,0	-5,2	-10,9	-9,1
Marchés Emergents - MSCI	937	953	987	956	898	-1,6	-5,0	-2,0	4,4	-1,7	-2,5	-0,9	-3,9

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Pallier le manque d'eau grâce à la réutilisation des eaux usées traitées

La ressource en eau jouit d'un statut particulier dans le droit français. Ainsi l'article L.210-1 du code de l'environnement français définit l'eau comme « partie intégrante du patrimoine commun de la nation, dont la protection, la mise en valeur et le développement, dans le respect des équilibres naturels, sont d'intérêt général ».

Le rapport de la Cour des Comptes sur « La gestion quantitative de l'eau en période de changement climatique », publié en juillet 2023, indique que la quantité d'eau renouvelable disponible (celle qui peut être utilisée pour satisfaire les besoins humains sans compromettre la situation future) a baissé de 14% entre la période 1990-2001 et la période 2002-2018, principalement du fait de l'élévation du niveau moyen des températures de 0,6°C au cours de la dernière décennie. Selon les estimations du Ministère de l'Écologie et les données d'EDF, en 2019, les principaux postes de la consommation d'eau en France ont été les suivants : l'usage agricole (62%), la production d'eau potable (23%), le refroidissement des centrales nucléaires (11%) et les usages industriels (4%).

Dans ce contexte, la réutilisation des eaux usées traitées (la « REUT ») apparaît comme une solution permettant de se substituer aux prélèvements d'eau destinés aux usages agricoles, industriels ou même à la production d'eau potable.

Concrètement, il s'agit de récupérer les eaux usées traitées, de leur appliquer des traitements supplémentaires (la désinfection et la filtration mécanique et chimique) pour pouvoir s'en servir plutôt que de les rejeter dans le milieu naturel. Cette solution n'est pas nouvelle, elle est déjà proposée par des acteurs du domaine de l'eau, tels que Véolia et Suez. Plusieurs projets de la réutilisation des eaux usées traitées (achevés ou en cours de construction) existent en France au niveau industriel, agricole, urbain ou même dans le cycle de production de l'eau potable. Zoom sur deux d'entre eux :

- Le projet Irri-Ait'Eau dans le vignoble de Gruissan (Languedoc-Roussillon), est un projet d'irrigation des vignes en goutte à goutte par la REUT sur un terrain agricole affecté par la baisse du rendement du vignoble en raison du stress hydrique (31 hectolitres/hectare contre une moyenne régionale de 52 hectolitres par hectare). Il s'agit d'un projet de R&D comportant plusieurs phases de test qui se sont succédées depuis 2013. Vu les résultats concluants, la surface cultivée irriguée par REUT a été augmentée de 1,5 ha en phase initiale à 80ha (depuis 2019). Au-delà de la réduction des prélèvements, l'eau issue de REUT contient naturellement de l'azote, du phosphore et du potassium nécessaires au développement des vignes. L'apport combiné de l'eau et des fertilisants, appelé la fertigation, permet de diluer la dose d'engrais, réduisant ainsi la pollution des sols. La concentration des matières organiques dans l'eau doit néanmoins être rigoureusement maîtrisée pour éviter tout risque sanitaire, technique et environnemental. Par ailleurs, le développement de l'irrigation agricole à grande échelle nécessite de grands volumes de stockage (saisonnalité de la demande).
- Le programme Jourdain en Vendée (mise en service prévue au deuxième semestre 2024), pionnier en France et en Europe, consiste à produire de l'eau potable à partir des eaux usées traitées mélangées avec de l'eau issue des nappes phréatiques. Dans la phase d'expérimentation, 25% des eaux usées, habituellement rejetées dans l'océan, serviront à recharger le cours d'eau servant de source pour la production d'eau potable. Pour ce faire, les eaux usées subiront un traitement chimique et physique supplémentaire et circuleront à travers une zone végétalisée avant d'être transformées en eau potable. Ce projet permet de répondre au changement climatique qui expose la Vendée aux sécheresses, en raison de la concentration de ses réserves d'eau dans les nappes phréatiques superficielles. Le risque du déficit d'eau en Vendée est estimé à 8 millions de m3 en année sèche. Notons que pour ce type de projet, une problématique de l'acceptabilité sociale pourrait se poser.

