

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

06 mai 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Différentiel

Dans leurs dernières prévisions économiques publiées sur les dernières semaines, l'Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) et le Fonds Monétaire International (FMI) confirment le maintien d'un écart important de performance d'activité entre les Etats-Unis et la zone Euro, avec une croissance relative nettement inférieure sur le vieux continent. Ainsi en 2024, la croissance annuelle du Produit Intérieur Brut (PIB) des Etats-Unis devrait se porter à 2,6%, contre seulement 0,7% pour la zone Euro, soit un différentiel de croissance entre les deux parties de 1,9 points de pourcentage, contre déjà 2,1 relevés en 2023.

Cet écart de vélocité annuelle en faveur des Etats-Unis, que l'on retrouve régulièrement au regard des 30 dernières années (pour plus de 70% des trimestres) provient en majeure partie du dynamisme de la demande intérieure américaine, à savoir de l'investissement des entreprises et surtout de la consommation des ménages américains. Ainsi depuis 2017, la dynamique annuelle des dépenses des ménages des Etats-Unis a été supérieure à celle de la zone Euro près de 90% du temps, avec un différentiel moyen de croissance significatif de 1,6 points de pourcentage.

Un des dommages collatéraux de ce dynamisme de l'activité américaine s'illustre dans la difficulté actuelle des autorités monétaires à modérer significativement l'inflation. De ce fait, la Réserve fédérale américaine (Fed) se voit contrainte de maintenir une partie de sa politique monétaire restrictive en ne procédant pas, à ce stade, à un abaissement de sa fourchette de taux directeur aujourd'hui établi de 5,25% à 5,50%.

Tandis que la Banque Centrale Européenne (BCE) s'apprête quant à elle, à procéder à une première baisse de ses taux directeurs, l'écartement des niveaux des taux pourrait conduire à une appréciation du dollar américain et renforcer les pressions inflationnistes des produits importés dans la zone Euro libellés en Dollar. Une désynchronisation durable des cycles de croissance américain et européen pourrait ainsi limiter la capacité de la BCE à assouplir sa politique en soutien à l'activité économique en Europe en intégrant le risque inflationniste importé. Une situation avec laquelle devra composer la BCE dans le pilotage de sa politique monétaire sur les prochains mois.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Frédéric Kleiss

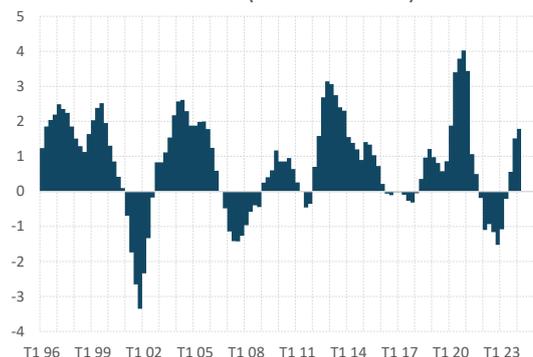
Responsable des Recherches



Focus de la semaine

« Un différentiel favorable aux Etats-Unis 70% du temps depuis 1996 »

Différentiel de croissance annuelle entre les Etats-Unis et la Zone Euro (lissé sur 4 trimestres)



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	03/05/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,076	1,089	1,101	-1,2	-2,3
€ / £	0,858	0,855	0,876	0,3	-2,1
€ / Yen	164,72	162,31	147,90	1,5	11,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	83	85	73	-2,8	14,4
Indice CRB*	542	536	544	1,1	-0,4
Prix de l'once d'Or	2 309	2 162	2 056	6,8	12,3
Prix de la tonne de cuivre	9 910	9 072	8 494	9,2	16,7
Indice Baltic Dry**	1 876	2 374	1 545	-21,0	21,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1941	1773	998	9,5	94,4

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 (dernier point 26/04/2024)

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les marchés obligataires ont connu une trajectoire en deux temps. Les taux ont été orientés à la hausse en début de semaine, notamment portés aux Etats-Unis par un indice du coût de l'emploi en hausse et en Zone Euro par des chiffres d'inflation pour le mois d'avril toujours sur des niveaux élevés. Le discours de Jérôme Powell mercredi soir, a maintenu le ton restrictif adopté par la Réserve fédérale américaine. Les taux devront encore rester élevés, plus longtemps que préalablement anticipé. Le rythme de baisse du bilan de la Réserve fédérale américaine se réduit. Le seuil de non-réinvestissement des titres arrivant à échéance passe ainsi de 60 Mds\$ à seulement 25 Mds\$ par mois à partir du 1er juin. La réduction du bilan sera donc plus lente, ce qui témoigne d'un assouplissement relatif de la politique monétaire. En fin de semaine, les chiffres de l'emploi aux Etats-Unis ressortent en deçà des attentes et surprennent le marché, poussant les taux à la baisse. **Le taux à 10 ans américain termine donc en baisse sur la semaine à 4,51 %, en retrait de 16 points de base. Les taux 10 ans français et allemands suivent la même dynamique et finissent respectivement à 2,97 % et 2,50 %, soit en baisse de 9 et 8 points de base.**

Le Focus de la semaine : Emission de dettes XXL pour Boeing, le retour du Jumbo

Le géant de l'aérien Boeing, vient d'émettre cette semaine 10 Mds \$ de dettes sur le marché obligataire américain. **Une taille aussi importante n'avait pas été observée depuis la pandémie, en avril 2020.** Cette émission obligataire entre, par sa taille, dans la catégorie dite des « Jumbo Deals ».

