

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

3 juin 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Un début d'année dynamique pour le Capital Investissement

Lors d'un précédent éditorial, nous décrivions les problématiques de liquidité que rencontraient les acteurs du capital investissement (fonds d'investissement, banques, investisseurs et entreprises), confrontés au durcissement des conditions de financement et à la montée des pressions inflationnistes. Jusqu'en 2021, la classe d'actif a bénéficié de l'environnement de taux bas, propice aux opérations de fusions acquisitions, et de l'engouement des investisseurs en quête de rendement élevé. Depuis 2022, les distributions des fonds auprès des investisseurs se sont tariées et les levées sont devenues plus difficiles. Cet édito fait le point sur l'état du marché mondial en analysant les levées des fonds de capital investissement au premier trimestre 2024.

La classe d'actif semble retrouver des couleurs en ce début d'année. Avec 156 Mds \$, les montants levés ont progressé de 16% par rapport à la moyenne des premiers trimestres sur les 5 dernières années. L'Europe a bien entamé l'année avec 68,6 milliards de dollars de levée, soit 44 % du total des capitaux levés au cours du trimestre, répartis sur 33 fonds. Il s'agit d'un trimestre record pour l'Europe, qui a enregistré plus de la moitié de la collecte 2023 en seulement trois mois. Malgré des chiffres prometteurs, ces résultats sont à nuancer. En effet, la performance obtenue est notamment tirée par la clôture de 3 « méga fonds » dont la taille dépasse 5 Mds \$. Dans un contexte encore difficile, les investisseurs préfèrent concentrer leurs investissements sur des fonds de taille importante, gérés par des sociétés de gestion établies.

Dès 2022, les activités de rapprochement d'entreprises ont fortement ralenti. La hausse des taux a compliqué l'équation financière entre les acheteurs et les vendeurs. D'après l'indice Argos, qui mesure l'évolution de la valorisation des PME non cotées de la zone euro, les multiples de valorisation, enregistrés lors de transactions, auraient atteint leur plus bas niveau depuis 2017. Couplé au rythme soutenu des levées de fonds, l'argent levé mais non investi par les fonds (poudre sèche) a atteint un record de 1 557 milliards de dollars à fin 2023. Entre poudre sèche et baisse des valorisations, les conditions semblent réunies pour un retour des activités de fusions acquisitions.

2024 sera donc t-elle une année d'opportunités pour les fonds d'investissement qui pourront de nouveau déployer les montants apportés par leurs investisseurs et renouveler leurs portefeuilles ? Ou simplement un retour à la normale après des années d'euphorie ? Une stabilisation voire une baisse des taux et des marchés actions au plus haut devraient, en toute logique, déboucher sur une reprise des activités de fusions acquisitions et permettre ainsi aux fonds de céder leurs participations afin d'effectuer des distributions à leurs investisseurs. Cependant, nos Perspectives Economiques et Financières envisagent un environnement de taux qui devrait rester élevé et une pression inflationniste structurelle qui devrait perdurer. L'intransigeance des banques centrales à vouloir maintenir leurs taux directeurs pourrait refroidir les espoirs d'une forte reprise des rapprochements d'entreprises et priverait les investisseurs de distributions tant attendues qui pourraient être réinvesties, en partie, sur le marché obligataire.

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

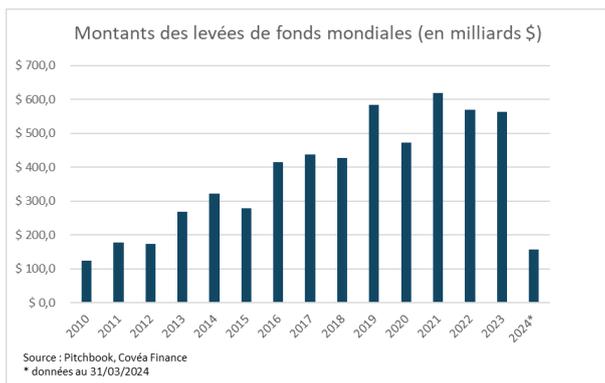
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Un espoir de reprise sur le capital investissement en 2024... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	31/05/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,085	1,089	1,076	-0,4	0,8
€ / £	0,851	0,855	0,859	-0,4	-0,9
€ / Yen	170,62	162,31	149,37	5,1	14,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	82	85	74	-4,4	9,9
Indice CRB*	546	536	543	1,9	0,5
Prix de l'once d'Or	2 323	2 162	1 978	7,5	17,4
Prix de la tonne de cuivre	10 040	9 072	8 244	10,7	21,8
Indice Baltic Dry**	1 815	2 374	937	-23,5	93,7
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3045	1773	1029	71,7	196,0

