

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

13 novembre 2023

## Ruptures et adaptation

Notre PEF financier de mi année avait pour titre « Crise, dilemme et tiraillements ». La mauvaise appréciation du caractère durable de l'inflation par les Banques Centrales, jumelée à la prolongation de leurs pratiques quantitatives extraordinaires, a conduit à un renversement d'autant plus brutal de politique monétaire. Or nous avons montré que sortir de ce régime monétaire d'exception ne serait pas sans douleur. Surtout quand ce régime a duré aussi longtemps, que ces politiques d'assouplissement ont été aussi loin, et que l'inflation a atteint des niveaux aussi élevés. Par son ampleur et sa rapidité, les hausses des taux directeurs décidées par les grandes banques centrales ont concouru à la déstabilisation des agents économiques publics et privés déjà très endettés alors que le levier de la dette a été largement utilisé depuis la crise de 2008. Une situation potentiellement critique alors que le renchérissement du financement est loin de s'être totalement transmis dans l'ensemble de l'économie. Apparaissait là le dilemme des banques centrales : combattre une inflation durable, conformément à leur premier objectif, au risque de faire naître une instabilité financière. Et revenir en arrière sur les politiques d'achat d'actifs se trouvait en contradiction avec les besoins grandissants des Etats (relocalisation et transition). Et l'on s'était posé la question d'un passage de la fin du multilatéralisme à celui du libéralisme. Car depuis les 2 chocs de la crise Covid et de la guerre en Ukraine, les Etats ont confirmé leur volonté de reprise en main de l'économie, avec des approches impliquant toutes un certain repli sur leur territoire national. Un retour du politique, comme nous l'avions appelé depuis 2016, qui se traduit par des stratégies d'indépendance vis-à-vis de l'approvisionnement extérieur et de protection de leurs avancées en matière technologiques.

Nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) de fin d'année sont traditionnellement consacrées au développement d'une thématique. Celle-ci portera sur l'adaptation des entreprises à leur nouvel environnement : un monde surendetté, un monde géopolitiquement conflictuel où les foyers d'affrontements sont multiples, un monde où le Politique cherche à reprendre le pouvoir sur l'Economique, avec une accentuation manifeste à travers les différents plans de souveraineté, un monde où les ressources sont plus difficiles d'accès et où les cartes géologiques ne correspondent pas à celles des alliances diplomatiques, un monde installé dans une inflation structurelle dont les banques centrales ont fait leur priorité. Les entreprises évoluaient depuis 2000 dans un monde ouvert. Elles avaient une grande latitude quant à leurs lieux de production et l'étendue de leur chaîne d'approvisionnement, et bénéficiaient de conditions de financement favorables. Elles doivent revoir aujourd'hui leurs modèles. C'est tout l'objet de ce PEF thématique de fin d'année.

L'adaptation stratégique des entreprises s'inscrit dans ce cadre géo-économique de quête de souverainetés, de sécurisation des chaînes de valeur, qui se conjugue avec l'impératif de transition énergétique. Un mouvement de bascule qui rebat les cartes au niveau international. Il fait apparaître des gagnants et des perdants dans les filières industrielles et redessine en profondeur les territoires au sein même des pays. Le Politique qui appuie ce bouleversement exigera sans doute des contreparties qui ne se sont pas toutes encore matérialisées pour les entreprises bénéficiaires.

Les épisodes du Covid et du conflit russo-ukrainien ont été des accélérateurs de mouvements profonds déjà à l'œuvre. Ces bouleversements de modèles d'entreprise seront protéiformes avec comme dénominateur commun une nécessaire adaptation à un monde plus complexe et moins coopératif.

Notre stratégie financière se nourrit de tous ces diagnostics.

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

# Analyse de l'évolution des marchés

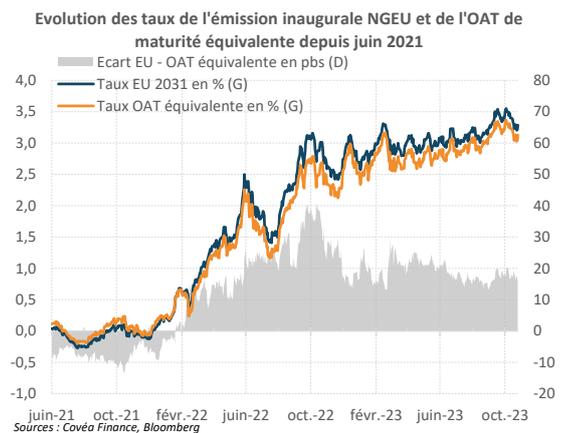
## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les marchés obligataires sont restés volatils la semaine dernière dans un contexte de discours plus restrictifs des banquiers centraux toujours pour combattre l'inflation et de fonds de pension en revanche acheteurs d'obligations longues. Nous avons donc assisté à un aplatissement des courbes en début de semaine avant de voir les taux longs remonter. Ainsi, le 10 ans français a atteint 3,19% en milieu de semaine avant de clôturer la semaine à 3,30%. Du côté des Etats-Unis, le 10 ans américain a clôturé la semaine à 4,64% dans le sillage d'une mauvaise adjudication sur la partie longue de la courbe avec peu d'acheteurs. Sur le marché du crédit, nous avons assisté à de nombreuses émissions primaires, le volume hebdomadaire atteignant plus de 9Mds€ sur un large panel d'émetteurs allant de Heineken à la Sagess. Les investisseurs finaux étaient présents, demandeurs de rendements intéressants sur le crédit de maturité longue.

