

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

21 mai 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

La Chine lance sa campagne de financement de ses secteurs stratégiques

La semaine dernière, la Chine a émis 40Mds de yuans (5,1Mds d'euros) d'obligations de maturité 30 ans. C'est le début de son programme exceptionnel de 1000Mds (127Mds€) pour financer les priorités économiques de long terme. L'émission s'est déroulée, avec une demande de 3,91 fois le volume émis et un taux moyen à 2,57%, concédant 1 point de base par rapport au marché secondaire.

Le programme ira jusqu'à la fin novembre et portera sur trois maturités longues, peu utilisées par la Chine jusqu'ici. 300Mds seront émis à 20 ans, 600Mds à 30 ans et 100Mds à 50 ans.

La dette obligataire chinoise en yuans s'élève à 29 304Mds (3754 Mds€) avec un taux moyen de 2,86% et une maturité moyenne 2031. Les taux longs chinois sont au plus bas depuis plus de vingt ans et la demande pour les emprunts d'Etats a fortement augmenté depuis le début de l'année de la part des banques régionales qui les utilisent comme valeur refuge. Ce nouvel emprunt ne devrait donc pas peser sur le taux moyen de financement chinois.

Il doit permettre de financer des secteurs stratégiques, notamment l'innovation technologique et scientifique, le renforcement de la sécurité alimentaire et énergétique ou encore le développement régional équilibré. Mais l'utilisation précise n'a pas été dévoilée.

Ce programme est un élément important de la stratégie de relance économique développée par le gouvernement chinois. Il participe néanmoins à la détérioration des finances publiques. La dette officielle du gouvernement représente 56% du PIB en 2023, mais si on prend en compte l'ensemble des dettes des collectivités locales, dont les principaux revenus étaient liés à l'immobilier et qui n'arrivent plus à se financer de façon autonome, la dette publique s'élève en fait à 116% du PIB, d'après les chiffres du FMI. Et avec un déficit public 2024 qu'on peut estimer proche des 7%, la situation devrait continuer à se détériorer et le problème de la soutenabilité de la dette se poser. C'est d'ailleurs l'une des principales raisons de la mise sous surveillance négative de la notation de la Chine par les deux agences Moody's et Fitch.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie
Focus

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Tax



Focus de la semaine

« Des taux chinois en baisse depuis 10 ans »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	17/05/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,087	1,089	1,077	-0,2	0,9
€ / £	0,856	0,855	0,868	0,1	-1,4
€ / Yen	169,17	162,31	149,39	4,2	13,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	84	85	76	-1,6	10,7
Indice CRB*	542	536	544	1,2	-0,3
Prix de l'once d'Or	2 417	2 162	1 960	11,8	23,3
Prix de la tonne de cuivre	10 668	9 072	8 173	17,6	30,5
Indice Baltic Dry**	1 844	2 374	1 402	-22,3	31,5
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2521	1773	972	42,2	159,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'évolution des prix à la consommation pour le mois d'avril aux Etats-Unis était le chiffre le plus attendu de la semaine. Sorti légèrement en dessous des attentes pour sa composante hors alimentation et énergie, celui-ci a provoqué dans un premier temps, une baisse assez sensible des rendements. Le taux 10 ans américain a ainsi touché un point bas à 4,30%. Cependant, en fin de semaine, plusieurs déclarations de banquiers centraux plaidant pour la prudence en matière de baisse de taux ont contribué au rebond de ces derniers. Au final, les taux terminent en légère baisse sur l'ensemble des zones, avec un biais à l'aplatissement des courbes. Sur le marché du crédit, l'euphorie reste de mise. Les volumes de nouvelles émissions ont été impressionnants avec plus de 26Mds€. On note une forte participation d'entreprises américaines à l'image de Johnson & Johnson ou de Merck. Les investisseurs sont toujours présents avec une demande quatre fois supérieure à l'offre en moyenne et des primes de risque qui poursuivent leur resserrement pour atteindre les niveaux les plus bas de l'année.

Le Focus de la semaine : Le modèle Mankala ou le financement collégial du nucléaire finlandais