Selon les données fournies par Véolia, la solution de REUT est encore faiblement utilisée en France (moins de 1% des eaux usées), compte tenu d'un cadre réglementaire contraignant (catégorisation stricte des usages et de la qualité de l'eau associée *) et du coût plus élevé de cette ressource (lié aux investissements nécessaires). A titre de comparaison, 80% des eaux usées sont concernées par REUT en Israël, 14% en Espagne et 8% en Italie.

Toutefois, le nouveau règlement de l'UE, paru en mai 2020 (dont la transposition dans la loi française est prévue courant 2023), permet de poser un cadre commun à l'ensemble des pays de l'UE pour la réutilisation des eaux usées traitées à des fins d'irrigation agricole, avec un objectif non contraignant de multiplier la REUT par 6 à l'horizon 2025, en réduisant ainsi les prélèvements d'eau douce de 5%. En comparaison avec la réglementation française, le nouveau cadre réglementaire européen renforce le niveau d'exigence de qualité de l'eau, mais assouplit les contraintes d'usages afin de pouvoir adapter la solution de REUT aux particularités locales. Par exemple, il peut être prévu d'instaurer un délai entre l'irrigation et le retour du bétail sur la parcelle, plutôt que d'interdire le recours à la REUT.

La prise de conscience de la rareté de l'eau en France ainsi que le changement de la réglementation sont favorables au développement de cette pratique dans les années à venir. Le recyclage de l'eau est une thématique que nous valorisons au travers notre fonds thématique Aqua, axé sur les enjeux de la maîtrise de la consommation et de la pollution de l'eau.

(*) La réglementation française identifie 4 catégories de qualité d'eau (A, B, C et D). La qualité de l'eau requise dépend de l'usage souhaité. Par exemple, les cultures maraîchères, fruitières et légumières consommées crues nécessitent l'eau de catégorie la plus élevée « A ». Pour l'arrosage des cultures transformées, sans contact entre la culture et l'eau (exemple, l'arrosage des vignes au goutte à goutte), la qualité C suffit.

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier

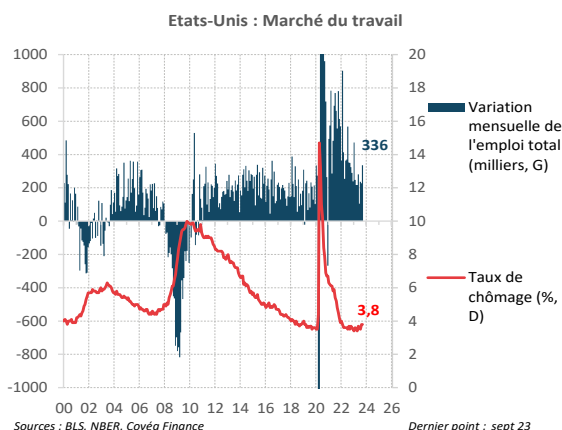


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La vigueur du marché du travail met la pression sur la Réserve fédérale »

Les données publiées cette semaine par le Bureau des Statistiques du Travail américain (BLS) témoignent d'un maintien des tensions sur le marché du travail. Tout d'abord, le rapport JOLTS du Bureau des Statistiques du Travail (BLS) fait part d'une demande de main d'œuvre toujours solide. Le nombre d'offre d'emploi à pourvoir a ainsi rebondi de près de 8% en glissement mensuel en août et atteint 9,6 millions de postes. Le nombre de démissions augmente légèrement, tout comme celui des embauches. Le ratio d'offre d'emploi sur nombre de chômeurs se réduit à la marge, passant de 1,53 à 1,51, en raison de la hausse du nombre de chômeurs en août.