### Le Focus de la semaine : Le « future » de l'Union Européenne

Dès l'année prochaine, la dette en circulation de l'Union Européenne franchira le cap des 500 Mds€. Pour cette occasion, la Commission Européenne et la Deutsche Börse travailleraient conjointement au lancement d'un contrat à terme (*future*). Cet instrument financier, standardisé et coté, permet de s'exposer à une dette en dépensant moins d'argent grâce à un effet de levier que si on achetait directement l'actif sous-jacent. Au fil des années, l'UE est devenue un émetteur important sur le marché obligataire. Elle se place dans les cinq principaux émetteurs en Euro, au même niveau que l'Espagne. Ce mouvement s'est amplifié avec le programme *NextGeneration EU* (NGEU). Il représente aujourd'hui 65% de la dette en circulation de l'UE. Né à la suite de la crise sanitaire, ce programme ambitieux de 750 Mds€ devait permettre aux Etats membres de bénéficier de prêts et de subventions en émettant de la dette via l'UE. Alors que de nombreuses personnes ont cru y voir les prémices d'un moment hamiltonien\* européen la réalité est plus nuancée. La mise en application du plan NGEU a pris beaucoup de retard. A la fin du premier semestre 2023, soit deux ans après son lancement, moins de 25% des fonds ont été utilisés. Or, le programme est censé prendre fin en 2026. Il peine à séduire l'ensemble des membres, certains n'ayant pas encore reçu un seul versement. Son coût est aussi en questionnement car il est basé sur des hypothèses de calculs faites dans un environnement de taux bas. L'UE empruntait à 0,10% pour son émission inaugurale à 10 ans en juin 2021. Ce taux est aujourd'hui à 3,60%. La remontée des taux rebat les cartes d'autant qu'elle coïncide avec le souhait de la Commission d'accélérer les versements de manière à respecter les délais. En parallèle, les sources d'autofinancement annoncées risquent d'être insuffisantes alerte la Cour des Comptes dans un rapport de juillet. La principale d'entre elle devait être l'application d'une taxe carbone aux frontières. Son estimation aurait déjà été revue à la baisse obligeant la Commission à proposer de nouvelles sources de financement. Ce travail est compliqué dans la mesure où toutes les propositions portant sur les ressources nécessitent l'unanimité des 27 et sa ratification par tous les membres. Le risque que les Etats doivent contribuer davantage au remboursement de cette dette est réel. Cette problématique interne se conjugue à de nombreuses autres auxquelles fait face la Commission. L'absence des titres de l'UE dans les indices obligataires souverains, la hausse des émissions nettes des Etats membres faisant craindre un effet d'éviction et la profondeur de marché jugée insuffisante de ses obligations sont sources d'incertitudes. Malgré une notation supérieure à celle de la France, AAA chez Fitch et Moody's contre AA et AA-, les obligations de l'UE s'échangent maintenant à des taux plus élevés que les obligations françaises. Ce n'était pas le cas au lancement du programme NGEU. Par la création d'un contrat à terme la Commission entend accroître la liquidité de sa dette et surtout la faire changer de dimension en attirant plus d'investisseurs. Il lui permettra d'assurer le renouvellement des premières échéances significatives (30Mds en 2025 et 40Mds en 2026) en pérennisant sa présence dans le paysage obligataire. Ce pari que prend la Commission ne pourra être possible que si les investisseurs répondent présents.



\*La décision du Conseil européen (du 21 juin 2020, confirmée le 14 décembre 2020) d'autoriser la Commission européenne d'émettre de la dette au profit des États membres est souvent comparée à la décision de l'État fédéral américain de 1790, sous l'impulsion du secrétaire au Trésor Alexander Hamilton, non seulement d'honorer la dette fédérale en cours mais aussi d'assumer les dettes des États fédérés.

Lucas Couvert  
Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	10/11/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,00	0,00 →	0,00 →	1,00 ↑	1,50 ↑		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,00	0,00 →	0,00 →	2,00 ↑	2,50 ↑		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	1,50	0,00 →	0,00 →	2,00 ↑	2,50 ↑		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,00	0,00 →	0,00 →	1,75 ↑	2,25 ↑		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00 →	0,00 →	0,00 →	0,00 →		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,62	4,57	4,62	3,87	3,81	4 ↑	-1 ↓	74 ↑	80 ↑	-43 ↓	11 ↓
Allemagne	2,72	2,65	2,65	2,57	2,01	7 ↑	7 ↑	15 ↑	71 ↑	-34 ↓	21 ↓
France	3,30	3,24	3,23	3,12	2,50	6 ↑	7 ↑	19 ↑	80 ↑	-8 ↓	50 ↓
Italie	4,58	4,51	4,51	4,72	4,00	6 ↑	6 ↑	-14 ↓	57 ↑	80 ↓	47 ↓
Royaume-Uni	4,34	4,29	4,27	3,67	3,46	5 ↑	6 ↑	66 ↑	88 ↑	-31 ↓	44 ↓
Japon	0,85	0,93	0,84	0,42	0,25	-8 ↓	1 ↑	43 ↑	60 ↑	74 ↓	88 ↓
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	75,6	77,2	75,6	90,6	107,2	-1,6 ↓	0,0 ↑	-15,0 ↓	-31,5 ↓		
Indice Itraxx Crossover	410,8	412,9	408,2	474,1	523,1	-2,1 ↓	2,5 ↑	-63,3 ↓	-112,3 ↓		

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

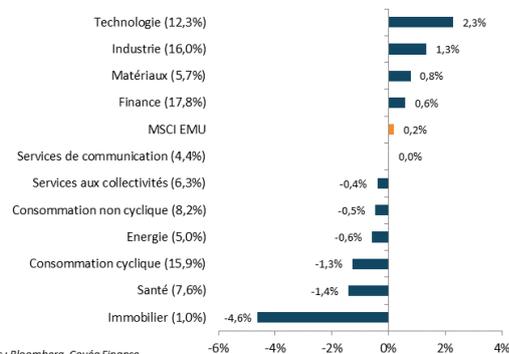
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