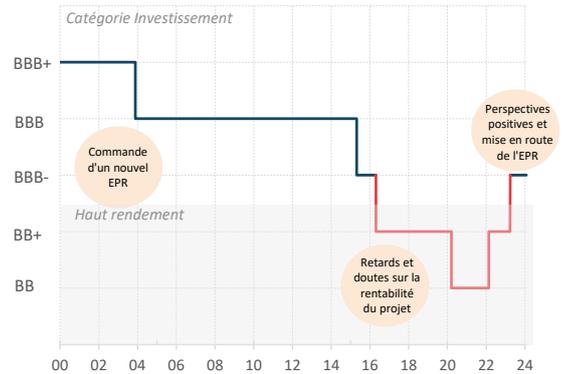
Le 7 mai, EDF a officiellement obtenu l'autorisation de l'Autorité de Sureté Nucléaire pour le démarrage de l'EPR* de Flamanville. Il s'agit d'une bonne nouvelle pour EDF qui avait difficilement commencé l'année avec une réévaluation de 30% du coût de construction des six futurs réacteurs français. De 52 Mds€ en 2021, le montant est dorénavant estimé à 67,4Mds€. A l'heure où les projets d'EPR se multiplient en France comme en Europe, EDF assume la plupart du temps le risque de financement et d'exécution. L'entreprise fraîchement nationalisée affiche des résultats satisfaisants pour l'année 2023 avec un bénéfice record de 10Md€ et un désendettement de même grandeur. Malgré tout, le défi financier s'annonce complexe. La direction et l'Etat-actionnaire n'hésitent plus à faire des appels du pied à Total Energies pour qu'il contribue au financement du nucléaire. Des « contrats d'allocation de production nucléaire » sont évoqués par EDF. Il s'agirait de réserver une part de la production nucléaire aux industries énergivores françaises, pour une durée supérieure à 10 ans, en échange d'une avance et en fonction de la performance du parc sans devenir actionnaire de l'entreprise. Ce mécanisme se rapproche du mode de financement des infrastructures nucléaires finlandaises. Le fonctionnement de Teollisuuden Voima Oyj (TVO), l'opérateur de l'unique EPR actuellement en fonctionnement en Occident, situé sur l'île d'Olkiluoto, en est l'illustration. TVO est ce qu'on appelle une entreprise Mankala. Ce modèle s'est répandu en Finlande dans les années 1960 dans le secteur de l'énergie et de l'immobilier. La Finlande, historiquement importatrice nette d'électricité, fait face depuis longtemps à une croissance de ses besoins électriques. Le coût d'une centrale nucléaire difficilement supportable pour un seul acteur a conduit les entreprises énergivores finlandaises, majoritairement l'industrie papetière, et les municipalités à s'associer pour créer TVO dans les années 1970. La participation dans l'entreprise donne droit aux actionnaires à la consommation, d'une part équivalente à leur poids dans le capital, de l'électricité produite par TVO. N'ayant pas d'objectif de rentabilité, TVO vend sa production à prix coûtant à ses clients-actionnaires. Les coûts variables sont répercutés au prorata de leur consommation. Les coûts fixes, dont les intérêts et le remboursement de la dette contractée par l'entreprise, sont indépendants du niveau de consommation et répartis en fonction de la détention du capital. La légalité de ce système a fait l'objet d'une enquête de la part de la Commission Européenne. Cette dernière a abouti à la validation du modèle Mankala. Régi par un contrat d'association, le Mankala permet le financement d'infrastructures gourmandes en capitaux. Ainsi, TVO, à la demande de ses actionnaires, a passé commande, au début des années 2000, d'un réacteur nouvelle génération livré de main et à un prix fixe. Les retards accumulés par le consortium Areva-Siemens ont pesé sur la notation de l'entreprise. La mise en service du réacteur au printemps 2023, avec plus d'une décennie de retard, a permis à l'énergéticien de voir sa notation repasser en catégorie investissement auprès de S&P. Cette amélioration de note est intervenue après une première réévaluation en 2022 qui actait de la rentabilité de l'électricité produite par l'EPR dans un contexte de flambée des prix. Ce dernier devra faire ses preuves sur la durée mais les premiers chiffres de production sont très encourageants. A fin 2023, 30% de l'électricité finlandaise provenait d'Olkiluoto contre 15% avant la mise en route du nouveau réacteur. Les dépenses de TVO vont se concentrer sur la maintenance ce qui actera l'extinction progressive de la dette. Cela s'est traduit par le bon déroulement de l'émission primaire de la semaine dernière. TVO a émis une souche obligataire d'un montant de 600M€ pour une maturité 7 ans (2031). La demande a été au rendez-vous avec plus de 2Mds€ d'intérêts. En conséquence, le taux annoncé initialement autour de 4,65% s'est finalement établi à 4,3%. L'avenir s'éclaircit pour Teollisuuden Voima Oyj qui s'impose comme un acteur incontournable de la souveraineté énergétique finlandaise et comme l'ambassadeur du modèle Mankala.

*EPR : Réacteur pressurisé européen, technologie d'EDF

Lucas Couvert
Gérant Mandats Taux



Evolution de la notation de Teollisuuden Voima Oyj depuis 2000



Sources : Covéa Finance, S&P

Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	17/05/24	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											
Variations (en pbs)											
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	4,50	0,00	0,00	0,00	0,75		
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20		
Taux 10 ans											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	4,42	4,50	4,31	3,88	3,65	-8	11	54	77	-41	14
Allemagne	2,52	2,52	2,44	2,02	2,45	0	7	49	7	-47	14
France	2,99	3,00	2,88	2,56	3,03	-1	11	43	-4	-7	48
Italie	3,81	3,86	3,70	3,70	4,31	-4	12	11	-50	35	52
Royaume-Uni	4,13	4,17	4,10	3,54	3,84	-4	2	59	29	-17	47
Japon	0,95	0,91	0,79	0,61	0,38	4	16	34	57	61	111
Crédit											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	51,0	52,8	53,2	58,1	86,1	-1,8	-2,2	-7,1	-35,1		
Indice Itraxx Crossover	289,6	299,9	304,1	309,9	449,5	-10,2	-14,4	-20,2	-159,8		

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

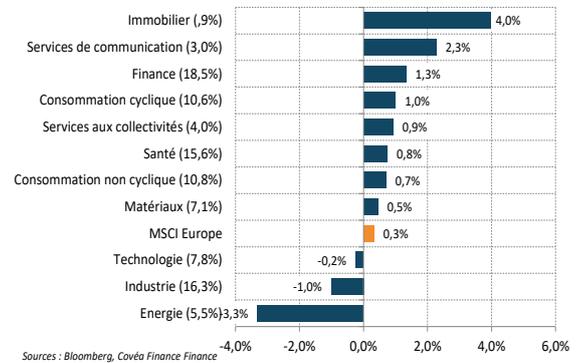
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions en Europe établissent de nouveaux records. Le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse de 0,3% sur la semaine, porté d'une part par des publications économiques favorables et d'autre part par la publication de résultats du premier trimestre des sociétés européennes dans l'ensemble bien orientés. Si les secteurs les plus sensibles à l'activité comme la finance et la consommation discrétionnaire continuent de bien performer, nous notons surtout le rebond des secteurs sensibles aux taux d'intérêt. Ainsi, le secteur de l'immobilier affiche la plus forte hausse (+4%) grâce aux anticipations de baisse des taux directeurs. Il est suivi du secteur des services de communication qui bondit de +2,3% après de bons résultats chez les opérateurs télécom britanniques BT Group et Vodafone. A l'autre bout du spectre, le secteur de l'énergie recule de 3,3% pénalisé par une nouvelle contre-performance du titre Neste Oyj qui déçoit sur ses perspectives d'activité. L'industrie baisse de 1% dans le sillage d'une publication mitigée de Siemens AG. Enfin, la semaine écoulée est marquée par un beau rebond des petites et moyennes capitalisations qui progressent de 1,9%.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 10/05/2024 au 17/05/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : La valorisation des sociétés pétrolières est-elle influencée par sa place de cotation ?