En fin de semaine, **le rapport d'emploi du mois de septembre a par ailleurs surpris par sa vigueur.** Les créations de postes ont atteint 336 000 emplois sur le mois, auxquelles s'ajoutent des révisions haussières portant sur les deux mois précédents (227 000 au lieu de 187 000 en août, et 236 000 au lieu de 157 000 en juillet), ce qui dessine au final une trajectoire des embauches en accélération au troisième trimestre. En septembre, les créations de postes ont été particulièrement soutenues dans les loisirs et le tourisme (96 000), l'éducation et la santé (70 000), ainsi que l'emploi public (73 000). L'emploi manufacturier, qui stagnait au début de l'été, accélère à 17 000 postes en septembre, après 11 000 en août. **Malgré cette vigueur, le salaire horaire progresse modérément** (+0,2% sur le mois) et sa croissance annuelle ralentit à 4,2%, après 4,3%. Le taux de chômage est stable à 3,8% de la population active, tout comme le taux de participation (62,8%). Du point de vue de la Réserve fédérale, **ces publications illustrent une dynamique d'activité encore solide et laissent ouverte la possibilité d'une nouvelle hausse de taux de base lors de la réunion de politique monétaire du 1^{er} novembre.** Le chiffre d'inflation qui sera publié cette semaine sera à ce titre déterminant. En amont de ces deux rapports relatifs à l'emploi, les banquiers centraux avaient maintenu un ton restrictif, à l'image de la Gouverneure Michelle Bowman qui a déclaré que la hausse des prix de l'énergie pourrait contraindre la Fed à relever à plusieurs reprises le taux directeur. De son côté, Loretta Mester, la Présidente de la Fed de Cleveland, s'est déclarée en faveur d'une nouvelle hausse d'ici la fin d'année.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice sept.-23	49,0	47,6	60,7	53,5
ISM Services	Indice sept.-23	53,6	54,5	62,4	56,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice sept.-23	43,8	48,4	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice sept.-23	49,2	46,8	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice sept.-23	46,4	48,6	72,9	57,3
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA% août-23	0,5	-0,7	19,8	12,5
Dépenses de construction	Val, CVS, GA% août-23	17,6	17,1	-1,3	9,0
Taux de chômage	% de la pop. active sept.-23	3,8	3,8	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers sept.-23	336	227	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA% sept.-23	4,2	4,3	4,3	5,3
Importations	Val, NCVS, GA% août-23	-6,2	-5,6	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA% août-23	-5,3	-9,3	22,9	17,5

*Du 02/10/2023 au 08/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté des données d'enquête, l'indicateur ISM services enregistre un léger recul en septembre, passant de 54,5 à 53,6 points. La composition de l'enquête est mitigée puisque la composante nouvelles commandes se dégrade (-5,7 points) en passant de 57,5 à 51,8, tout comme l'emploi (53,4). En revanche la composante niveau d'activité progresse à 58,8. On relève néanmoins une forte volatilité de la composante nouvelle commande ces derniers mois, qui complique sa lecture. Concernant les prix, la composante est stable à un niveau élevé (58,9) ce qui renvoie toujours à des pressions haussières dans les services. Dans le secteur manufacturier, après plusieurs mois de détérioration, les conditions sont en voie de stabilisation. L'indicateur ISM manufacturier s'est redressé en septembre, passant de 47,6 à 49 points, un niveau qui renvoie à une contraction

modeste de l'activité. La composition de l'indice est favorable, avec des progrès des composantes production (52,5), nouvelles commandes (49,2) et emploi (51,2). La composante prix payés est en revanche en recul à 43,8 points, un niveau décrivant une baisse des pressions sur les coûts.