L'indice des actions européennes (MSCI EMU dividendes non réinvestis) enregistre une légère hausse de +0,2% sur une semaine marquée par la poursuite des publications de résultats des sociétés pour le 3e trimestre. La saison de publication est plus mitigée que celle du trimestre précédent, on note d'ailleurs quelques avertissements sur résultats, notamment ceux de Diageo (-11%) et Lanxess (+2%). Le secteur de la technologie (+2,3%) arrive en tête du classement sur la semaine, tiré par le segment des logiciels qui enregistre une croissance résiliente (SAP +4%, Nemetschek +6%). Le secteur de l'industrie (+1,3%) surperforme également, porté par les objectifs de croissance forte dévoilés par Schneider (+7%) lors de sa journée investisseurs. A l'inverse, le sentiment sur le secteur immobilier (-3,2%) se détériore après la faillite de la société américaine de bureaux partagés WeWork. Le secteur de la santé (-1,4%) sous performe également, pénalisé par la baisse de Bayer (-5%) toujours aux prises avec la justice au sujet du glyphosate.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 03/11/2023 au 10/11/2023 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

### Le Focus de la semaine : Multiples vents contraires dans le segment de la Medtech

Au sein du secteur de la santé, le segment de la Medtech, ou des fournisseurs de technologies médicales, se distingue traditionnellement par un potentiel de croissance fort et une faible corrélation avec l'activité économique globale. Malgré ces qualités intrinsèques, ce segment de la cote a subi une multitude de vents contraires au cours des 12-18 derniers mois. L'année dernière, il avait déjà été pénalisé par le rebond violent des taux d'intérêt au même titre que d'autres segments de la cote à hauts multiples telle que la technologie. Cette année, alors que le secteur de la technologie rebondit fortement, celui de la technologie médicale s'enfoncé davantage.

Pour de nombreuses sociétés, la pandémie a été un accélérateur de croissance, c'est le cas pour les équipementiers dans la production des vaccins (Sartorius stedim et Merck Kgaa), les sous-traitants qui produisent les vaccins (Lonza) ou encore les sociétés de diagnostic qui produisent les tests de dépistage du Covid-19 (Biomérieux, Roche, Diasorin). Pour ces acteurs, la fin de la pandémie a naturellement constitué un effet de base défavorable pour leur activité cette année. Le secteur souffre aussi des conséquences de la fin de la pandémie : le déstockage. En effet, comme nous avons pu le constater dans d'autres secteurs, les agents économiques ont eu tendance à surstocker pendant cette période pour pallier les perturbations des chaînes d'approvisionnement. Ce phénomène de déstockage est l'un des principaux facteurs mis en avant par des sociétés telles que Carl Zeiss ou Sartorius Stedim pour expliquer la révision à la baisse de leurs objectifs annuels.

Par ailleurs, le tarissement du financement des sociétés de biotechnologies que nous avons approfondi dans le cadre du suivi de nos Perspectives Economiques et Financières constitue un troisième vent contraire. Cela oblige les sociétés de biotechnologie à être plus sélectives dans leurs programmes de recherche. Ainsi, Lonza constate un ralentissement de l'activité dans le développement précoce des médicaments (pré-clinique et phase I) et Sartorius fait état d'un recul marqué dans l'utilisation de consommables par les laboratoires de recherche.

Les qualités de croissance et de résilience des sociétés Medtech pourraient revenir au premier plan, il convient néanmoins d'être sélectif, puisque certains risques identifiés persistent.

Grégoire Du Mesnil Du Buisson

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	10/11/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	142	141	143	132	133	0,2	↑	-0,8	↓	7,5	↑	6,1	↑
MSCI EMU Mid Cap	891	896	900	907	915	-0,6	↓	-1,0	↓	-1,7	↓	-2,7	↓
MSCI EMU Small Cap	377	380	382	370	357	-0,8	↓	-1,4	↓	1,8	↑	5,6	↑
MSCI Europe	149	149	150	143	145	-0,2	↓	-1,0	↓	4,5	↑	2,8	↑
France CAC 40	7 045	7 048	7 114	6 474	6 557	0,0	↓	-1,0	↓	8,8	↑	7,4	↑
Allemagne DAX 30	6 028	6 011	6 075	5 693	5 785	0,3	↑	-0,8	↓	5,9	↑	4,2	↑
Italie MIB	28 504	28 675	28 644	23 856	24 394	-0,6	↓	-0,5	↓	19,5	↑	16,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 361	7 418	7 456	7 452	7 375	-0,8	↓	-1,3	↓	-1,2	↓	-0,2	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 423	8 559	8 543	8 417	8 463	-1,6	↓	-1,4	↓	0,1	↑	-0,5	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les performances sont contrastées **en Asie** sur la semaine mais sont dans la lignée des performances observées depuis le début de l'année. Les pays d'Asie du Nord à fort biais technologique (Corée du Sud, Taïwan, Japon) affichent les meilleures performances. L'Inde continue de surperformer également. A l'inverse, les marchés chinois, ainsi que l'Asie du Sud-Est continuent de souffrir de données macroéconomiques inquiétantes. Dans les tensions entre les pays, notons que cette semaine M. Biden et M. Xi vont se rencontrer en marge du sommet de coopération économique pour l'Asie Pacifique. Dans les secteurs stratégiques, le Japon a débloqué plus de 12 milliards d'euros de budget additionnel à la production nationale de semiconducteurs, comprenant notamment plus de 4 milliards d'euros pour subventionner la construction de la deuxième usine de TSMC dans le sud-ouest du pays.

**Aux Etats-Unis**, les actions ont poursuivi leur mouvement de hausse malgré les nouveaux commentaires restrictifs de Jerome Powell. Ainsi, en termes sectoriels, seuls les secteurs de la technologie et des services de communication surperforment. Tous les autres compartiments enregistrent des performances inférieures à l'indice général, en particulier l'énergie suite à la baisse du baril WTI, et les services publics. En ce qui concerne les valeurs, l'indice profite encore clairement d'une contribution positive des plus grandes capitalisations boursières. Parmi les éléments transverses, dans la thématique de la réduction des effectifs, Citigroup envisage de réduire ses effectifs de 10% dans plusieurs de ses divisions dans le cadre d'un plan de restructuration.