La publication des résultats de Total Energies ne réserve généralement pas de surprises particulières. Pourtant, la dernière fut différente. Son PDG, M. Pouyanné a lancé un pavé dans la mare en évoquant ouvertement étudier une cotation primaire aux Etats-Unis. Des sociétés européennes comme Shell ont aussi engagé cette réflexion dans le passé et d'autres ont déjà sauté le pas à l'image de Linde ou CRH. L'aventure américaine paraît attractive, du moins sur le papier. D'abord parce qu'il s'agit de la principale place financière du monde où les investisseurs ont une approche différente sur les sujets environnementaux. Ensuite parce que TotalEnergies se rapprocherait de la majorité de ses actionnaires désormais nord-américains. Ces deniers détiennent quasiment 40% du capital contre 31% il y a dix ans. Enfin parce que les entreprises pétrolières américaines y sont mieux valorisées.

Comparons Total Energies avec son homologue américain Chevron. En 2023, ils ont chacun réalisé 21,3 milliards de dollars (USD) de résultat net. Avec une structure financière quasi identique, la capitalisation boursière à fin 2023 de Total Energies était de 162 milliards de dollars nettement en dessous de celle de Chevron à 275 milliards de dollars, soit une décote de 41%. Cette différence aurait pu être justifiée si la qualité des résultats du groupe français était inférieure. Au contraire, le pétrolier français fait bien mieux sur de nombreux critères financiers comme la rentabilité économique affichée à 18,9% en 2023, bien supérieure à celle de Chevron à 11,9%.

Comment expliquer alors la décote du groupe français ? Une explication possible réside dans l'utilisation des ressources. En 2023, les deux sociétés ont publié quasiment le même montant de flux de trésorerie d'exploitation autour de 36,5 milliards de dollars. Ce flux servira à financer ses investissements et son programme de distribution à ses actionnaires. Le montant des investissements était de 15,2 milliards de dollars chez Chevron et 16,8 milliards de dollars chez Total Energies mais nous notons que le groupe français a alloué 35% de son enveloppe aux projets bas carbone et seulement 34% au développement de nouveaux projets pétroliers et gaziers. De son côté, Chevron a davantage privilégié les projets d'hydrocarbures. Or dans un monde où le prix du pétrole est au-dessus de 75 dollars par baril, les investisseurs récompensent les sociétés qui maximisent la rente pétrolière. En matière de redistribution, Chevron a eu une politique plus audacieuse en versant plus de 26 milliards de dollars à ses actionnaires contre 16,5 milliards de dollars seulement chez Total Energies.

Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières nous attachons une grande importance à comprendre la réorganisation du complexe énergétique mondial et analyser la stratégie d'investissement de TotalEnergies en faveur de la transition énergétique, de la sécurité énergétique et de la garantie des prix de l'énergie à un niveau abordable sur le continent. Les différences de valorisation entre les deux zones incitent les entreprises européennes à réfléchir à leur place de cotation, illustrant les distorsions de concurrence entre marchés de capitaux.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	17/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	169	169	164	153	149	0,0	↑	10,8	↑	13,8
MSCI EMU Mid Cap	1 076	1 067	997	966	957	0,9	↑	11,4	↑	12,5
MSCI EMU Small Cap	450	438	421	426	402	2,7	↑	5,7	↑	11,9
MSCI Europe	175	175	169	161	157	0,3	↑	9,1	↑	11,9
France CAC 40	8 168	8 219	8 164	7 543	7 447	-0,6	↓	8,3	↑	9,7
Allemagne DAX 30	7 201	7 273	7 074	6 629	6 406	-1,0	↓	8,6	↑	12,4
Italie MIB	35 399	34 657	33 940	30 352	27 236	2,1	↑	16,6	↑	30,0
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 420	8 434	7 727	7 733	7 742	-0,2	↓	8,9	↑	8,8
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 840	9 806	9 038	8 920	8 920	0,3	↑	10,3	↑	10,3

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

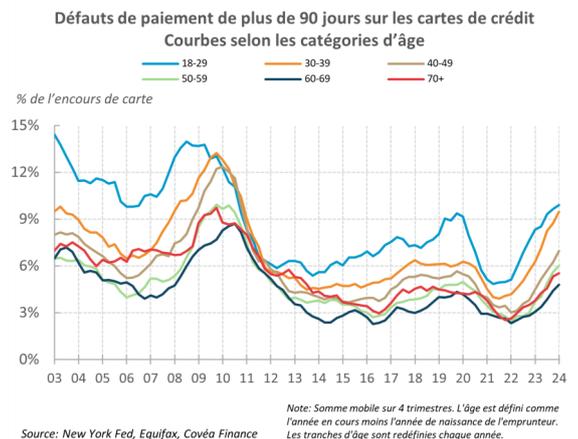
En Asie, les indices ont terminé la semaine globalement en hausse. Les indices chinois affichaient les meilleures performances malgré l'escalade des droits de douanes américains, portés par les annonces de soutien du gouvernement au marché immobilier, une série de bonnes publications macroéconomiques, et les valeurs de l'internet (Tencent après de bons résultats et Alibaba sur la thématique de l'IA). Le Japon faisait partie des moins bonnes performances, pénalisé par un PIB au 1er trimestre plus faible qu'attendu et la remontée du yen contre dollar. La Corée du Sud terminait proche de l'équilibre affecté par le recul de Samsung Electronics (risque de retard de qualification de ses puces mémoires par Nvidia). Côté sociétés, on notera le doublement des investissements de Honda dans l'électrification de sa gamme d'ici 2030 (10 milliards de yen en production et recherche et développement) et prévoit toujours que 100% de ses ventes soient électriques en 2040.