Cette émission multi-tranche (6 maturités différentes allant de 3 à 40 ans) servira principalement à financer les 12 Mds \$ de dettes qui arrivent à échéance en 2025 (4,3 Mds \$) et en 2026 (7,95 Mds \$). Ce montant pourra aussi être alloué à la potentielle acquisition de Spirit AeroSystem, fournisseur de Boeing spécialisé dans le fuselage des avions et dans les systèmes de propulsion, pour une valeur estimée de 4 à 5 Mds\$.

Les récents déboires du constructeur américain laissent cependant une trace encore bien visible. Entre perte de porte du fuselage en vol et autres défaillances techniques, la FAA (« Administration fédérale de l'aviation ») veut garantir la sécurité des voyageurs et réalise actuellement une série d'inspections auprès de Boeing et de ses fournisseurs. Les derniers résultats financiers témoignent des multiples difficultés que rencontre le groupe. Au premier trimestre 2024, le flux de trésorerie disponible ressort ainsi à - 3,9 Mds \$, un niveau qui n'avait pas été atteint depuis 2020 dans le contexte de la pandémie. Les trois grandes agences de notation ont toutes sanctionnées Boeing, en dégradant en avril, les perspectives à court terme et la note du groupe. Le constructeur est désormais noté BBB-, perspectives négatives, par les trois agences, soit à un degré seulement de la catégorie haut rendement. **Cette triste performance est illustrée avec le fort accroissement de la prime de risque depuis décembre, notamment sur la référence 10 ans.** Avec tous ces éléments poussant à la prudence, cette émission de dettes XXL aurait pu représenter une prise de risque pour le Boeing.

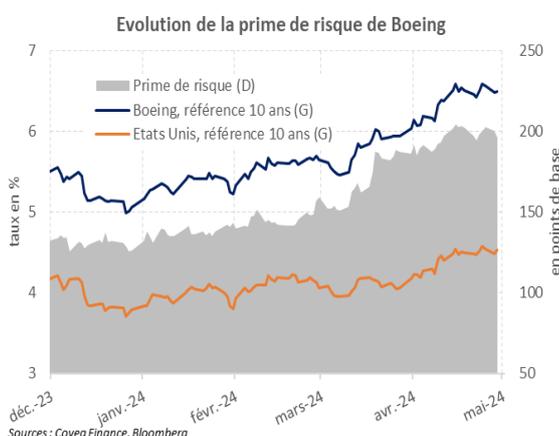
La surprenante performance de cette émission « jumbo » témoigne du fort appétit des investisseurs pour la dette et pour le rendement. L'émission obligataire s'est ainsi déroulée favorablement pour Boeing, avec 77 Mds \$ de demande et une réduction significative des primes d'émission entre l'annonce et la sortie des titres. Ce resserrement représente 35 points de base pour les tranches 3, 5, 7 et 10 ans et 40 points de bases pour les tranches 30 et 40 ans. La nouvelle émission 10 ans ressort à un taux de 6,52%, soit 190 points de base de prime contre la référence américaine.

Au final, la nouvelle obligation 10 ans concède une prime de 10 points de base par rapport au marché secondaire et une augmentation du coupon versé est prévue si Boeing est dégradé dans la catégorie haut rendement. Avec cette émission, ce sont aussi les frais financiers de l'avionneur qui vont significativement augmenter. En effet, le taux moyen des émissions ressort à 6,60% alors que les titres arrivant à échéance en 2025 portent un coupon moyen de 4,72%.

Un an après avoir livré son dernier appareil 747, surnommé « la reine des cieus » ou « Jumbo Jet », voici donc que Boeing réitère avec une émission « Jumbo » pour tenter, grâce à la dette, de se projeter une nouvelle fois vers l'avenir.

Tanguy Jouanneau

Gestion OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	03/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	0,00	0,00	0,00	0,25		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,75	0,00	0,00	0,00	0,75		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,25	0,00	0,00	0,00	0,75		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25	0,00	0,00	0,00	1,00		
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,51	4,66	4,31	3,88	3,38	-16	20	63	113	-31	16
Allemagne	2,50	2,58	2,44	2,02	2,19	-8	5	47	31	-43	12
France	2,97	3,07	2,88	2,56	2,79	-9	9	41	18	-2	47
Italie	3,81	3,93	3,70	3,70	4,12	-11	11	11	-31	40	51
Royaume-Uni	4,22	4,32	4,10	3,54	3,70	-10	12	69	53	-13	48
Japon	0,90	0,89	0,79	0,61	0,42	1	12	29	48	61	108
Crédit											
Indice Itraxx Main	53,4	55,4	53,2	58,1	86,1	-2,1	0,2	-4,7	-32,7		
Indice Itraxx Crossover	305,8	315,5	304,1	309,9	450,2	-9,8	1,7	-4,1	-144,4		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI Europe) baisse de -0,6%. Le secteur de l'immobilier réalise la meilleure performance avec une hausse de +4,3% dans le sillage de la baisse des taux longs et porté par la publication des résultats de la société immobilière allemande Vonovia. Le secteur des services aux collectivités monte de +1,2% également dans le sillage de la baisse des taux longs. A contrario, le secteur de la consommation cyclique perd -1,4% avec la baisse des valeurs automobiles et notamment Stellantis. Le secteur de l'énergie accuse la plus forte baisse à -2,8% dans le sillage de la baisse des cours du baril de pétrole référence Brent. En termes de performances géographiques, l'indice espagnol IBEX (-2,7%) réalise la moins bonne performance sur la semaine en raison du poids important des financières.