### Le Focus de la semaine : Accord préliminaire avec le syndicat UAW dans le secteur automobile aux Etats-Unis

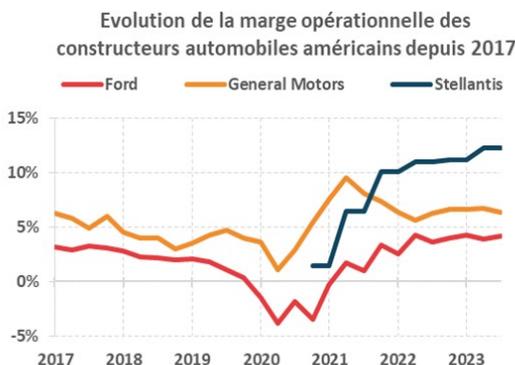
Après des semaines de négociations entre le syndicat automobile américain (UAW) et les trois principaux constructeurs aux Etats-Unis (Ford, General Motors, Stellantis), un accord de principe a finalement été trouvé, mettant fin à six semaines de grève (mobilisant parfois jusqu'à 50.000 personnes simultanément) ... mais à quel prix ?

L'accord, trouvé initialement avec Ford prévoit une augmentation des salaires de +25% au cours des 4 prochaines années (dont +11% immédiatement), la réinstauration d'une indexation des rémunérations sur le coût de la vie (supprimée durant la crise financière de 2008), ainsi que d'autres avantages sociaux, notamment pour les retraités. Bien que ces modalités soient inférieures aux revendications initiales de l'UAW (augmentation des salaires de +40%), elles représentent tout de même une victoire pour l'organisation syndicale face à la volonté initiale des constructeurs qui ne voulaient pas dépasser +9% d'augmentations salariales au début des négociations.

Cet accord, dont les termes ont été repris pour General Motors (GM) et Stellantis, reste néanmoins préliminaire et suspendu au vote des salariés de chaque usine au cours des prochaines semaines ... et sa validation demeure pour le moins incertaine. Alors qu'il a été adopté par une large majorité au sein d'une usine de Ford (82%), les travailleurs d'une usine de GM l'ont rejeté (52% des votes) la semaine dernière, remettant ainsi potentiellement en cause toutes les négociations menées jusqu'à présent et créant accessoirement des tensions entre les salariés syndiqués des différentes entreprises (pour référence, les deux usines se situent dans le Michigan).

Bien qu'il ne soit pas encore définitif, et potentiellement sujet à de nouveaux rebondissements, cet accord devrait entraîner une hausse considérable des charges salariales pour ces 3 constructeurs qui enregistrent déjà les coûts de main d'œuvre les plus élevés de l'industrie au niveau mondial.

Dans un contexte inflationniste et de taux élevés impactant le pouvoir d'achat des ménages, il semble peu probable que ces constructeurs puissent répercuter ces hausses de coûts sur les prix de vente des véhicules, risquant de facto d'impacter négativement les marges opérationnelles de 400 à 500 points de base. Le suivi des tensions inflationnistes au sein de cette chaîne, couplée aux risques qui pèsent sur la croissance future des constructeurs automobiles, est au cœur de nos réflexions dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF).



Sources : Sociétés, Bloomberg, Covéa Finance. Données au 30/09/2023, arrêtées à chaque trimestre.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	10/11/23	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €											
						J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois								
Etats-Unis - S&P500	4 415	4 358	4 347	3 840	3 993	1,3	↑	1,6	↑	15,0	↑	10,6	↑	1,7	↑	1,4	↑	15,2	↑	7,1	↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 283	34 061	33 892	33 147	33 748	0,7	↑	1,2	↑	3,4	↑	1,6	↑	1,1	↑	1,0	↑	3,6	↑	-1,6	↓
Etats-Unis - Nasdaq	13 798	13 478	13 521	10 466	11 323	2,4	↑	2,0	↑	31,8	↑	21,9	↑	2,8	↑	1,9	↑	32,1	↑	18,0	↑
Japon Nikkei 300	496	493	496	401	417	0,5	↑	0,0	↓	23,8	↑	18,9	↑	-0,5	↓	-0,3	↓	7,3	↑	5,5	↑
Corée du Sud KOSPI	2 410	2 368	2 427	2 280	2 483	1,7	↑	-0,7	↓	5,7	↑	-3,0	↓	1,6	↑	-0,8	↓	1,1	↑	-7,1	↓
Chine - Shanghai	3 039	3 031	3 053	3 089	3 087	0,3	↑	-0,5	↓	-1,6	↓	-1,6	↓	0,6	↑	-0,4	↓	-6,9	↓	-7,4	↓
Hong Kong Hang Seng	17 203	17 664	17 511	19 781	17 326	-2,6	↓	-1,8	↓	-13,0	↓	-0,7	↓	-2,0	↓	-1,9	↓	-12,9	↓	-3,5	↓
Marchés Emergents - MSCI	948	948	956	956	936	0,0	↑	-0,8	↓	-0,8	↓	1,3	↑	0,4	↑	-1,0	↓	-0,7	↓	-1,9	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Syndicats américains, chant du cygne ou retour du phénix ?