Aux Etats-Unis, le S&P500 clôturait la semaine en hausse de 1,5% après le ralentissement de l'inflation en avril, relançant les espoirs autour d'une première baisse de taux dès cet automne. Dans ce contexte, les segments les plus sensibles à la baisse des taux longs américains comme les secteurs de l'immobilier et de la technologie affichaient les plus fortes hausses. Les valeurs technologiques bénéficiaient aussi des attentes autour de la publication de Nvidia. L'industrie affichait la plus forte baisse compte tenu de la publication de la production industrielle américaine sous les attentes. La consommation cyclique subissait des prises de bénéfices malgré les bons résultats de Walmart. On notera l'aggravation des tensions commerciales sino-américaines après le relèvement des droits de douane sur certaines filières industrielles chinoises (véhicule électrique, semi-conducteurs, matériaux critiques, panneaux solaires...). Ces restrictions ont pour but de protéger les industries américaines qui ont bénéficié des plans de subvention de l'IRA et du Chips Act face au risque de surproduction chinoise.

Le Focus de la semaine : Changement de cap pour les chaînes de restauration face aux difficultés financières des ménages à bas revenus ?

Depuis la pandémie, la croissance de l'économie américaine est restée soutenue grâce à la résilience des dépenses des ménages américains, qui ont bénéficié du dynamisme du marché de l'emploi et de la baisse de l'épargne. Néanmoins, la consommation montre certaines faiblesses, en témoigne la chute de la confiance des ménages américains, qui a atteint son plus bas niveau en six mois sur fond d'anticipations d'inflation plus élevée et d'incertitudes sur le marché du travail. Par ailleurs, le taux des défauts de paiement à plus de 90 jours sur les cartes de crédit a augmenté à 6,9% en moyenne, au-dessus des niveaux pré-pandémiques et principalement tirés par les populations les plus jeunes, disposant des revenus les plus faibles. Cette augmentation du stress financier se répercute dans un changement des habitudes de consommation, cette population se tournant de plus en plus vers des alternatives moins coûteuses (préférence pour les repas à domicile en moyenne) ou réduisant leur budget alloué à la restauration rapide. Ainsi, Walmart, le géant de la distribution américaine profite de cette tendance, avec une hausse de ses ventes à magasins comparables de +3,8%, tirées par la hausse des volumes et des transactions. La capacité d'attraction de ce distributeur reste importante grâce à une politique de prix agressive et au développement de marques distributeurs qui lui permettent de continuer à gagner des parts de marché dans l'ensemble des classes sociales.

De l'autre côté, les chaînes de restauration commencent à pâtir de ces changements et tentent de s'y adapter. On observe notamment que les ventes à magasins comparables sont en décélération au dernier trimestre chez Burger King (+3,8% vs 6,3% au trimestre précédent) et McDonald's (+2,5% vs 4,3%), voire en baisse pour les chaînes les plus exposées aux consommateurs à faibles revenus : KFC (-7%) et Pizza Hut (-6%). Pour tenter d'inverser cette trajectoire et redynamiser leur trafic, ces sociétés proposent désormais des menus très bon marché, à \$5 pour KFC, Burger King et prochainement McDonald's. Les autres axes d'adaptation passent par une augmentation de l'activité promotionnelle ou le développement de programme de fidélité, ce qui a par exemple bénéficié à Domino's Pizza qui affichait une croissance des ventes de 5,6% sur le dernier trimestre. Face aux contraintes sur les coûts, et désormais au fléchissement de la demande sur certains segments de la consommation, les stratégies des entreprises doivent s'adapter pour tenter d'équilibrer au mieux les dynamiques de volumes et de prix. C'est tout l'enjeu de nos travaux de compréhension de l'adaptation des modèles des entreprises, que nous



Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	17/05/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale				en €			
						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	5 303	5 223	5 117	4 770	4 198	1,5	3,6	11,2	26,3	0,6	3,8	12,9	25,2
Etats-Unis - Dow Jones	40 004	39 513	38 715	37 690	33 536	1,2	3,3	6,1	19,3	0,3	3,5	7,8	18,2
Etats-Unis - Nasdaq	16 686	16 341	15 973	15 011	12 689	2,1	4,5	11,2	31,5	1,2	4,7	12,9	30,3
Japon Nikkei 300	587	582	573	500	454	0,9	2,5	17,4	29,4	0,1	-1,6	8,1	14,3
Corée du Sud KOSPI	2 725	2 728	2 667	2 614	2 515	-0,1	2,2	4,3	8,3	0,0	0,4	1,2	6,3
Chine - Shanghai	3 154	3 155	3 055	2 975	3 297	0,0	3,3	6,0	-4,3	-0,9	3,0	5,9	-7,8
Hong Kong Hang Seng	19 554	18 964	16 721	17 047	19 727	3,1	16,9	14,7	-0,9	2,3	17,5	16,6	-1,5
Marchés Emergents - MSCI	1 100	1 072	1 035	1 024	978	2,6	6,3	7,4	12,4	1,7	6,5	9,1	11,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Un rapport de l'Organisation Internationale du Travail (OIT), publié début janvier, rappelle qu'à l'échelle globale, 77% des chefs d'entreprise éprouvent des difficultés à recruter des candidats possédant les compétences appropriées. Cette proportion s'élevait à seulement 35% dix ans plus tôt. Les pénuries concernent à la fois les emplois où les salaires sont bas, comme l'hôtellerie-restauration, mais également des emplois hautement qualifiés. Certaines compétences informatiques, en particulier, deviennent de plus en plus rares sur le marché du travail, comme par exemple la maîtrise de certains langages de programmation. Les contraintes de ressources, y compris humaines, sont attentivement suivies dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

Le langage COBOL (COmmon Business Oriented Language) est un langage de programmation informatique créé en 1959 pour des applications commerciales et administratives, et popularisé des années 1960 aux années 1980. COBOL s'est brièvement fait connaître du grand public au tournant du millénaire lorsqu'il a fait craindre, avec ses dates codées à deux chiffres, le fameux « bug de l'an 2000 ».