Le Focus de la semaine : Baisse de régime pour le secteur alimentation-boissons

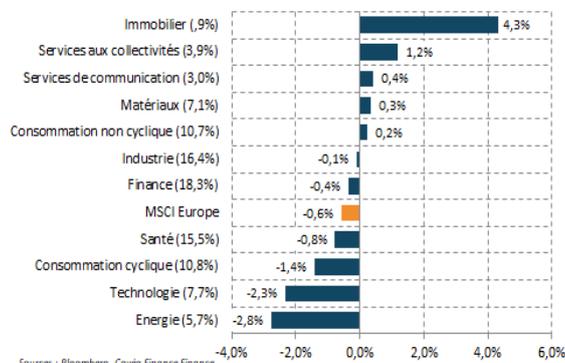
Depuis 5 ans, l'indice européen du secteur de l'alimentation-boissons (dividendes non réinvestis) est en légère baisse, tandis que le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) affiche une hausse proche de +30% avec un écart de performance qui s'est plus particulièrement creusé depuis 2022. Plusieurs facteurs expliquent cette sous-performance.

Tout d'abord, le secteur alimentation-boissons souffre des conséquences de la guerre en Ukraine et de l'envolée du prix des matières premières et des coûts énergétiques et salariaux, que les industriels se sont empressés de répercuter dans les prix de vente afin de maintenir leurs marges. Or, la diminution en cours de l'inflation alimentaire va de facto réduire le niveau de croissance organique de ces groupes désormais davantage dépendants des volumes (impactés négativement par le comportement des ménages qui ont tendance à limiter leurs achats alimentaires et à privilégier les marques distributeurs). Dans ce contexte, les industriels de l'agroalimentaire pourraient être incités à avoir davantage recours à des promotions (voire des baisses de prix) afin de stimuler la demande et de reconquérir une partie de leur clientèle.

Deuxième facteur, un avenir plus incertain avec l'arrivée des traitements anti-obésité de Novo Nordisk (Danemark) et Eli Lilly (Etats-Unis). Afin de trouver la parade, les industriels en Europe mettent l'accent sur leur offre de « produits sains » et réduisent leur exposition aux compartiments les plus concernés. Unilever a ainsi annoncé la séparation de son activité crème glacée (Ben & Jerry's, Magnum) pour 2025, tandis que Nestlé a annoncé en 2023 la création d'une co-entreprise avec PAI Partners (société de capital investissement) pour l'activité de pizzas surgelées en Europe. Enfin, troisième facteur, à l'image de ce qui s'est passé lors de la bulle internet des années 2000, le secteur souffre face à la préférence des investisseurs pour les valeurs technologiques et l'engouement autour de l'intelligence artificielle.

Dans un environnement de plus en plus volatil et incertain, il est important de continuer à **privilégier les entreprises bénéficiant d'une capacité de résistance forte en termes de maintien des marges, mais également de croissance des volumes tels que nous le décrivons dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières.**

Performances sectorielles du MSCI Europe du 26/04/2024 au 03/05/2024 (GICS)



Evolutions du MSCI Europe Alimentation - boissons et du MSCI Europe (depuis avril 2019, en base 100)



Sébastien Levavasseur
Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	03/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	164	163	164	153	146	0,8	↑	-0,1	↓	7,4	↑	12,1	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 035	1 011	997	966	945	2,4	↑	3,8	↑	7,1	↑	9,5	↑
MSCI EMU Small Cap	429	416	421	426	405	3,1	↑	1,8	↑	0,8	↑	6,0	↑
MSCI Europe	170	167	169	161	155	1,3	↓	0,1	↑	5,5	↑	9,5	↑
France CAC 40	7 958	8 022	8 164	7 543	7 341	-0,8	↓	-2,5	↓	5,5	↑	8,4	↑
Allemagne DAX 30	7 043	6 973	7 074	6 629	6 338	1,0	↑	-0,4	↓	6,2	↑	11,1	↑
Italie MIB	33 629	33 922	33 940	30 352	26 670	-0,9	↓	-0,9	↓	10,8	↑	26,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 213	7 896	7 727	7 733	7 703	4,0	↑	6,3	↑	6,2	↑	6,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 575	9 166	9 038	8 920	8 794	4,5	↑	5,9	↑	7,3	↑	8,9	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, la semaine a été plutôt haussière. Les marchés chinois ont poursuivi leur rebond entamé il y a quelques semaines maintenant, aidé par un flux de la publications de données macroéconomiques surprenant positivement. A l'inverse, l'Inde, comme souvent lorsque la Chine est bien orientée, affiche la moins bonne performance sur la semaine. Il en va de même pour les pays d'Asie du Sud-Est, Singapour et Thaïlande notamment. Dans l'automobile, Pékin a décidé d'instaurer une nouvelle subvention pour l'achat d'un véhicule électrique ou hybride qui peut aller jusqu'à 1 300 euros, mesure qui restera en vigueur jusqu'à la fin de l'année 2024. Par ailleurs, Tesla et Baidu s'associent pour développer un système de cartographie et de navigation en Chine. En Corée, le ministre de la Défense a révélé discuter activement de la participation de la Corée au développement de technologies au sein de l'alliance Aukus qui comprend l'Australie, le Royaume-Uni et les États-Unis. Toujours en Corée, le régulateur financier sud-coréen a proposé des lignes directrices pour les entreprises qui choisissent de participer au programme d'amélioration de la gouvernance et de la valeur actionnariale. Ces lignes directrices fournissent notamment des principes et des exemples sur la manière dont les entreprises coréennes peuvent améliorer leur valeur actionnariale et communiquer auprès des investisseurs.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôturait en territoire légèrement positif (+0,5%) au terme d'une semaine marquée par la publication de nombreux indicateurs macro-économiques (ISM, rapport d'emploi JOLTS, rapport NFP, réunion du FOMC) ainsi qu'un grand nombre de publications de résultats trimestriels d'entreprise. Au niveau sectoriel, le secteur des services aux collectivités s'adjuge la meilleure performance hebdomadaire, en lien avec la baisse des taux américains. A l'inverse, le secteur de l'énergie affiche la baisse la plus importante suite à la baisse du prix du baril (-6%). Sur le thème des distorsions de concurrence au niveau mondial, le Sénat a voté un loi interdisant l'importation d'uranium en provenance de Russie, ainsi qu'un déblocage de près de \$3 milliards de subventions pour soutenir le développement de l'industrie nationale. Au niveau des sociétés, plusieurs éléments marquants ont été communiqués dans le cadre des publications de résultats. Du côté des nouvelles positives, on note l'atteinte par Amazon des \$25 milliards de revenus sur sa division Cloud (en croissance de +17% ce trimestre, un niveau qui devrait encore s'accélérer au prochain trimestre), le relèvement des perspectives de croissance annuelle d'Elly Lilly, conséquence de la forte dynamique commerciale de son traitement contre l'obésité Zepbound, et l'annonce par Apple d'un plan de rachat d'actions, le plus important jamais réalisé aux Etats-Unis (\$110 milliards), masquant ainsi les mauvais chiffres sur les ventes d'iPhones (ventes en baisse de -10%). La fragilité de la santé dynamique du consommateur a été confirmée par Starbucks, qui a signalé une baisse des ventes à magasins comparables pour la première fois depuis 2020.