Le 30 octobre signe la fin du bras de fer entre le syndicat du secteur automobile, l'UAW et les trois grands constructeurs américains, General Motors, Ford et Stellantis. Ces accords, en cours de ratification, sont déjà qualifiés d'historiques. Inédits à plusieurs niveaux, ils ont un goût de revanche dans le berceau de l'industrie automobile. Socialement, ces accords marquent le retour d'acquis sociaux majeurs, supprimés dans la douleur en 2009. Des années qui ont marqué les habitants de Détroit, surnommée « *Motor City* » : les fermetures massives d'usines avaient mené la ville jusqu'à la déclaration en défaut de paiement en 2013. Les conditions de rémunération et les retraites avantageuses précédemment obtenues par la puissante UAW avaient été pointées comme responsables de la perte de compétitivité du secteur, ancien fleuron américain. Tesla, dont le premier modèle n'a été commercialisé qu'en 2008, s'était déjà affranchi de ce cadre géographique et de ses contraintes, implantant son usine historique en Californie, loin de la région des Grands Lacs. Politiquement, ces accords ont été négociés dans un contexte attendu comme favorable à la cause syndicale. Le Président Biden a multiplié les déclarations d'intention fortes dans ses discours. En plaçant le secteur automobile au cœur de son programme de soutien national – l'Inflation Reduction Act – il affiche son ambition de relocaliser massivement ce qu'il qualifie comme de « bons » emplois. Dans les faits, l'absence d'avancée concrète pour les droits syndicaux ou le salaire minimum – son texte phare le Protecting the Right to Organize (PRO) Act étant bloqué au Congrès – le voit réduit à un « bully pulpit »<sup>1</sup>. Malgré sa venue en personne particulièrement remarquée sur le piquet de grève de l'UAW, n'a-t-il pas expressément demandé au Congrès de faire barrage à la grève du rail fin 2022, craignant des conséquences économiques majeures ? L'institut américain observant les Relations industrielles et du travail a documenté 417 grèves en 2022, en hausse de +50% en comparaison à 2021 - et la presse fait référence à l'été 2023 comme « l'été de toutes les grèves » : camionneurs d'UPS, scénaristes et acteurs hollywoodiens, pilotes d'avions... Cette dynamique pourrait témoigner d'un alignement inédit, le niveau de soutien public atteignant un record historique dans l'opinion : l'institut de sondage Gallup<sup>2</sup> a publié le 30 août que 71% des Américains soutenaient le travail des organisations syndicales et que près d'un Américain sur deux serait prêt à se syndiquer s'il le pouvait.

### Cet engouement repose-t-il sur des fondamentaux solides ?

La pénurie de main-d'œuvre auxquelles font face les entreprises depuis le début de la pandémie a constitué un environnement favorable aux négociations syndicales, transférant le rapport de force du côté des travailleurs. Toutefois, leur base est fragile, avec un taux de syndicalisation dans le secteur privé en déclin constant et proche de son plus bas niveau historique, à seulement 6% de la main d'œuvre américaine, alors qu'il affichait jusqu'à 35% en 1954. Au-delà de cette faible proportion, on assiste également à l'érosion de cette base : l'industrie manufacturière, bastion passé du syndicalisme victime de la désindustrialisation, n'emploierait plus que 12,9 millions de personnes.

Les accords de l'UAW, s'ils sont ratifiés par les deux tiers des salariés, seront valables jusqu'en avril 2028. Aussi, quel rôle jouera l'IRA et sa promesse de création de postes pour renouveler ce vivier ? La transition énergétique requiert des investissements lourds. Dans leur choix des futurs emplacements d'usines, les grands constructeurs automobiles sont à la recherche de foncier et d'électricité bon marché, les conduisant loin des terres originelles de l'automobile thermique. Des Etats comme le Kentucky (implantation de Toyota) ou la Géorgie offrent des conditions économiques intéressantes et un cadre légal moins favorable aux syndicats. Ce point avait été levé par l'UAW, qui réclamait un accès assuré au sein des futures usines électriques. La version disponible de l'accord avec le constructeur Ford n'est pas explicite sur ce sujet clé. L'UAW se contente de rappeler le rôle protecteur de l'emploi des syndicats. L'enjeu est pourtant majeur dans un contexte de transformation du secteur avec l'arrivée massive des véhicules électriques. Les engagements négociés semblent se limiter au respect des dispositions de l'accord-cadre pour les employés qui accepteront une mobilité dans les nouvelles usines du Kentucky et du Tennessee.

### Comment appréhender le risque de contagion aux autres secteurs économiques ?

Ces récents accords pourraient encourager d'autres syndicats, notamment avec l'adoption de méthodes davantage stratégiques et agressives, au contenu rendu public, éléments novateurs de cette campagne de l'UAW. Le taux de syndicalisation est en diminution dans l'ensemble des secteurs, à l'exception des transports/communication/services qui affichent collectivement un taux moyen de 18% en 2022, supérieur à la moyenne nationale - quant à l'industrie manufacturière elle n'affiche que 8% de syndiqués. Ces secteurs, susceptibles d'être des points de bascule, sont à observer avec attention. Ils restent néanmoins difficilement pénétrables pour les syndicats : le principal texte législatif, le National Labor Relations Act (NLRA) protège peu la liberté syndicale, en l'absence d'un arsenal de sanctions dissuasives. Dans un rapport publié en 2019 par l'Economic Policy Institute<sup>3</sup>, plus de 40% des employeurs américains auraient enfreint les lois fédérales lors des élections syndicales. Des sources proches des syndicats relatent des techniques antisyndicales agressives, telles menaces et licenciements punitifs. De plus, au terme d'un parcours souvent ardu, le taux de succès final une fois le syndicat élu reste limité, l'employeur n'étant obligé qu'à des négociations de bonne foi. De plus, un grand nombre d'entreprises américaines ont adapté leurs modèles organisationnels et juridiques « en constellation » (plateformes, sous-traitants, franchises) comme autant de barrières à tout mouvement d'union salariale, prérequis fondamental à une action syndicale – ce qui s'inscrit dans le phénomène plus large de « *gig economy* » littéralement « l'économie des petits boulots ». Ces récents accords automobiles ont été obtenus par Shawn Fain, Président de l'UAW fraîchement élu et déjà remarqué par ses stratégies percutantes. D'une durée limitée aux 4 prochaines années, seraient-ils en réalité le chant du cygne de ce syndicat historique ? Son président veut créer un élan ouvrier et s'attaque au sujet des usines non syndiquées tout en appelant les autres syndicats – tout corps de métier confondu – à l'union, en coordonnant leur calendrier de négociation à la date stratégique du 1<sup>er</sup> mai 2028. Une chose est certaine, avec une main d'œuvre de 109 millions de personnes dans les services et un taux de syndicalisation proche de 10% en 2022, l'écho du discours syndicaliste prend une autre dimension. Cela fait craindre la formation d'une boucle prix/salaires, comme évoqué dans nos Perspectives Economiques et Financières. Depuis 2022, des entreprises réputées inaccessibles comme Amazon, Apple, Starbucks mais aussi des startups font également face à des tentatives de syndicalisations locales. Plus largement, avec dans leurs rangs de nombreux jeunes travailleurs très diplômés, la recherche de sens au travail fait également émerger de nouvelles contestations, éthiques et idéologiques, qui pourraient également venir peser dans la gouvernance des entreprises.