Aujourd'hui COBOL est encore utilisé dans de nombreux systèmes de gestion, à la fois dans les administrations et les entreprises privées. 90% des 500 plus grandes entreprises américaines utiliseraient COBOL à un moment ou un autre de leurs opérations (par exemple : le système de réservation d'une compagnie aérienne, d'une chaîne hôtelière, d'un cinéma ou d'un loueur de voitures). COBOL y est le plus souvent utilisé de manière « héritée », c'est-à-dire un usage qui ne s'est pas accompagné du développement des compétences nécessaires pour maintenir ce langage informatique. COBOL est ainsi devenu un « dark code », terme employé dans le jargon informatique pour désigner des lignes de code seulement comprises par des informaticiens ayant quitté le monde du travail. Des systèmes fonctionnant a priori sans accroc, grâce à du « dark code », peuvent toutefois poser problème. En avril 2020, pendant la crise du Covid, les systèmes de gestion des prestations sociales de certains Etats américains, fonctionnant sous COBOL, ont été dépassés par l'afflux de demandes. Face à cette situation, le Gouverneur du New Jersey avait déclaré manquer non seulement de personnels soignants, mais aussi d'experts informatiques spécialistes du « cobalt » (COBOL).

COBOL reste par ailleurs très présent dans le monde de la banque et de l'assurance. Si les institutions financières sont friandes de technologie de pointe pour leurs activités de marché ¹, leurs activités traditionnelles restent tributaires de technologies anciennes. Dans les années 1990, pendant que les ingénieurs financiers s'approprièrent de nouveaux langages de programmation, créés conjointement avec l'essor des marchés financiers, les banques utilisaient encore COBOL pour gérer les virements et les distributeurs de billets.

Pourquoi les systèmes COBOL des institutions financières n'ont-ils pas été remplacés par d'autres langages plus modernes ? Certains ont avancé l'idée que des systèmes en COBOL seraient moins piratables, les pirates informatiques n'étant pas familiers avec cette technologie ancienne, ou encore que des systèmes en COBOL seraient une « pilule empoisonnée » dissuadant les fusions et rachats d'établissements financiers, le potentiel acquéreur étant découragé à l'idée d'intégrer une technologie en manque de compétences. D'autre part, les systèmes COBOL sont restés parce que les systèmes ont été hérités et la disparition des compétences a été progressive. Avant tout, le défaut du COBOL constitue en même temps sa plus grande qualité : sa « rusticité » peut aussi se voir comme une « robustesse ». Les systèmes COBOL ont souvent été conçus pour des missions critiques, capables de réaliser de manière fiable un grand nombre de processus simples, comme par exemple gérer des virements réalisés par des milliers de clients simultanément.

En 2018, la banque britannique TSB avait tenté de se passer du COBOL, en remplaçant les lignes de codes de ses systèmes par le langage Java. La banque avait alors fait face à des « bugs » en série. Deux millions de clients avaient vu leur compte bloqué, ou bien eurent accès à des comptes qui n'étaient pas les leurs... TSB a dédommagé ses clients à hauteur de 32,7 M€, et a écopé d'une amende de 48,6 M€ de la FCA (Financial Conduct Authority, le régulateur prudentiel britannique). La banque aurait également perdu 80.000 clients suite à cet incident.

Aujourd'hui, 80% des programmeurs spécialistes du COBOL auraient plus de 55 ans, faisant craindre une réelle pénurie de compétences.

Une solution à cette contrainte de ressource (perte de connaissances sur le COBOL qui est pourtant critique dans le fonctionnement des systèmes) consisterait à s'appuyer sur l'Intelligence Artificielle, capable éventuellement de générer des lignes de codes d'un langage oublié à partir de lignes de codes existantes... A moins que l'existence de « plats de spaghettis ² » ne compliquent le travail d'interprétation de l'Intelligence Artificielle employée.

¹ En ce sens, Morgan Stanley, en 2014, a nommé Bjarne Stroustrup, l'inventeur du langage C++, Directeur dans sa division Technology.

² Expression imagée désignant un système ayant évolué de manière désorganisée, avec en particulier des lignes de codes écrites par des informaticiens moins aguerris faisant appel à des lignes de codes plus sophistiquées écrites antérieurement par des « experts » du COBOL.

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Des données d'inflation et d'activité plus rassurantes pour la Réserve fédérale »

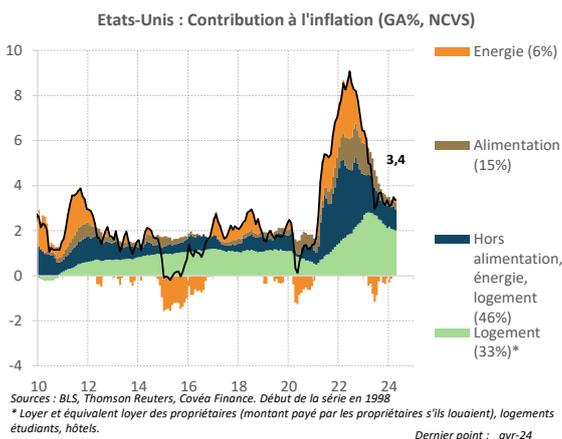
Les pressions inflationnistes se sont quelque peu modérées en avril. L'indice des prix à la consommation, ainsi que l'indice hors alimentation et énergie ont progressé de 0,3% en glissement mensuel, après 0,4% les deux mois précédents. En rythme annuel, l'inflation ralentit à 3,4% et l'inflation sous-jacente à 3,6% (3,8% en mars), au plus bas depuis avril 2021. L'énergie enregistre un 3^{ème} mois consécutif de rebond (+1,1% sur le mois), ce qui pousse la croissance annuelle de cette composante à 2,6%. La modération sur le mois concerne les biens durables (-0,6% sur le mois), sous l'effet d'une nouvelle baisse des prix des véhicules d'occasion (-1,4%). La progression mensuelle des prix des services se limite à 0,4%, après 0,5%, mais leur croissance annuelle reste soutenue et inchangée à 5,3%. La dynamique du logement se modère légèrement (0,4% en glissement mensuel), tout comme celle des services hors énergie, alimentation et loyers (0,4%, après 0,6% en mars).

Cette publication constitue un pas dans la bonne direction du point de vue de la Réserve fédérale (Fed) et devrait quelque peu rassurer les banquiers centraux après trois rapports d'inflation supérieurs aux attentes depuis le début d'année. Face à cette persistance des pressions inflationnistes, les membres du comité de politique monétaire ont reconnu ces dernières semaines que l'atteinte de l'objectif d'inflation à 2% prendrait plus de temps qu'anticipé, ce qui conduira à une politique monétaire restrictive plus longtemps. A la suite de cette publication, les déclarations de quelques banquiers centraux (Mester, Jefferson) continuent d'insister sur la patience.