Sur le plan politique, la situation d'ores et déjà tendue au Congrès en vue de la prolongation du budget fédéral d'ici la mi-novembre, s'est encore dégradée avec la destitution du Président républicain de la Chambre des Représentants Kevin McCarthy. La motion de censure initiée par l'aile conservatrice de son propre parti a été votée par l'ensemble des élus Démocrates, ainsi que 8 Républicains « dissidents », ce qui s'est avéré suffisant pour valider la motion, en raison de la très faible majorité républicaine à la Chambre. Ces élus républicains reprochaient à M. McCarthy d'avoir cédé face aux Démocrates en adoptant un budget provisoire la semaine précédente, permettant d'éviter une fermeture partielle du gouvernement fédéral. Une élection devrait se tenir cette semaine, probablement mercredi 11 octobre, pour désigner un successeur à M. McCarthy, dont l'élection avait duré 4 jours et nécessité 15 tours de scrutin en janvier. Ce dernier a déclaré exclure une nouvelle candidature. L'actuel chef de la majorité républicaine à la Chambre, Steve Scalise, semblait en bonne position, mais il pourrait être challengé par le représentant de l'Ohio Jim Jordan, qui a reçu le soutien de Donald Trump. Alors que le budget provisoire voté la semaine dernière expire le 17 novembre, et que les négociations pour sa prolongation s'annoncent très ardues, ces développements renforcent l'incertitude quant à la capacité de la Chambre (à majorité républicaine) et du Sénat (démocrate) à parvenir à un accord.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

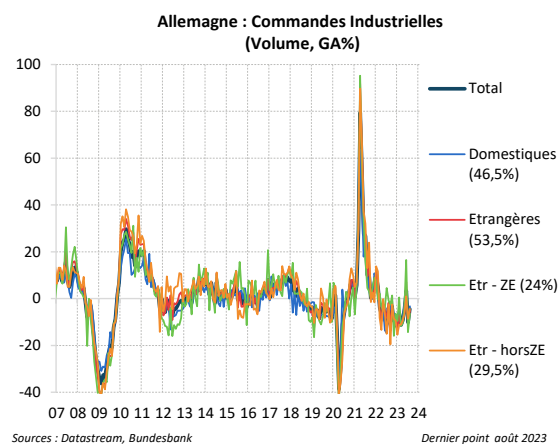


Suivi Macroéconomique

Europe

« Les banquiers centraux européens assurent le service après-vente »

Dans la zone euro, les ventes au détail, en volume, ont reculé de 1,2% en août par rapport au mois précédent, portant leur baisse sur un an à 2,2%. Par produit, la baisse est générale, avec une chute de 3,0% sur le mois des ventes de carburants automobile -sous l'effet d'une nouvelle hausse des prix-, mais aussi de 1,2% des produits alimentaires (boissons et tabac) et de 0,9% pour les autres produits. Sur un an, la chute atteint 7,7% pour les carburants et 3,2% pour l'alimentation (boissons et tabac), mais la baisse est limitée à 0,3% pour les autres produits. Par pays, on observe des baisses séquentielles particulièrement marquées au Portugal (-3,0%), en France (-2,8%) et en Belgique (-1,5%). En glissement annuel, la chute est sévère pour la Belgique (-8,5%), alors que les ventes au détail en volume s'affichent en hausse de 8,1% en Espagne et de 8,7% au Luxembourg.



Sources : Datastream, Bundesbank

Dernier point août 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	août-23	6,4	6,5	7,7	6,7
	Ventes au détail Vol. CVS, GA%	août-23	-2,2	-0,8	5,1	0,9
AL	Taux de chômage % de la pop. active	août-23	3,0	3,0	3,6	3,1
FR	Taux de chômage % de la pop. active	août-23	7,3	7,4	7,9	7,3
	Prod. industrielle Vol. CVS, GA%	août-23	-0,5	2,5	5,7	-0,2
IT	Taux de chômage % de la pop. active	août-23	7,3	7,5	9,5	8,1
	Ventes au détail Vol. CVS, GA%	août-23	-3,5	-3,9	7,6	-0,4
ES	Taux de chômage % de la pop. active	août-23	11,5	11,6	14,8	12,9
	Prod. Industrielle Vol. CVS, GA%	août-23	-3,4	-2,2	7,3	2,8