<sup>1</sup> Expression créée par Théodore Roosevelt, faisant référence à la très large audience offerte lors de la prise de parole d'un Président

<sup>2</sup> Institut de sondage américain reconnu pour son indépendance

<sup>3</sup> Groupe de réflexion américain à but non lucratif créé en 1986, proche des syndicats de travailleurs

Laurence Coldrey

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les banquiers centraux américains réaffirment un biais restrictif »

**La dégradation de la confiance du consommateur s'est poursuivie en novembre.** L'indicateur d'enquête de l'Université du Michigan recule de 3,4 points à 60,4 points, au plus bas depuis mai dernier, après quatre mois consécutifs de baisse. Ce repli reflète à la fois une détérioration de la situation présente et des perspectives. Par ailleurs, les anticipations d'inflation des ménages remontent assez nettement à court et moyen terme : la médiane des anticipations d'inflation à horizon 1 an passe à 4,4% (4,2% le mois précédent) et à 3,2% à horizon 5 ans (3% le mois précédent).

Si ces anticipations des ménages ont un pouvoir prédictif quasi nul, leur augmentation pourrait alerter les banquiers centraux et renforcer le discours restrictif tenu ces derniers jours par plusieurs membres de la Réserve fédérale. En début de semaine, le Président de la Réserve fédérale de Minneapolis, Neel Kashkari a ainsi déclaré ne pas être encore convaincu que le cycle de hausse de taux directeur soit terminé. Le banquier central, membre votant cette année, s'inquiète d'un possible rebond de l'inflation. Il a indiqué préférer resserrer trop fortement les taux, plutôt que de laisser l'inflation rester supérieure à 2%. A sa suite, deux autres membres du comité de politique monétaire (FOMC) sont montés au créneau pour appuyer un message de prudence quant au repli de l'inflation. La Présidente de la Réserve fédérale de Dallas, Lorie Logan (membre votant), a souligné la vigueur de la croissance, avec un PIB du 3<sup>ème</sup> trimestre qui avait largement dépassé les attentes. Pour sa part, **Michelle Bowman (membre du Conseil des Gouverneurs) a déclaré qu'elle estime toujours qu'une hausse de taux supplémentaire est nécessaire** pour ramener l'inflation à 2%.

Enfin, **le Président de la Réserve fédérale a confirmé en fin de semaine lors d'une allocution au FMI que le comité de politique monétaire maintient un biais haussier.** Jerome Powell a déclaré que la Réserve fédérale n'hésiterait pas à remonter encore les taux si nécessaire et que la prudence restait de mise tant que le comité n'aura pas la confirmation d'un retour durable de l'inflation vers la cible de 2%. Le comité s'attend à un ralentissement de l'activité, qui n'est pas encore acquis, ce qui nécessite d'être attentif au risque qu'une croissance plus forte qu'attendu ne compromette la réduction de l'inflation.

Les données d'enquête de la Réserve fédérale portant sur le crédit bancaire décrivent une poursuite au troisième trimestre de la transmission du resserrement monétaire sur les conditions financières. Ainsi, le durcissement des conditions d'octroi de crédit s'est prolongé, tant pour les entreprises que pour les ménages. De même la demande de crédit reste dégradée.

**Sur le plan politique, le budget fédéral provisoire voté in extremis fin septembre, arrive à expiration le 17 novembre.** Démocrates (majoritaires au Sénat) et Républicains (majoritaires à la Chambre des Représentants) doivent donc cette semaine s'efforcer de conclure un accord qui prolongerait le financement de l'Etat fédéral, en l'absence duquel certaines activités non essentielles du gouvernement fédéral pourraient devoir fermer (*government shutdown*), faute de financement. **C'est dans ce contexte de tensions sur les questions budgétaires, que l'agence de notation Moody's a abaissé vendredi la perspective associée à la note souveraine des Etats-Unis, la passant de neutre à négative.** La note des Etats-Unis reste AAA, mais Moody's s'inquiète de la trajectoire de la dette et de la polarisation politique croissante qui affaiblit les perspectives d'accord pour enrayer cette trajectoire. En août dernier, l'agence de notation Fitch avait abaissé la note des Etats-Unis de AAA à AA+ sur la base d'arguments similaires. La remontée des taux d'intérêt consécutive au resserrement monétaire drastique mené par la Réserve fédérale va fortement alourdir la charge de la dette dans les prochains trimestres. Ce nouveau contexte plus adverse, que nous soulignons dans nos dernières perspectives économiques et financières, va renforcer la pression sur les équilibres budgétaires.

Etats-Unis : Confiance - Université du Michigan



Source: Université du Michigan, Refinitiv Eikon, Covéa Finance  
Dernier point : 11/23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	nov.-23	60,4	63,8	77,6	59,0
Importations	Val, NCVS, GA%	sept.-23	-5,1	-6,2	21,3	14,6
Exportations	Val, NCVS, GA%	sept.-23	-2,7	-5,4	22,9	17,5

\*Du 06/11/2023 au 12/11/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

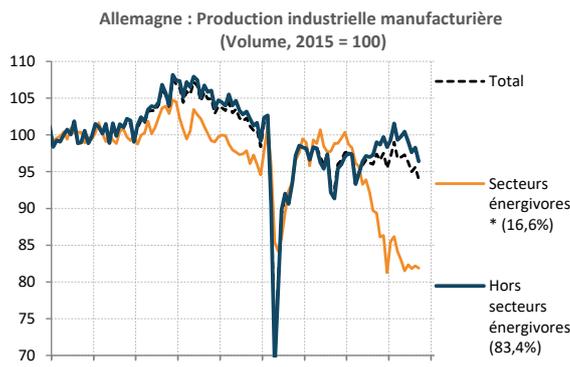


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Le gouvernement allemand réagit aux difficultés de son industrie »