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

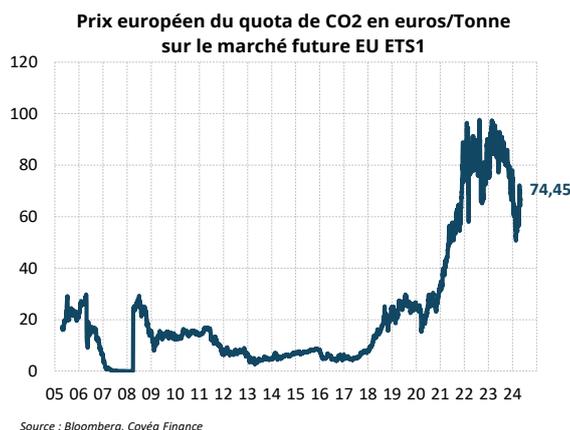
Sur la semaine, les rendements augmentent de part et d'autre de l'Atlantique, portés par les statistiques d'inflation à nouveau en hausse en Europe. Sur la maturité 10 ans, les taux augmentent de 8 à 9 pb à 2,66% pour l'Allemagne, à 3,14% pour la France après un point haut à 3,17% et à 3,98% pour l'Italie. L'écart de taux entre l'Italie et l'Allemagne demeure inchangé à 131 pb. Aux Etats-Unis, la hausse est plus limitée du fait d'un léger ralentissement de la demande en provenance des ménages et des propos du gouverneur Kashkari, membre non votant de la FED, qui affirme que cette dernière devrait encore attendre de nombreux mois de données d'inflation bien orientées avant de pouvoir envisager de manière confiante la baisse des taux directeurs. La courbe se penfite. Le taux à 10 ans augmente de 3 pb à 4,50%, tandis que sur la partie courte de la courbe, le taux à 2 ans diminue de 7 pb à 4,87%. Sur le marché du crédit, les primes de risque restent stables pour les catégories investissement et haut rendement, à respectivement, 108 pb et 334 pb. Vendredi soir après la clôture des marchés, l'agence de notation S&P a dégradé la notation de la France de AA-.

Le Focus de la semaine : Le marché du carbone, un contributeur à l'inflation ?

En 2005, l'Union Européenne innove et crée le premier système d'échange de quotas d'émission de dioxyde de carbone au monde, appelé EU ETS 1. Un quota correspond à une tonne de dioxyde de carbone. Ce marché couvre les émissions réalisées par les secteurs de la production électrique et de chaleur, les raffineries, la production d'acier, de ciment, de produits chimiques, d'aluminium, de verre, de céramique et de papier carton, le transport aérien et le transport maritime. L'Union Européenne crée chaque année un nombre déterminé de quotas, inférieur à l'année précédente. En 2021, le rythme de création des quotas a été redéfini de manière plus ambitieuse afin de le faire correspondre avec le plan « paré pour 55 » (Fit for 55) dont l'objectif est de réduire de 55% les gaz à effets de serre émis par l'Union Européenne en 2030, comparé au niveau de 1990. Pour y parvenir, chaque acteur des secteurs concernés doit donner, au titre de l'exercice passé, le nombre de quotas correspondant à ses émissions à l'administration nationale responsable du contrôle de ce marché. En cas de manquement, l'entreprise s'expose à une pénalité. L'amende sur les émissions excédentaires est de 100 euros et le paiement de l'amende ne libère pas l'exploitant de l'obligation de restituer les quotas exigés.