*Du 02/10/2023 au 08/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Par ailleurs, le taux de chômage en zone euro se maintient sur des plus bas historiques. Le taux de chômage s'est en effet établi à 6,4% en août (le niveau le plus bas depuis la création de la zone euro), après avoir légèrement progressé à 6,5% en juillet. Alors que le taux de chômage est resté stable en Allemagne, il est en baisse en France (-0,1 point de pourcentage), en Italie (-0,2 pp) et en Espagne (-0,1pp).

Les banquiers centraux européens, dont plusieurs membres du directoire de la BCE, se sont beaucoup exprimés la semaine dernière. Ils saluent, de manière unanime, l'amplification du recul de l'inflation en septembre. Mais ils rappellent aussi que le taux d'inflation reste très supérieur à l'objectif de la banque centrale. De plus, s'ils estiment que le ralentissement de l'indice des prix à la consommation devrait se poursuivre, ils mettent aussi en avant tant les risques qui pèsent sur le processus (comme le retournement des prix de l'énergie depuis l'été ou la tendance à la dépréciation de l'euro) que ceux qui pourraient freiner le mouvement (comme la dynamique des salaires). Ils rappellent aussi que la Banque centrale, se voulant dépendante aux données pour ses futures décisions, pourrait être amenée à relever encore ses taux directeurs. Un certain nombre de dirigeants de banques centrales nationales, à l'instar de M. Villeroy de Galhau, se sont en revanche éloignés de ce discours commun pour plaider l'arrêt de la hausse des taux directeurs, sans plus de référence à la « dépendance aux données ».

En Allemagne, les (très erratiques) commandes reçues par les entreprises manufacturières ont rebondi de 3,9% par rapport au mois précédent en août, après avoir chuté de 11,3% en juillet. Sur un an, elles restent en recul de 4,2%. Le chiffre du mois d'août n'a pas été modifié par les « grands contrats ». L'office allemand des statistiques lisse quelque peu ces données pour évaluer une tendance. Sur trois mois, par rapport aux trois mois précédents, les commandes ont progressé de 4,9%. Sur le mois, les commandes ont été tirées par celles adressées aux fabricants de composants électroniques, ainsi qu'à la demande d'équipements électriques et, dans une moindre mesure, au secteur de la

pharmacie. Ces trois secteurs font partie des probables bénéficiaires de la volonté de rapatriement au sein de l'Union européenne de fabrications un temps abandonnées à la Chine ou à l'Inde. Sur le mois, on ne note pas de différence de dynamisme entre les commandes domestiques et celles en provenance de l'étranger, de la zone euro comme du reste du monde.

En France, la production industrielle s'est contractée de 0,3% (GM) en août, avec une baisse un peu plus forte de l'activité manufacturière (-0,4%). Par grandes branches, seules la cokéfaction/raffinage (+1,9%) sur le mois, les matériels de transports (+3,5% malgré le recul de 3,2% dans l'automobile), le textile/habillement (+4,6%) et les services publics (+0,8%) sont en progrès sur le mois. La production industrielle totale est en baisse sur un an (-0,5%), pour la première fois depuis le mois de janvier.