Par ailleurs, les prix à la production ont rebondi en avril (+0,5% en glissement mensuel (GM)) et affichent une croissance annuelle en accélération à 2,2% (1,8% en mars). Les prix ont été tirés par un regain de vigueur de l'énergie (+2% GM), tandis que l'alimentation recule de 0,7%. Hors alimentation et énergie, les prix progressent de 0,5% sur le mois et de 2,4% en rythme annuel.

Les données publiées cette semaine témoignent d'un affaiblissement de la dynamique d'activité au deuxième trimestre. Dans la lignée de la récente dégradation des indicateurs de confiance du consommateur, les dépenses des ménages semblent marquer le pas en avril. Les ventes au détail ont stagné en valeur, malgré la forte progression des ventes de carburants (+3,1% sur le mois), qui reflète essentiellement un effet prix. Des baisses de ventes sont enregistrées pour les véhicules (-0,8%), le mobilier et équipements de maison (-0,5%), les équipements de loisirs (-0,9%) et les ventes en ligne (-1,2%).

On observe une tendance similaire dans l'industrie, avec d'une part la dégradation d'indicateurs d'enquête manufacturiers en mai (*Empire State manufacturing* de la Fed de New York, indice de la Fed de Philadelphie) et la stagnation de la production industrielle en avril. Celle-ci a été pénalisée par la chute de la production du secteur automobile (-2% en glissement mensuel) et la poursuite de la faiblesse dans le secteur des machines et équipements (-0,4% sur le mois, -4,9% en rythme annuel). Le secteur manufacturier



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
Indice de confiance NFIB	Indice	avr.-24	89,7	88,5	92,4	90,7
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-24	-0,4	0,1	3,4	0,2
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	avr.-24	-2,0	-0,5	-3,2	-9,7
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	avr.-24	-0,6	-4,1	-3,3	-8,4
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	avr.-24	3,0	3,8	9,1	3,6
Inflation	IPC, GA%, NCVS	avr.-24	3,4	3,5	8,0	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	avr.-24	3,6	3,8	6,2	4,8

* Du 13/05/2024 au 19/05/2024

Sources : Refinitiv, Cov& Finance

enregistre ainsi un repli de 0,3%, tandis que les services aux collectivités affichent une hausse de 2,8% sur le mois. Ces chiffres illustrent l'atonie persistante de l'activité manufacturière américaine.

Dans l'immobilier, l'indicateur NAHB de confiance des promoteurs immobiliers s'est dégradé en mai, passant de 51 à 45 points, au plus bas depuis janvier. Les professionnels du secteur semblent plus inquiets tant de la situation présente que des perspectives à 6 mois, sur fond de maintien d'une politique monétaire restrictive qui pèse sur les crédits immobiliers (le taux à 30 ans est repassé en avril et mai au-dessus de 7%). Au-delà des données d'enquête, les permis de construire ont poursuivi leur érosion en avril (-3% en glissement mensuel), et sont au plus bas depuis décembre 2022. En parallèle, les mises en chantier rebondissent de 5,7% sur le mois, ce qui ne compense pas la chute enregistrée en mars (-17%).

Sur le plan commercial, les tensions avec la Chine se ravivent à quelques mois des élections de novembre. Conformément à ce qui avait été relayé par la presse la semaine précédente, l'administration Biden a annoncé le 14 mai une **augmentation de droits de douanes sur une liste de produits chinois**, représentant environ 18 Mds\$ d'importations. **Cette hausse cible en particulier des produits liés à la transition énergétique et vise à protéger les secteurs stratégiques au cœur de la politique industrielle déployée par l'administration Biden depuis 2022.** Les droits de douane sur les véhicules électriques (VE) chinois passeront ainsi en 2024 (date non précisée) de 25% à 100% ; ceux sur les batteries lithium-ion pour VE passeront de 7,5% à 25% en 2024 (en 2026 pour les batteries qui ne sont pas à destination des VE) et ceux sur les composants de batteries de 7,5% à 25% également en 2024. Toujours concernant les batteries, le tarif douanier sur le graphite naturel et les aimants permanents passera de 0 à 25% en 2026. Certains autres minéraux critiques qui ne faisaient pas l'objet d'un droit de douane particulier jusqu'à présent seront taxés à 25% dès 2024. Par ailleurs, le tarif douanier sur les panneaux solaires chinois passera de 25% à 50% en 2024, tout comme celui sur les semi-conducteurs, mais en 2025. Certains produits en acier et en aluminium verront aussi leurs droits de douanes passer de 0-7,5% à 25% en 2024. Enfin, les droits de douane sur les grues portuaires passeront de 0 à 25% cette année, et un certain nombre de produits médicaux (aiguilles, seringues, masques, gants chirurgicaux...) seront davantage taxés.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

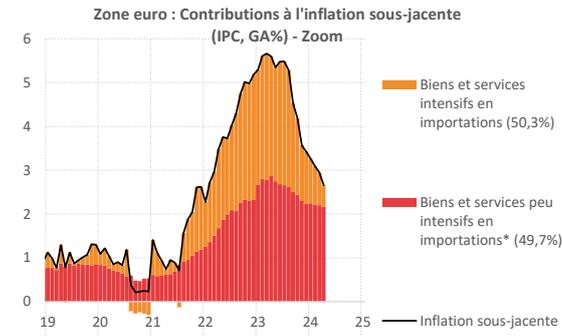
« L'inflation « domestique » reste élevée en zone euro »

Eurostat a confirmé que l'inflation est restée stable dans la zone euro en avril, à 2,4%. L'inflation sous-jacente est revenue à 2,7% (après 2,9% en mars), notamment sous l'effet de la poursuite du ralentissement de la hausse des prix des biens non-énergétiques mais aussi, pour la première fois depuis novembre dernier, d'un ralentissement de la hausse des prix des services (+3,7% sur un an contre +4,0% les cinq mois précédents). Les détails supplémentaires fournis par rapport à la première estimation permettent de constater que **l'inflation « domestique », c'est-à-dire la hausse des prix des biens et services les moins intensifs en importations, reste soutenue à 4,4%**, et qu'elle contribue pour 2,2 points de pourcentage à l'inflation sous-jacente. À l'inverse, **l'inflation**

des composantes intensives en importations se modère (+1,0% en glissement annuel en avril après +1,5%) reflétant la baisse des prix des biens importés.