Jusqu'en 2023, les quotas étaient distribués gratuitement à l'ensemble des secteurs, à l'exception du secteur de la production électrique. Ce dernier devait les acquérir en les achetant, soit lors des enchères organisées au niveau national, soit sur le marché secondaire. A partir de cette année, la situation évolue. Les compagnies aériennes et maritime doivent désormais acheter, respectivement, 25% et 40% de leurs quotas d'émissions couvertes par le système. En 2025, cette proportion passera à 50% pour l'aérien et 70% pour le maritime ; puis à 100% pour l'aérien en 2026. Pour le transport maritime, les émissions réalisées à l'occasion des trajets intra Union Européenne sont pleinement couvertes par le système tandis que les émissions pour les trajets entre l'Union Européenne et un port hors des frontières de l'Union ne sont couvertes que pour moitié. Pour le transport aérien, seuls les vols au sein de l'Union Européenne sont couverts. De plus, le secteur de l'industrie commencera, graduellement, à payer pour ses émissions à partir de 2026, date à laquelle débutera également le mécanisme d'ajustement du prix du carbone à la frontière (MACF). Ce mécanisme imposera aux importateurs de l'Union Européenne d'acheter le montant de quotas correspondant aux volumes de dioxyde de carbone générés pour produire les biens suivants : le fer, l'acier, l'aluminium, le ciment, certains fertilisants, l'électricité et l'hydrogène. En 2024, sur les 1 152 millions de quotas qui seront créés par l'Union Européenne, 53% seront vendus via des enchères et 47% alloués gratuitement. Le prix des quotas a significativement augmenté au cours du temps, il était inférieur à 20 euros/tonne entre 2009 et 2018, puis inférieur à 30 euros/tonne jusqu'en 2020. Il se traite actuellement à 73 euros/tonne. L'accélération de la réduction du nombre de quotas en circulation, la diminution des quotas alloués gratuitement, l'arrivée de nouveaux acheteurs sur ce marché par l'inclusion des secteurs de l'industrie, des transports maritimes et aériens ainsi que par le lancement du MACF sont autant de facteurs qui devraient exercer une pression à la hausse sur le prix du quota. Les entreprises faisant face à des coûts en hausse pour leurs émissions de carbone sont susceptibles de les répercuter sur les consommateurs via des hausses de prix et participer de cette manière à maintenir une inflation structurellement élevée en Europe. Le deuxième marché du carbone, l'EU ETS 2, adopté par le Parlement Européen le 18/04/2023, vise à étendre le système d'échange de quotas d'émission existant aux secteurs du transport routier et du chauffage à partir de 2027. Il contribuera également à soutenir le niveau de l'inflation.

L'Union Européenne poursuit deux objectifs, se réindustrialiser et baisser la quantité d'émission de dioxyde de carbone, qui pourraient être difficiles à concilier. Ces politiques présentent des implications économiques importantes, notamment en termes d'inflation.



Matthieu Ohana
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	05/04/24	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	5,00	0,00	0,00	0,00	0,50					
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	0,00	0,00	0,00	1,00					
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	0,00	0,00	0,00	1,00					
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														
Variations (en pbs)														
Etats-Unis	4,40	4,20	4,31	3,88	3,31	20	10	52	110	-35	15			
Allemagne	2,40	2,30	2,44	2,02	2,18	10	-4	38	22	-47	17			
France	2,91	2,81	2,88	2,56	2,70	10	3	35	21	5	49			
Italie	3,82	3,68	3,70	3,70	4,03	14	12	12	-22	38	52			
Royaume-Uni	4,07	3,93	4,10	3,54	3,43	14	-3	53	64	-15	51			
Japon	0,79	0,71	0,79	0,61	0,47	8	0	18	32	58	103			
Crédit														
Variations (en pbs)														
Indice Itraxx Main	54,5	54,2	53,2	58,1	90,2	0,3	1,3	-3,6	-35,6					
Indice Itraxx Crossover	299,6	297,0	304,1	309,9	472,3	2,6	-4,4	-10,2	-172,6					