Le Focus de la semaine : S'adapter ou se retirer, les entreprises internationales doivent choisir.

A partir des années 2010, les marques internationales ont parié sur la Chine comme leur nouveau moteur de croissance. La forte croissance économique, l'urbanisation, l'émergence d'une classe moyenne et plus récemment la sophistication de la demande chinoise, sont venues soutenir la croissance du marché de la beauté. Ainsi, au cours des 15 dernières années, la taille du marché a été multipliée par plus de 2,5, se hissant comme le deuxième plus important marché au monde derrière les Etats-Unis avec 414,2 milliards de yuans (~€53 milliards) en 2023. Sur la même période, l'Oréal et Shiseido ont vu leurs ventes multipliées d'environ 5 fois et 3,5 fois respectivement, s'imposant comme des leaders du secteur grâce à leur forte image de marque et leurs produits de qualité.

Cependant, **depuis 2020 les restrictions liées à la pandémie et l'aggravation de la crise immobilière ont ralenti la trajectoire de croissance du pays.** Au-delà d'une croissance moins vigoureuse, **les marques étrangères ont dû faire face à une concurrence accrue de la part de marques locales** notamment sur les segments de masse et de prestige (~60% du marché). Dans ce contexte, certaines marques internationales à l'image d'Huda Beauty (dubaïote) et The Face Shop (sud-coréenne) ont cessé leurs activités. D'autres comme Too Faced (Estee Lauder), Benefit (LVMH) ont fermé leurs magasins ou cessé d'être disponible sur les grands sites de commerce en ligne qui représentent près de la moitié des ventes en Chine. **L'évolution de l'environnement concurrentiel entraîne la nécessité pour les marques internationales d'adapter leurs modèles** en développant une stratégie locale qui prend désormais en compte les cultures chinoises, l'évolution rapide des tendances et des canaux de distribution avec l'importance croissante du live streaming et des réseaux sociaux. Pour se faire certaines marques ont décentralisé leurs opérations au profit d'équipes locales plus indépendantes (régionalisation) ou réalisent des opérations d'acquisitions avec des acteurs locaux à l'image de L'Oréal avec Documents, une start-up chinoise spécialisée dans les parfums de luxe. Finalement, d'autres ont préféré exclure la Chine de leur stratégie de croissance, à l'image d'Amore Pacific ou Elf Beauty, qui favorisent désormais la pénétration du marché nord-américain comme relais de croissance.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale			en €				
	03/05/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 128	5 100	5 117	4 770	4 061	0,5	0,2	7,5	26,3	-0,1	1,4	10,3	29,2
Etats-Unis - Dow Jones	38 676	38 240	38 715	37 690	33 128	1,1	-0,1	2,6	16,7	0,5	1,1	5,3	19,5
Etats-Unis - Nasdaq	16 156	15 928	15 973	15 011	11 966	1,4	1,1	7,6	35,0	0,8	2,3	10,4	38,2
Japon Nikkei 300	584	575	573	500	436	1,5	1,9	16,7	33,9	4,3	0,4	10,3	20,2
Corée du Sud KOSPI	2 677	2 656	2 667	2 614	2 501	0,8	0,4	2,4	7,0	1,8	-0,7	0,1	7,4
Chine - Shanghai	3 105	3 089	3 055	2 975	3 350	0,5	1,6	4,4	-7,3	0,0	2,2	5,1	-9,5
Hong Kong Hang Seng	18 476	17 651	16 721	17 047	19 949	4,7	10,5	8,4	-7,4	4,2	11,9	11,1	-4,8
Marchés Emergents - MSCI	1 061	1 042	1 035	1 024	976	1,9	2,6	3,7	8,7	1,3	3,8	6,4	11,3

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'industrie du cacao au défi de la réglementation européenne sur la déforestation importée

Le règlement européen du 31/05/2023 a introduit un nouveau cadre législatif pour la mise sur le marché européen et l'exportation à partir de l'Union Européenne (UE) de certains produits de base dans l'objectif d'éliminer le risque de déforestation. Les matières concernées par ce règlement sont le café, le cacao, le caoutchouc, l'huile de palme, le soja, le bœuf, le bois, ainsi que leurs produits dérivés (par exemple le chocolat, les pneumatiques, etc.).