Du côté de la BCE, les discours -encore nombreux la semaine dernière- indiquent toujours que le Conseil des gouverneurs devrait décider d'une première réduction des taux directeurs européens lors de sa réunion du 6 juin. La grande majorité des banquiers centraux, à l'instar des gouverneurs des banques centrales néerlandaise et lettone ainsi qu'Isabel Schnabel ou encore Luis de Guindos, insistent toutefois sur la nécessité de rester prudent pour la suite. Les plus confiants dans une trajectoire qui ramènerait l'inflation à l'objectif de la banque centrale l'année prochaine évoquent la possibilité de poursuivre la détente de la politique monétaire lors des réunions au cours desquelles sont présentées de nouvelles prévisions économiques des équipes de la BCE (en juin, septembre et décembre).

Eurostat a aussi confirmé la croissance de 0,3% du PIB de la zone euro en séquentiel au premier trimestre de cette année, après deux trimestres consécutifs de baisse. Il n'y a pas plus de détails que dans la première estimation sur ce qui a provoqué ce léger rebond de l'activité. En revanche, sur les quatorze pays de la zone euro qui ont publié leur propre estimation, seuls deux ont annoncé une contraction de l'activité : les Pays-Bas et l'Estonie. **L'office européen des statistiques a également publié la production industrielle du mois de mars, avec une progression un peu plus forte que l'attendait le consensus (+0,6% en séquentiel) grâce à des progressions de l'activité dans les secteurs des biens durables et des biens d'investissement.** Par rapport à mars 2023, la production industrielle de la zone euro est en baisse de 1,0%, contre une chute de 6,3% sur douze mois en février.



¹ Sources : BCE, Datastream, Covéa Finance
Les nombres entre parenthèses indiquent le poids dans l'indice total.
*La BCE a identifié un certain nombre de composantes de l'IPC dont la consommation est relativement peu intensive en importations. Ces composantes représentent 49,7% de l'indice total.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prod. industrielle <i>Vol, NCVS, GA%</i>	mars-24	-1,0	-6,3	2,1	-2,2
	PIB <i>Vol, CVS, GA%</i>	T1 24	0,4	0,1	3,5	0,5
AL	ZEW <i>Indice</i>	mai-24	47,1	42,9	-27,2	2,2
FR	Indicateur de confiance BdF <i>Indice</i>	avr.-24	94,2	94,8	100,9	94,4

*Du 13/05/2024 au 19/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Parmi les grands secteurs, seul celui des biens d'investissement affiche une progression de sa production sur un an. Un signe de redressement de l'investissement des entreprises de la zone euro ?

La Commission européenne a publié ses prévisions de printemps. Le scénario conjoncturel est des plus classiques et très consensuel, avec une croissance encore faible cette année (+0,8%) et une accélération modérée en 2025 (+1,4%). Les projections d'inflation ont été revues en baisse, à 2,4% cette année et 2,1% en 2025, l'inflation sous-jacente étant attendue à 2,7% puis 2,1% également. **Au regard des attentes en matière d'évolution des finances publiques, 9 pays de l'UE sont susceptibles de faire l'objet de procédures de déficit excessif (déficit attendu au-dessus de 3,5% du PIB l'année prochaine), dont 6 de la zone euro (France, Italie, Belgique, notamment).**

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

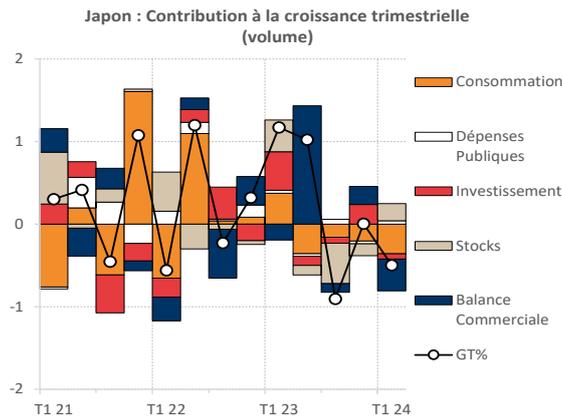


Suivi Macroéconomique

Asie

« Le PIB japonais ne reste que marginalement au-dessus de son niveau de 2019 »

Au Japon, l'économie commence l'année en contraction. Selon les statistiques préliminaires, le PIB recule fortement de 0,5% en glissement trimestriel (GT) au premier trimestre 2024, après un deuxième semestre 2023 déjà compliqué (-0,9% au T3 et 0% au T4). Le PIB enregistre également son premier déclin en glissement annuel (-0,2%) depuis 2021. Cette dégradation reflète notamment des facteurs exceptionnels, tels que le tremblement de terre ayant affecté de la péninsule de Noto et la suspension de l'activité de certaines usines automobiles. Ces perturbations semblent avoir fortement pénalisé les exportations (-5% en GT), qui étaient un des principaux moteurs de l'activité des derniers trimestres. En outre, la demande domestique continue de se détériorer, reflétant une dynamique toujours négative des salaires réels. En particulier, la consommation de biens durables a fortement baissé (-12,2% en GT), ce qui reflète probablement les perturbations sur les approvisionnements de véhicules, alors que la consommation de services a été dynamique. Les dépenses publiques ont contribué positivement à la croissance du premier trimestre mais cela reflète probablement les mesures exceptionnelles prises par les autorités suite au tremblement de terre.