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 :

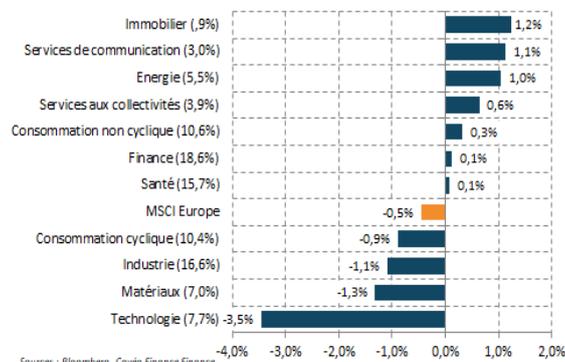
Le marché des actions européennes (MSCI EUROPE dividendes non réinvestis) clôture la semaine en légère baisse (-0,5%).

D'un point de vue sectoriel, les secteurs endettés comme l'immobilier (+1,2%) et les services de communications (+1,1%) sont en hausse. Le secteur de l'énergie affiche une hausse de 1% sur fond de tensions géopolitiques. En bas de classement, la technologie est un repli de 3,4%, entraînée par les publications et les perspectives de résultats décevantes de plusieurs éditeurs de logiciels aux Etats-Unis.

En termes de performances géographiques, la Suisse est en hausse de 1,8%, suivie de la Norvège (+1,4%), bénéficiant de la bonne performance des télécoms. A l'inverse, la Grèce affiche le plus fort recul à 3,1%, impactée par les banques.

Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est en territoire positif (+6,3%) ainsi que le MSCI Europe (+8,1%) et le MSCI EMU (9%).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 24/05/2024 au 31/05/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Recyclage des éoliennes en France : défi et opportunités

Nous avons abordé dans un précédent éclairage du suivi hebdomadaire le sujet du vieillissement des parcs éoliens et l'obligation pour les exploitants de parcs de se conformer à la loi sur l'Economie circulaire. En France, la loi impose le démantèlement, la remise en état des terrains et le recyclage des éoliennes en fin de vie. Ainsi, des objectifs progressifs de recyclabilité ont été fixés depuis le 1er janvier 2023.

Les exploitants ont l'obligation pour les champs existants de réutiliser ou de recycler 90% de la masse totale des éoliennes démantelées (socles compris) et 35% du poids des rotors. Pour les nouveaux projets dont les dossiers ont été déposés à partir du 1er janvier 2024, la récupération de la masse totale passe à 95%, et pour ceux déposés à partir du 1er janvier 2025 le taux de revalorisation des rotors passera à 55%.

Aujourd'hui, 93% de la masse des éoliennes (acier, béton, aluminium, cuivre) est réutilisée ou recyclée dans des filières existantes. Les fondations conçues en béton sont réutilisées sous forme de granulats ou permettent de fabriquer du béton neuf. Le mât, le moyeu, la nacelle et les câbles électriques sont composés d'acier, de cuivre, de fonte et d'aluminium qui sont des matériaux revalorisés à 100% dans leurs filières.

En revanche, les pales et la coque sont constituées de matériaux composites. Les fibres de verre ou de carbone sont mélangées à d'autres polymères, comme la résine, qui permettent le collage des fibres entre elles. La filière du recyclage de fibres de verre est encore naissante et les solutions de récupération existantes dégradent les propriétés de la matière. Si les acteurs du secteur n'ont pas trouvé de solutions optimales, la recherche et l'innovation se font davantage sur l'éco-conception de ces pales, comme les nouvelles réglementations le prévoient. En effet, un consortium composé d'Arkema, Canoe, Engie, LM Wind Power, Owens Corning et Suez créé en 2020 a conçu une pale thermoplastique 100% recyclable. Le consortium travaille également sur l'automatisation de la fabrication de ces pales et sur une conception à partir de résine recyclée.