Le règlement européen se veut à portée extraterritoriale. Il instaure un cadre contraignant de lutte contre la déforestation tant au sein de l'UE, qu'au-delà de ses frontières. L'objectif poursuivi est de réduire l'impact sur la biodiversité et les émissions des gaz à effet de serre, induits par cette pratique à l'échelle mondiale. La nouvelle législation entre en application à partir du 31/12/2024 avec un effet rétroactif pour les faits de déforestation jusqu'au 31/12/2020. Pour être en conformité avec le règlement applicable, les entreprises commercialisant les produits concernés devront effectuer des diligences (raisonnées) comprenant notamment la géolocalisation des parcelles de production par GPS, l'évaluation du risque, ainsi que la prise des mesures complémentaires si le risque de déforestation est avéré.

Cette loi devrait changer en profondeur les chaînes d'approvisionnement liées aux produits et leurs dérivés concernés. Afin d'illustrer les effets de cette réglementation, prenons l'exemple de la filière du cacao, dont l'UE est le principal marché (48% des importations mondiales en valeur selon les données de Comtrade de l'ONU). La production du cacao est principalement concentrée dans les pays de l'Afrique de l'Ouest (Côte d'Ivoire, Ghana, Cameroun, Nigeria). En 2021/2022, cette zone a représenté ensemble 70% de la production mondiale, avec 44% pour la seule Côte d'Ivoire.

La chaîne d'approvisionnement du cacao est complexe. Elle se décline à plusieurs niveaux :

- La production assurée par une multitude d'agriculteurs indépendants, qui vendent leur production via des coopératives.
- La transformation et le négoce, un oligopole dominé par 4 acteurs (Barry Callebaut, Cargill, Olam et Bloomer).
- La fabrication du chocolat à partir des fèves de cacao réalisée par des chocolatiers (Mondelez, Mars, Ferrero, etc.).

La filière fait face à des défis environnementaux majeurs : la zone cultivable limitée dans les pays producteurs, le vieillissement du verger davantage exposé à des risques de maladies et de perte de fertilité des sols, le changement climatique. La récolte 2023/2024 en est une bonne illustration. Fortement impactée par le phénomène climatique El Niño, et un plus faible apport en fertilisants, la production a été réduite en faisant doubler le cours du cacao entre octobre 2023 et mars 2024. Par ailleurs, les acteurs de l'industrie sont exposés au défi socio-économique lié à la dépendance des agriculteurs aux revenus issus de la culture du cacao, qui sont insuffisants (un des facteurs du phénomène du travail forcé des enfants).

Actuellement, la durabilité du cacao s'apprécie à diverses échelles :

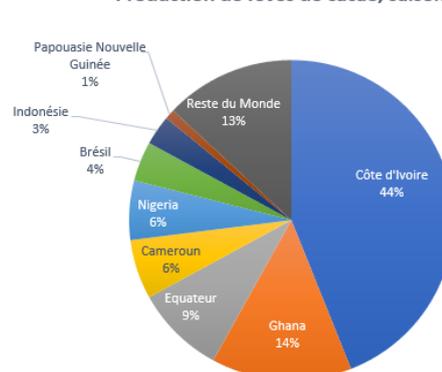
- Programmes RSE des entreprises de l'industrie (négociants/transformateurs, fabricants du chocolat).
- Initiatives privées et publiques (Initiative Cacao et Forêts, REDD+, etc.).
- Labels privés (Rainforest, Fairtrade), publics (Agriculture Biologique) et issus des organismes de normalisation (ISO 34101, la norme ARS 1000).

Ces dispositifs ne suffisent pas à assurer la traçabilité du cacao exporté à la parcelle de production. Plusieurs labels autorisent le recours au bilan massique (mélange des fèves certifiées et non certifiées) pendant le processus de transport et de transformation. Cette approche ne permet pas de garantir l'absence du risque de déforestation dans le produit fini.

Ainsi, la mise en application de la nouvelle directive européenne sur la déforestation importée devrait impacter l'ensemble des acteurs de la chaîne d'approvisionnement à destination de l'UE : Elle permettra d'une part de contenir les capacités de production, et d'augmenter les prix du cacao durable, assurant ainsi une meilleure rémunération versée aux producteurs du cacao. En corollaire, cela pourrait répondre en partie à la problématique du travail forcé des enfants. Pour les labels et les programmes de certification, il devrait y avoir un alignement d'exigences avec la réglementation européenne. Quant à la filière de la transformation et du négoce, la nouvelle réglementation induira la hausse des coûts des matières premières, et ceux liés à l'intégration des contraintes de traçabilité et de contrôle dans le cycle industriel (séparation des fèves durables et non durables) jusqu'à l'exportation dans l'UE. Par ailleurs, elle permettra aux acteurs du négoce de capter certains clients qui s'approvisionnaient en direct, mais souhaiteront s'en affranchir pour des questions de complexité réglementaire.

Enfin, pour les fabricants de chocolat et le consommateur européen, l'entrée en vigueur de la réglementation devrait augmenter les prix des matières premières et des produits finis, en alimentant ainsi l'inflation alimentaire dans l'UE, un sujet que nous suivons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Production de fèves de cacao, saison 2021/22



Source: ICCO, bulletin n°4 Année cacao 2022/23, saison 2021/22

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La demande d'emploi semble se modérer sur le marché du travail américain »

La Réserve fédérale a comme attendu décidé de laisser inchangée la fourchette cible du taux directeur à [5,25; 5,5%], à l'unanimité, lors de sa réunion de politique monétaire de mai, maintenant le statu quo pour la sixième réunion consécutive. Concernant sa politique quantitative, le comité de politique monétaire (FOMC) a annoncé le ralentissement du rythme de diminution de son bilan à partir du 1^{er} juin : la détention de titres du Trésor se réduira de 25 Mds\$ chaque mois, contre 60 Mds\$ actuellement, tandis que le rythme actuel de 35 Mds\$ pour les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS) sera maintenu. Par ailleurs, les réinvestissements de MBS arrivant à échéance, au-delà du plafond de 35 Mds\$ par mois, ne se feront plus en MBS mais en titres du Trésor américain. Cet ajustement témoigne de la volonté des autorités monétaires de revenir à un portefeuille constitué uniquement de titres du Trésor. Au-delà de ces décisions, le comité estime dans son communiqué qu'« au cours des derniers mois, il n'y a pas eu de nouveaux progrès vers l'objectif d'inflation de 2 % ».