**Dans la zone euro, la tendance à la baisse des ventes au détail, en volume, s'est poursuivie en septembre.** Elles ont reculé de 0,3% par rapport au mois précédent, leur troisième baisse consécutive, malgré le rebond de 1,4% des achats de produits alimentaires, dont les prix ont ralenti. Les ventes de produits non-alimentaires, hors carburants automobile, ont chuté de 1,9% et les ventes de carburant ont diminué de 0,9%. Sur les douze derniers mois, la baisse des ventes au détail en volume atteint 2,9%, dont -3,4% hors alimentation et carburants et -7,5% pour les carburants. Le recul atteint même 3,8% depuis le dernier point haut de mars 2022. Les achats de produits alimentaires restent en recul sur un an (-1,0%), mais il s'agit de leur contraction la plus modérée depuis janvier 2022.



Sources : Datastream, Covéa Finance  
 \*Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques  
 Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point sept 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	sept.-23	-2,7	-1,8	5,1	0,9
AL	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	sept.-23	-4,7	-1,9	4,6	-0,4
IT	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	sept.-23	-5,0	-3,7	7,6	-0,5
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	sept.-23	-2,0	-4,2	11,7	0,4
ES	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	sept.-23	-1,4	-3,3	7,3	2,8
RU	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	sept.-23	1,5	1,5	-3,9	-3,5
	PIB Vol, CVS, GA%	T3 23	0,6	0,6	8,7	4,4

\*Du 06/11/2023 au 12/11/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

domestiques, mais progression de 4,2% des commandes étrangères (+6,2% en provenance de la zone euro). La production industrielle allemande a baissé de 1,4% (GM) en septembre, son quatrième mois consécutif de contraction, portant son recul sur un an à 3,7%. Les branches les plus énergivores ont encore pesé sur la production manufacturière en septembre, avec un recul de 0,4% sur le mois et de 8,5% sur un an.

**Face aux difficultés persistantes de ces industries les plus énergivores, le gouvernement allemand a annoncé une série de mesures destinées à alléger leur facture d'électricité,** pour un montant qui pourrait atteindre 12Mds€ sur cinq ans. Une partie de cette somme sera puisée dans le Fonds pour le climat et la transformation. D'un montant de 200Mds€, ce dernier est hors budget.

**Au Royaume-Uni, le Produit Intérieur Brut (PIB) a stagné au troisième trimestre.** Après une croissance de 0,3% et de 0,2% respectivement aux premier et deuxième trimestres (en glissement trimestriel), l'activité économique est restée stable au troisième trimestre (+0,0%), conformément aux attentes de la Banque d'Angleterre. Le resserrement des conditions de financement et les tensions inflationnistes qui peinent à refluer semblent avoir pesé sur la dynamique économique. L'investissement des entreprises est en effet en forte contraction (-4,2% en glissement trimestriel), après un premier semestre bien orienté. Du côté des ménages, la consommation est en baisse de 0,4% sur le trimestre. La faiblesse de la demande interne a néanmoins profité au commerce extérieur net. Les importations sont en effet en baisse de 0,8% (en glissement trimestriel), une baisse principalement due au recul des importations de machines et matériels de transport. Dans le même temps, les exportations ont rebondi (+0,5% en glissement trimestriel), grâce à la bonne orientation des exportations de services (+2,8%) qui a compensé une baisse de 2,0% des exportations de biens.

Alors que le président de la Bundesbank, Joachim Nagel, appelle à la vigilance face au risque de mauvaises surprises sur l'inflation ces prochains mois, notamment en raison d'une dynamique des salaires entretenue par le maintien de tensions fortes sur le marché du travail, **le FMI indique que la BCE devrait laisser ses taux directeurs à leur niveau actuel ou proche de ce niveau tout au long de l'année prochaine** pour contribuer à ramener l'inflation à son objectif de 2%. L'institut évoque aussi les tensions sur le marché du travail, susceptibles d'empêcher un retour à une inflation de 2% avant 2026. Le Fonds ajoute les risques d'envolée des prix des matières premières énergétiques en cas d'extension du conflit entre Israël et le Hamas. De son côté, **Luis de Guindos, vice-président de la BCE répète,** dans une interview à la presse slovène, **que la BCE perçoit encore des risques inflationnistes, notamment sur l'inflation sous-jacente** (prix de l'énergie, faiblesse de l'euro ou augmentation des CSU), sur laquelle il considère qu'il est important de se concentrer. **Il réaffirme que toute discussion sur une baisse des taux directeurs serait prématurée.**

Réunis la semaine dernière pour la réunion mensuelle de l'Eurogroupe, les ministres des finances des pays membres de l'Union Européenne ont progressé sur la voie de la réforme des règles budgétaires européennes. La présidence espagnole de l'UE espère qu'un accord pourra être formalisé le mois prochain, afin que les nouvelles règles s'appliquent dès 2024.

**En Allemagne,** les commandes manufacturières ont augmenté de 0,2% en glissement mensuel (GM) en septembre, après avoir déjà progressé de 1,9% en août. Ces deux hausses mensuelles consécutives ne suffisent toutefois pas à compenser la chute de 11,4% du mois de juillet. Les commandes totales sont ainsi en baisse de 4,0% sur le trimestre comme sur un an. En septembre, la légère augmentation enregistrée reflète des évolutions très contrastées, notamment d'un point de vue géographique : chute de 5,9% des commandes

Eloïse Girard-Desbois  
Econometiste



Jean-Louis Mourier  
Econometiste

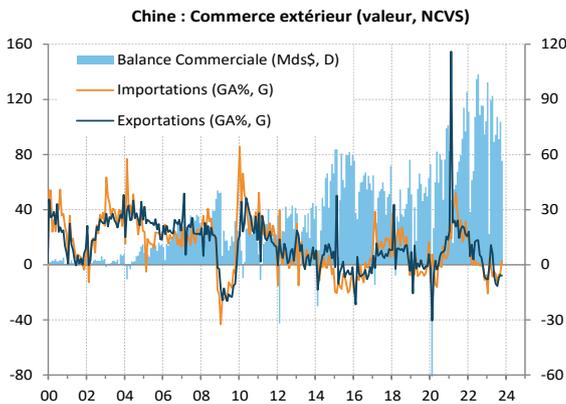


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'économie chinoise est à nouveau en déflation »