Ces défis génèrent des opportunités tout au long de la chaîne de valeur, aussi bien à l'échelle des producteurs, des équipementiers, des entreprises de services à l'environnement que des chimistes à l'origine des solutions de recyclage. Le recyclage est un enjeu clé qui répond aux problématiques d'efficacité des ressources que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	31/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	166	168	164	153	145	-1,0	↓	1,4	↑	9,0	↑	14,9	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 062	1 074	997	966	931	-1,1	↓	6,5	↑	9,9	↑	14,0	↑
MSCI EMU Small Cap	443	444	421	426	390	-0,2	↓	5,2	↑	4,2	↑	13,6	↑
MSCI Europe	174	174	169	161	153	-0,5	↓	2,5	↑	8,1	↑	13,5	↑
France CAC 40	7 993	8 095	8 164	7 543	7 137	-1,3	↓	-2,1	↓	6,0	↑	12,0	↑
Allemagne DAX 30	7 110	7 195	7 074	6 629	6 282	-1,2	↓	0,5	↑	7,3	↑	13,2	↑
Italie MIB	34 492	34 491	33 940	30 352	26 576	0,0	↑	1,6	↑	13,6	↑	29,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 275	8 318	7 727	7 733	7 490	-0,5	↓	7,1	↑	7,0	↑	10,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 719	9 767	9 038	8 920	8 718	-0,5	↓	7,5	↑	8,9	↑	11,5	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine a été baissière en Asie. L'Indonésie, champion mondial du cuivre et du nickel, affiche la moins bonne performance, en lien avec la baisse du prix de ces métaux. La Chine recule sensiblement aussi, poursuivant sa respiration après le fort rebond entamé en janvier. A l'inverse, le Japon affiche la meilleure performance, aidée une nouvelle fois par la poursuite de la baisse de la devise et la bonne performance des valeurs financières dans un contexte de hausse des taux japonais. Dans les éléments transverses, notons que Micron, champion mondial des puces mémoire, prévoit de construire une usine au Japon qui sera opérationnelle d'ici fin 2027. L'investissement total représente environ 5 milliards de dollars pour 1,3 milliard de subvention par le gouvernement japonais. Enfin, dans la transition énergétique, BYD, constructeur automobile chinois, a dévoilé un groupe motopropulseur pour un véhicule hybride rechargeable qui promettrait une autonomie de plus de 2 000 km sans recharge, le tout à un prix compétitif.

Aux Etats-Unis, le marché clôture en baisse après avoir atteint des niveaux records la semaine précédente. Les secteurs de l'énergie et de l'immobilier enregistrent les plus fortes hausses. A l'inverse, la technologie affiche la plus forte baisse, impactée notamment par le segment des logiciels à la suite de publications de résultats alimentant les inquiétudes quant à la capacité des sociétés de bénéficier de l'émergence de l'intelligence artificielle. Dans la thématique de la sécurité énergétique, la Maison-Blanche devrait prochainement annoncer des mesures visant à soutenir le développement de nouvelles centrales nucléaires aux Etats-Unis. Aussi, l'armée américaine devrait lancer un programme de déploiement de réacteurs avancés destinés à alimenter plusieurs sites militaires aux États-Unis.

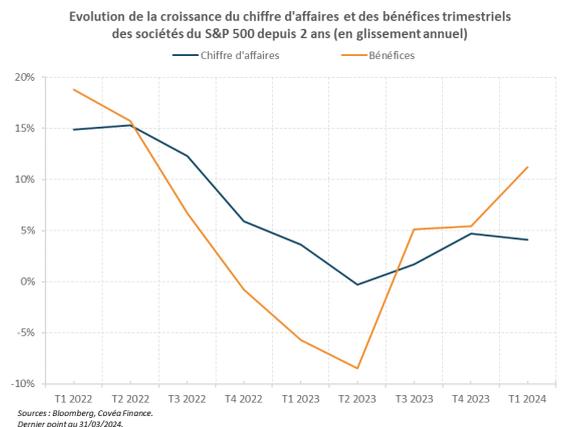
Le Focus de la semaine : Les principaux messages à retenir des publications de résultats du premier trimestre aux Etats Unis