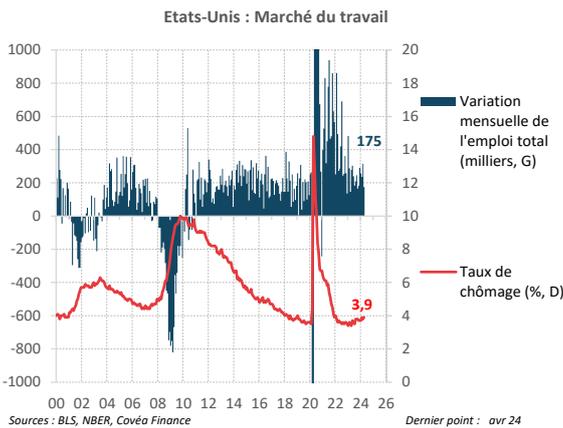
Le Président de la Réserve fédérale Jerome Powell a déclaré que les données n'ont pas alimenté une plus grande confiance dans la baisse de l'inflation et « il est probable que l'obtention d'une telle confiance prendra plus de temps que prévu », ce qui renforce l'idée que le taux directeur sera maintenu durablement au niveau actuel. Pour autant, Jerome Powell a repoussé l'idée d'un tour de vis supplémentaire, en déclarant qu'il était improbable que le prochain mouvement soit une hausse, et en rappelant plusieurs fois que la politique monétaire était actuellement restrictive.

Sur le marché du travail, le dynamisme des embauches s'est infléchi en avril. Les créations de postes se sont limitées à 175 000 emplois, après 315 000 en mars et une moyenne mensuelle de 269 000 au premier trimestre. Les secteurs très dynamiques ces derniers mois affichent un net ralentissement : 5 000 emplois dans le tourisme et loisirs (53 000 en mars), 9 000 dans la construction (40 000) et 8 000 dans le secteur public (72 000). La santé maintient un rythme d'embauche soutenu (87 000), tandis que le secteur manufacturier crée 8 000 postes. Concernant les rémunérations, le salaire horaire affiche un gain modeste (+0,2% sur le mois) ce qui permet à la croissance annuelle de ralentir à 3,9%, après 4,1% en mars. Le taux de chômage progresse légèrement à 3,9% de la population active et le taux de participation à la population active est stable à 62,7%. Ce rapport d'emploi suggère un début de modération des tensions sur le marché du travail, ce qui devrait être accueilli favorablement par les membres de la Réserve fédérale américaine.

Par ailleurs, l'enquête JOLTS fait part d'une diminution du nombre d'offres d'emploi à pourvoir en mars (-325 000, à 8,488 millions). Les baisses les plus marquées sont à relever dans la construction et les activités financières. Le taux de démission est en recul et le ratio offre d'emploi sur nombre de chômeurs décline à 1,3, et se rapproche des niveaux d'avant crise, signe d'une poursuite de la normalisation du marché du travail.

En revanche, l'indice de coût de l'emploi (ECI) a enregistré un regain de vigueur au premier trimestre, avec une hausse de 1,2% en séquentiel, la plus forte progression trimestrielle depuis le T1 2023. En rythme annuel, la croissance de l'indice reste stable à 4,2%, marquant un coup d'arrêt à la tendance au ralentissement observée depuis 2022.

Les indicateurs d'enquête ISM décrivent un ralentissement de la dynamique d'activité à l'entrée du deuxième trimestre. Dans le secteur manufacturier, l'indice est passé de 50,3 à 49,2 points en avril, un niveau renvoyant à une légère contraction. Ce repli n'inverse pas pour autant la tendance à l'amélioration constatée depuis le début d'année. Sur le mois, les sous-composantes production et nouvelles commandes se dégradent, tout comme l'emploi. Concernant les pressions inflationnistes, la remontée se poursuit avec une composante prix payés en nette progression (+5,1 points à 60,9). Dans les services, l'indice ISM enregistre une baisse de 2 points et s'établit à 49,4. La composante niveau de production fléchit de plus de 5 points à 50,7. A l'instar des prix dans le secteur manufacturier, la composante prix payés bondit de 5,8 points à 59,2.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Manuf.	Indice	avr.-24	49,2	50,3	53,5	47,1
ISM Services	Indice	avr.-24	49,4	51,4	56,1	52,8
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	avr.-24	60,9	55,8	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	avr.-24	49,1	51,4	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	avr.-24	48,9	49,9	57,3	46,0
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	mars-24	13,7	14,8	9,0	19,8
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	avr.-24	97,0	103,1	104,5	105,4
Taux de chômage	% de la pop. active	avr.-24	3,9	3,8	3,6	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	avr.-24	175	315	377	251
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	avr.-24	3,9	4,1	5,4	4,5

*Du 29/04/2024 au 05/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

à 49,2 points en avril, un niveau renvoyant à une légère contraction. Ce repli n'inverse pas pour autant la tendance à l'amélioration constatée depuis le début d'année. Sur le mois, les sous-composantes production et nouvelles commandes se dégradent, tout comme l'emploi. Concernant les pressions inflationnistes, la remontée se poursuit avec une composante prix payés en nette progression (+5,1 points à 60,9). Dans les services, l'indice ISM enregistre une baisse de 2 points et s'établit à 49,4. La composante niveau de production fléchit de plus de 5 points à 50,7. A l'instar des prix dans le secteur manufacturier, la composante prix payés bondit de 5,8 points à 59,2.