**En Chine, le recul des prix alerte sur la faiblesse de la demande domestique.** L'indice des prix à la consommation a décliné de 0,2% sur un an en octobre après la stagnation affichée en septembre. Ce recul est particulièrement visible dans l'alimentation (-4% en glissement annuel), ce qui reflète notamment l'effondrement des très volatiles prix du porc (-30,1%). Hors alimentation, la croissance de l'indice des prix reste inchangée par rapport à septembre (+0,7%), soutenue par le redressement des prix des carburants (+1,8% après un déclin de 1,1% en septembre). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) ralentit à 0,6% (après 0,8% en septembre), notamment du fait de la modération des prix des services qui fait écho à l'essoufflement de l'activité dans le secteur que relate les enquêtes PMI. Plus largement, le recul des prix semble indiquer une demande domestique faible et contraste donc avec les données de ventes au détail qui se sont améliorées en septembre et la reprise des importations en octobre détaillée dans le paragraphe suivant. Du côté de la production, l'indice des prix reste en déclin pour un 12<sup>ème</sup> mois consécutif en octobre, en baisse de 2,6% en glissement annuel (après -2,5% en septembre). Malgré la hausse des composantes liées à l'énergie, le recul des prix à la production de matériaux industriels et de biens de consommation ont tiré l'indice à la baisse.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

**La demande étrangère adressée à la Chine a également du plomb dans l'aile.** Les données de commerce chinoises pour le mois d'octobre rapportent en effet un renforcement du déclin des exportations (-6,4% en glissement annuel après -6,2% en septembre). Par rapport au mois précédent, les exportations ont particulièrement diminué à destination du Japon et de la Corée du Sud. La ventilation sectorielle des échanges révèle en outre un recul marqué des livraisons de produits électroniques, et en particulier de semi-conducteurs, ce qui semble refléter les conséquences des restrictions commerciales imposées par les Etats-Unis et leurs alliés qui ont récemment été renforcées. En revanche, les exportations de véhicules sont restées dynamiques sur le mois et les exportations de téléphones portables se sont redressées. **Si les exportations restent en contraction, les importations s'affichent en hausse de 3% en glissement annuel en octobre (après -6,2% en septembre), enregistrant ainsi leur première évolution positive en 15 mois.** Cette reprise reflète toutefois en

partie des effets prix, en particulier sur l'énergie. Par exemple, la croissance sur un an des importations de pétrole brut accélère à 8,4% en valeur contre 0% en septembre, alors qu'en volume elle ralentit à 13,5% contre 13,7% le mois précédent. Néanmoins, la vigueur des importations en volume de cuivre, de minerai de fer, de véhicules et châssis ou encore de soja rassurent quelque peu sur l'état de la demande domestique. De plus, la croissance des importations de circuits intégrés s'est redressée à 1,9% en glissement annuel en volume en octobre, soit la première évolution positive en deux ans, contre -10,5% en septembre, en partie grâce à un effet de base favorable. Cette reprise pourrait également refléter une stratégie de constitution de stocks supplémentaires en vue d'un éventuel renforcement des entraves au commerce. Ainsi, la baisse des exportations et la hausse des importations se sont traduites par une réduction de l'excédent commercial mensuel chinois à 56,5 Mds\$, après 77,8 Mds\$ en septembre.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	Salaires	CVS, GA%	sept.-23	1,1	0,9	0,4	1,7
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-23	-0,2	0,0	0,9	2,0
CH	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-23	0,6	0,8	0,8	0,9
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	oct.-23	-7,9	-7,3	30,0	7,1
	Importations	Vol, NCVS, GA%	oct.-23	3,0	-6,3	30,1	0,8

\* Du 06/11/2023 au 12/11/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Sur le plan géopolitique, Joe Biden et Xi Jinping devraient se rencontrer le 15 novembre à San Francisco en marge d'un sommet de la Coopération économique Asie-Pacifique (APEC).** Pour les Etats-Unis, un des enjeux de cette rencontre serait le rétablissement de la communication entre les autorités militaires des deux pays qui avait été interrompue par la Chine à la suite de la visite de la présidente de la Chambre des représentants, Nancy Pelosi, à Taïwan l'an passé.

**Au Japon, la dynamique des salaires accélère mais semble encore bien insuffisante pour amener à une normalisation significative de la politique monétaire.** La croissance des salaires a atteint 1,2% en glissement annuel en septembre, après 0,8% le mois précédent. Le détail de la publication révèle que ce sont principalement les salaires contractuels, soit une composante durable de l'indice, qui ont principalement progressé (+1,5%) alors que la composante « paiement spéciaux » (principalement les primes) recule de 6%. Toutefois, l'évolution des salaires reste bien inférieure à celle des prix comme l'illustre la contraction toujours marquée des salaires réels (-2,4%). Au cours des prochains mois, les données de salaires devraient illustrer l'entrée en vigueur de la hausse de 4,3% du salaire minimum (un record depuis 1991) en octobre et le versement des primes d'hiver en novembre et décembre.

**En Australie, la banque centrale (RBA) annonce une nouvelle hausse de taux de 25 points de base après 4 mois de pause.** Le taux directeur atteint ainsi 4,35% et la communication de la RBA n'exclut pas un resserrement supplémentaire à l'avenir, en fonction de l'évolution des données et de la perception des risques. Selon le communiqué du comité de politique monétaire, cette hausse est une réaction à l'inflation qui « s'est avérée plus persistante que prévu ». En outre, l'activité économique a également surpris la banque centrale par sa vigueur au cours des derniers mois.

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.