Le Parlement européen a adopté une « loi » qui donne les moyens juridiques de sanctionner les Etats tiers qui adopteraient des pratiques commerciales justifiées par des motivations politiques. Les Etats-membres victimes de pratiques déloyales pourront désormais appliquer des mesures de rétorsion proposées par la Commission. Dans les attendus du texte, sont citées les pratiques de l'administration Trump en son temps, mais aussi la Chine et la Turquie.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« L'évolution des salaires japonais reste bien inférieure à celle des prix »

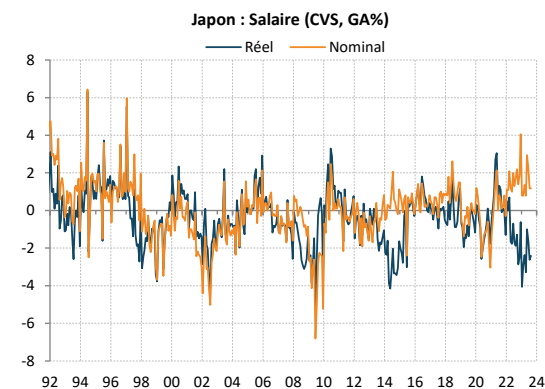
Si la semaine a été peu animée en Chine, en lien avec la semaine de congés de la Fête nationale chinoise (*Golden Week*), des données économiques ont été publiées dans les autres grandes économies asiatiques.

Au Japon, la dynamique des salaires reste modérée en août en lien avec des facteurs temporaires. La croissance des salaires par tête s'est maintenue à 1,2% en août en glissement annuel, comme en juillet et bien moins que la hausse de 2,3% de juin. Ce manque de vigueur est toutefois essentiellement lié au déclin des « salaires spéciaux » (qui incluent principalement les primes) de 5,4% sur un an. La croissance des salaires contractuels, une composante plus durable, continue néanmoins d'accélérer à 1,6% contre 1,4% en juillet. Ils ont en effet bénéficié des tensions sur le marché du travail et des résultats favorables des négociations salariales de printemps. Leur vigueur devrait être entretenue par la mise en application, à partir d'octobre, d'une hausse du salaire minimum national de 4,3% (la plus forte augmentation en 30 ans).

La dynamique des salaires reste toutefois loin de celle des prix, comme l'illustre la contraction de 2,5% du salaire réel en glissement annuel.

En Corée du Sud, l'activité économique retrouve des couleurs en août. La croissance de la production industrielle s'est nettement accélérée en août, à 2,2% en glissement mensuel après le déclin de 0,8% de juillet, surtout grâce au redressement de la production de semi-conducteurs (+13,4% sur le mois). L'investissement en biens d'équipement s'est également légèrement redressé en séquentiel (+3,6%) mais le déclin reste très prononcé sur un an (-14,9%). La consommation est toutefois restée déprimée, en recul de 0,3% en août après la baisse de 3,3% déjà enregistrée en juillet. Enfin, **l'inflation a encore progressé à 3,7% en septembre** (3,4% en août) mais cette dynamique reste essentiellement liée aux prix des carburants et des produits agricoles alors que l'inflation sous-jacente demeure inchangée à 3,3%.

En Australie, la Banque centrale (RBA) maintient le statu quo sur sa politique monétaire. Le taux directeur reste ainsi à 4,1%, inchangé depuis juin dernier. La réunion de politique monétaire de septembre est la première depuis la nomination de Michele Bullock à la tête de la RBA. Après plus de 35 ans au sein de l'institution, elle remplace P. Lowe dont elle était la gouverneure adjointe sur la



Sources : Covéo Finance, Thomson Reuters, Ministry of Health Labour and Welfare (entreprises de plus de 5 personnes)

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Salaires	CVS, GA%	août-23	1,2	1,2	0,4

* Du 02/10/2023 au 08/10/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

dernière année. Il n'est ainsi pas attendu de rupture majeure de gouvernance. La communication de la banque centrale est d'ailleurs restée largement inchangée à l'issue de cette réunion. La RBA continue d'alerter sur le fait qu'un nouveau resserrement de la politique monétaire pourrait s'avérer nécessaire. Il est indiqué que l'économie « a été un peu plus forte que prévu » au cours du premier semestre ce qui pourrait aller dans le sens d'une orientation plus restrictive.

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.