Du côté du consommateur, l'indice de confiance du Conference Board enregistre une forte baisse en avril, (97 après 103,1 en mars), l'indice s'inscrit en recul sur les 3 derniers mois, une détérioration du moral des ménages qui, à ce stade, ne s'est pas répercutée sur leurs dépenses.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



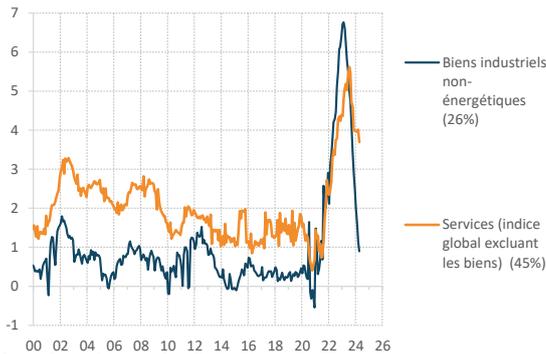
Suivi Macroéconomique

Europe

« L'activité se stabilise en zone euro »

Dans la zone euro, l'inflation est restée stable, à 2,4% en mars. Le ralentissement supplémentaire des prix des produits alimentaires et des biens industriels non-énergétiques (+0,9% plus bas depuis juillet 2022), ainsi que la moindre dynamique des prix des services (+3,7% sur un an), dont la progression était stable depuis cinq mois (à 4,0%), ont compensé la contribution moins négative de l'énergie. Parmi les principales économies de la zone euro, l'inflation a reculé en avril en Italie, elle est restée stable en France et elle a augmenté en Allemagne et en Espagne. C'est en Belgique que l'inflation est la plus forte en avril (4,9%) et en Lituanie qu'elle est la plus faible (+0,4%).

Zone Euro : Inflation par composante (GA%, NVCS)



Sources : Eurostat, Datastream, Covéo Finance
Les chiffres entre parenthèses représentent le poids dans l'indice total

Dernier point: avr.-24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	mars-24	6,5	6,5	6,8	6,6
	Inflation IPCH, NVCS, GA%	avr.-24	2,4	2,4	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NVCS, GA%	avr.-24	2,7	2,9	3,9	4,9
	PIB Vol, CVS, GA%	T1 24	0,4	0,1	3,5	0,5
AL	PIB Vol, CVS, GA%	T1 24	-0,2	-0,2	1,9	0,0
FR	PIB Vol, CVS, GA%	T1 24	1,1	0,8	2,5	0,9
IT	PIB Vol, CVS, GA%	T1 24	0,6	0,7	4,1	1,0
ES	PIB Vol, CVS, GA%	T1 24	2,4	2,1	5,8	2,5

*Du 29/04/2024 au 05/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Après deux trimestres de légère baisse, le PIB de la zone euro a progressé de 0,3% au premier trimestre 2024. Les dix pays de la zone qui ont publié leur première estimation de croissance pour ce début d'année ont tous annoncé une activité en hausse par rapport au trimestre précédent. Eurostat ne donne aucun détail avec cette première estimation. Toutefois, en France, l'INSEE a indiqué que la croissance de 0,2% au premier trimestre a été permise par la demande domestique finale et un rebond des exportations en volume. Si l'investissement des ménages en logements a continué à se contracter, leurs dépenses de consommation ont accéléré. Parmi les postes les plus dynamiques, l'investissement public pourrait avoir été encore soutenu par la préparation des Jeux Olympiques. En Espagne également, la croissance du PIB (+0,7%) a été tirée par la demande domestique finale, et plus particulièrement l'investissement, ainsi que par une contribution positive des échanges extérieurs. Les instituts statistiques italien et allemand n'ont pas fourni de détail sur les sources de la croissance du PIB au premier trimestre. Toutefois, DeStatis indique dans ses commentaires que l'activité a été soutenue en Allemagne par les exportations et le secteur de la construction.

Devenu plus erratique depuis quelques temps, l'indice de sentiment économique de la zone euro a reculé en avril. A 95,4, il reste ainsi significativement inférieur à sa moyenne depuis 2000. Son recul reflète une diminution de la confiance des entreprises dans tous les secteurs d'activité. Il n'est freiné que par la poursuite du redressement progressif de la confiance des consommateurs. Toujours positives, les perspectives d'évolution des prix de ventes ont légèrement reculé dans l'industrie manufacturière, mais plus franchement dans les services, où elles sont au plus bas depuis octobre 2021.

Face à ces informations, Pablo Hernandez De Cos, gouverneur de la Banque d'Espagne a déclaré que la Banque Centrale Européenne est de plus en plus confiante en un retour de l'inflation à 2% l'année prochaine, même si les effets de base sur l'énergie et le très lent ralentissement des prix des services promettent des évolutions plus erratiques ces prochains mois. Il considère aussi que les risques sur la prévision de poursuite de la

désinflation sont équilibrés, malgré les tensions géopolitiques et la hausse des prix des produits énergétiques. Juste après la publication de la première estimation de l'inflation d'avril, François Villeroy de Galhau avait déclaré que cette dernière augmentait la confiance dans l'atteinte prochaine de la cible et dans la capacité de la banque centrale de décider d'une première baisse de ses taux directeurs au début du mois de juin. Il a, en revanche, rappelé que le Conseil des gouverneurs se montrera pragmatique par la suite et qu'il réagira aux futures données économiques. C'est aussi le sens des déclarations de Philip Lane. Si l'économiste en chef de la BCE a indiqué que la probabilité d'une baisse des taux directeurs en juin a encore augmenté, il a ajouté que la BCE aura besoin « d'accumuler des données » entre deux baisses des taux. Il a également explicitement mentionné les publications trimestrielles des prévisions économiques des équipes de la banque centrale comme un élément important pour la prise de décision du Conseil des gouverneurs. Yannis Stourmaras, gouverneur de la Banque de Grèce et considéré comme un membre plutôt accommodant du Conseil des gouverneurs de la BCE, a dit ne plus s'attendre qu'à trois baisses des taux directeurs européens cette année, en raison d'une croissance de l'activité économique plus soutenue qu'attendu.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, les PMI alertent sur une forte modération dans les services »