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covéa

Ce recul de l'activité pourrait amener la Banque du Japon (BoJ) à la prudence dans la poursuite de la normalisation de sa politique monétaire mais cette interprétation reste à nuancer. Outre le poids de facteurs temporaires sur ces chiffres, la vigueur du déflateur du PIB (0,6% en GT et 3,6% en GA), un indice de prix sur la valeur ajoutée domestique, va dans le sens de la BoJ qui considère que l'alimentation progressive de pressions inflationnistes domestiques permettra d'atteindre durablement la cible.

Sur le plan géopolitique, la Russie et la Chine continuent d'afficher leur proximité. A l'occasion d'une visite officielle de Vladimir Poutine en Chine, les deux chefs d'Etat ont évoqué le début d'une « nouvelle ère » dans les relations entre les deux pays et un renforcement de leurs liens militaires. Ils ont également déclaré qu'ils resteraient fermes face à l'hostilité des Etats-Unis.

En outre, les tensions commerciales entre la Chine et les pays occidentaux restent vives. Quelques jours après l'annonce d'une nouvelle série de fortes hausses de droits de douane des Etats-Unis sur certains produits chinois, les autorités chinoises ont annoncé l'ouverture d'une enquête antidumping sur le copolymère de polyoxyméthylène, un plastique à usage industriel utilisé notamment dans la production d'automobiles, d'appareils électriques, de machines industrielles et d'équipements médicaux. Ce produit est exporté vers la Chine par des entreprises de l'Union européenne, des États-Unis, du Japon et de Taïwan. Cette annonce est intervenue la veille de la prise de fonction du nouveau président taiwanais, Lai Ching-te, que les autorités chinoises considèrent comme un « séparatiste ».

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 24	-0,4	1,3	1,0	1,9
	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	avr.-24	4,2	4,5	5,1	3,0
CH	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	avr.-24	6,7	4,5	3,4	4,6
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	avr.-24	2,3	3,1	-0,8	7,8

*Du 13/05/2024 au 19/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

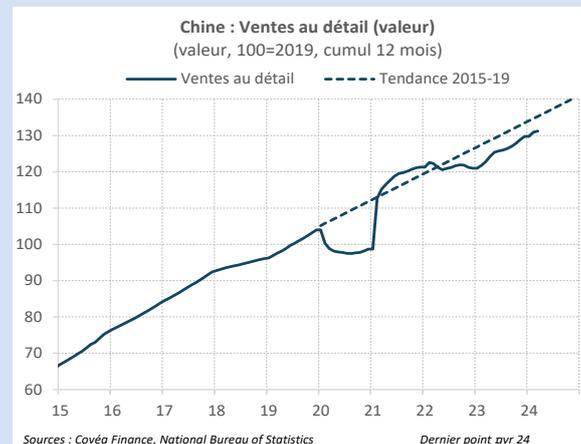
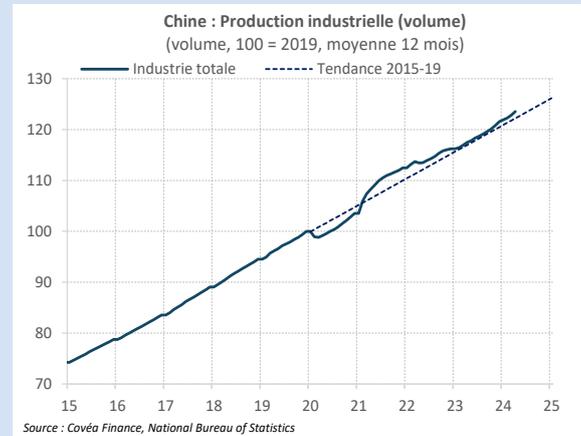
Focus : les surcapacités industrielles chinoises restent bien visibles dans les données

Les données d'activité chinoises d'avril continuent d'illustrer un déséquilibre entre offre et demande domestique. La croissance de la production industrielle a accéléré à 6,7% en volume en glissement annuel (GA) en avril (4,5 % en mars), notamment tirée par la production de smartphones et d'automobiles alors que la production d'acier et de ciment reste affectée par la dégradation du secteur immobilier. La vigueur de la production en avril semble toutefois surtout répondre à la demande extérieure, comme l'illustre l'accélération de la croissance de la valeur livrée à l'exportation (7,3% en GA contre 1,4% en mars).

La demande domestique s'est en revanche modérée sur le mois. La croissance nominale des ventes au détail a chuté à 2,3% en GA en avril (3,1 % en mars), principalement freinée par la baisse des ventes dans le secteur automobile (-5,6%) qui semble refléter à la fois les fortes baisses de prix des producteurs et l'attentisme des consommateurs, en amont de la mise en place d'un programme de prime à la reprise de véhicules par les autorités.

En outre, la croissance des investissements a ralenti (3,6% en GA contre 4,7% en mars). L'investissement manufacturier est resté très dynamique (9,3% après 10,3% en mars) mais l'investissement en infrastructure s'est nettement modéré (5,9% contre 8,6% en mars), ce qui fait écho au ralentissement des émissions de titres des administrations locales qui sont confrontées à des difficultés financières croissantes. Le lancement du programme d'émission d'obligations spéciales du gouvernement central (cf. édito p.1) pourrait toutefois soutenir les investissements en infrastructure au cours des prochains mois.

Enfin, l'immobilier reste le principal frein à l'activité chinoise. La croissance de l'investissement immobilier s'est détériorée encore davantage pour atteindre -10,5% en GA en avril (-10% en mars). Les ventes de logements neufs en volume ont baissé de 23,3% en GA sur le mois (-18,3% en mars) alors que les prix continuent de reculer. Dans ce contexte, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de soutien au secteur. Selon l'agence de presse d'Etat Xinhua, le vice-premier ministre He Lifeng a indiqué que les gouvernements locaux pourront acheter « certains » bâtiments commerciaux « à un prix raisonnable » et les transformer en logements à loyers préférentiels. Ils pourront également reprendre ou acquérir « des terrains résidentiels inutilisés » afin d'alléger le fardeau financier des promoteurs. En parallèle, la Banque Populaire de Chine a dévoilé une série de mesures, dont la suppression d'un taux d'intérêt minimum sur les prêts hypothécaires et l'assouplissement des exigences en matière d'apport.



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.