En Chine, les PMI du Bureau national des statistiques (NBS) rapportent une modération de l'activité. Du côté de l'industrie manufacturière, l'indice se modère légèrement à 50,4 en avril, contre 50,8 en mars. Il affiche donc une légèrement expansion de l'activité, notamment soutenue par la demande extérieure. La dégradation a été bien plus prononcée dans le secteur des services, avec un indice en baisse à 50,3 en avril, contre 52,4 en mars, rapportant donc une quasi-stagnation de l'activité. L'enquête indique un affaiblissement particulièrement prononcé dans les secteurs de la restauration, des services financiers et de l'immobilier. Ces données contrastent toutefois avec les PMI publiés par l'agence Caixin, dont les indices sont bien mieux orientés dans le secteur manufacturier (51,4) et dans les services (52,5).

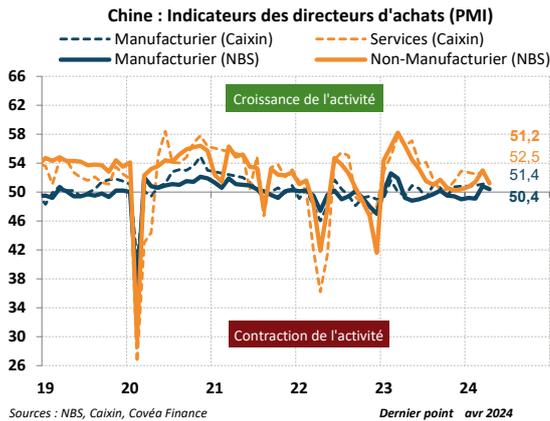
Le Politburo, l'instance dirigeante du Parti communiste chinois, a tenu l'une de ses trois réunions annuelles pour évaluer la situation économique et

définir les orientations politiques. Les dirigeants se sont montrés positifs quant aux performances économiques du premier trimestre. Sur le plan budgétaire, ils n'ont pas indiqué de fonds supplémentaires mais ont appelé à une accélération des émissions de titres des administrations publiques pour soutenir les investissements. Concernant la politique monétaire, le Politburo a appelé à une utilisation flexible des instruments de taux d'intérêt et de ratios de réserves obligatoires, laissant ainsi la porte ouverte à d'autres baisses de taux au cours des prochains mois. Concernant le soutien au secteur immobilier, la priorité affichée par les dirigeants reste d'aider les promoteurs à terminer les constructions immobilières entamées.

Sur le plan géopolitique, les Etats-Unis ont annoncé des sanctions à l'encontre de 20 entreprises situées en Chine ou à Hong Kong. Ces sociétés sont accusées par les autorités américaines d'apporter un support matériel à la Russie dans le cadre de sa guerre contre l'Ukraine. Les autorités chinoises ont indiqué s'opposer fermement aux « sanctions unilatérales illégales » des États-Unis. Ainsi, les tensions restent vives entre les deux premières puissances économiques.

Au Japon, l'industrie se redresse quelque peu mais la consommation est mal orientée.

La production industrielle a augmenté de 3,8% en glissement mensuel en mars, tirée par l'automobile et l'électronique (dont en particulier les semi-conducteurs), mais ce redressement reste insuffisant pour compenser la dégradation des premiers mois de l'année. En glissement trimestriel, la production industrielle reste en déclin de 5,4% au premier trimestre 2024. Côté consommation, les ventes au détail s'inscrivent en nette contraction, à -1,2% en glissement mensuel en valeur, malgré l'amélioration de l'enquête sur la confiance des ménages. Ce recul s'est généralisé à la plupart des grandes catégories



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	mars-24	2,6	2,6	2,6	2,6
JP	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	mars-24	1,2	4,7	2,6	5,6
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	mars-24	-3,6	-6,8	0,0	-1,4
CH	PMI Non-manufacturier Indice	avr.-24	51,2	53,0	49,1	53,2
CH	PMI Manufacturier Indice	avr.-24	50,4	50,8	49,1	49,9

*Du 29/04/2024 au 05/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

de produits, à l'exception des véhicules, des carburants et de l'alimentation.

Enfin, des données publiées par la Banque du Japon (Boj) suggèrent que les autorités sont intervenues sur le marché des changes pour soutenir le Yen. Après avoir fortement baissé au cours des derniers mois pour atteindre, le 29 avril, un point bas en 34 ans à plus de 160 Yens pour 1 dollar, la devise nippone s'est redressée au cours des derniers jours et se situe légèrement en-dessous des 154 Yens pour 1 dollar le 6 mai. Selon les données de la Boj, 48,2 Mds\$ de liquidité seraient sortis du système financier le 1er mai en raison de transactions avec le secteur public, ce qui semble refléter une intervention sur le marché des changes. Les transactions financières sont généralement réglées en deux jours, de sorte que le mouvement a probablement eu lieu le 29 avril.

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.