La période de publication des résultats du premier trimestre s'achève et montre une progression des ventes de 4% et des résultats de 11% sur un an, avec de grandes disparités de contribution. Les six plus grandes capitalisations de l'indice (Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft et Nvidia) participent fortement à la croissance des bénéfices de l'indice S&P 500. Leurs ventes ont progressé de 15% sur un an, soit une contribution de 37% à la croissance globale des chiffres d'affaires de l'indice. Cette contribution est encore plus forte sur les bénéfices (78%). Ces entreprises bénéficient d'une expansion des marges induite par l'accélération des volumes d'affaires, des hausses de prix et des programmes de réduction de dépenses. En conséquence, retraités de ces six sociétés, les ventes et les profits de l'indice S&P 500 ne progressent que de 3% sur un an. Même si l'on constate encore un effet prix positif dans certains secteurs, il est compensé par une hausse des coûts, notamment salariaux, ne permettant pas de bénéficier du même levier sur les marges.

Clairement, cette saison de publications a été marquée par l'engouement autour de l'intelligence artificielle (IA), 41% des entreprises l'ont mentionnée dans leurs conférences de presse. L'enthousiasme est particulièrement fort au sein des grandes valeurs technologiques qui continuent d'investir massivement dans l'IA. Microsoft, Amazon, Alphabet et Meta planifient plus de \$190 Mds de dépenses en capital en 2024 (+31% a/a). Dans le secteur de la santé, les entreprises actives sur les marchés du diabète et de l'obésité, comme Insulet, Dexcom ou Eli Lilly, ont tiré parti de la solide progression du nombre de patients éligibles aux traitements.

Parmi les points clés et transverses de cette saison de publications, nous constatons une baisse du coût de certains intrants, notamment de l'énergie et des matières premières, et une poursuite de la normalisation des chaînes d'approvisionnement. Par ailleurs, les ménages continuent de privilégier la consommation de services au détriment des biens, même si les directions de plusieurs grandes chaînes de restauration rapide et de distribution spécialisée évoquent des signes de faiblesse chez les consommateurs à bas revenus.

Enfin, notons que de manière générale, les entreprises restent raisonnablement optimistes sur leurs hypothèses de croissance pour 2024, évoquant toutefois les risques liés à l'inflation persistante aux Etats-Unis et donc au maintien d'une politique monétaire restrictive, ainsi que des dynamiques de croissance économique incertaine en Chine et en Europe.



Margaux Louis

Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)											
	en devise locale		en €			en devise locale			en €			en devise locale			en €		
	31/05/24	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	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 278	5 305	5 117	4 770	4 221	-0,5 ↓	3,1 ↑	10,6 ↑	25,0 ↑	-0,5 ↓	3,5 ↑	12,6 ↑	24,0 ↑	-0,5 ↓	3,5 ↑	12,6 ↑	24,0 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	38 686	39 070	38 715	37 690	33 062	-1,0 ↓	-0,1 ↓	2,6 ↑	17,0 ↑	-1,0 ↓	0,3 ↑	4,5 ↑	16,1 ↑	-1,0 ↓	0,3 ↑	4,5 ↑	16,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	16 735	16 921	15 973	15 011	13 101	-1,1 ↓	4,8 ↑	11,5 ↑	27,7 ↑	-1,1 ↓	5,2 ↑	13,4 ↑	26,7 ↑	-1,1 ↓	5,2 ↑	13,4 ↑	26,7 ↑
Japon Nikkei 300	592	586	573	500	453	1,0 ↑	3,4 ↑	18,4 ↑	30,8 ↑	0,8 ↑	-1,7 ↓	8,1 ↑	14,5 ↑	0,8 ↑	-1,7 ↓	8,1 ↑	14,5 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 637	2 688	2 667	2 614	2 569	-1,9 ↓	-1,1 ↓	0,9 ↑	2,6 ↑	-3,0 ↓	-4,5 ↓	-3,7 ↓	-3,3 ↓	-1,9 ↓	-1,1 ↓	0,9 ↑	2,6 ↑
Chine - Shanghai	3 087	3 089	3 055	2 975	3 205	-0,1 ↓	1,1 ↑	3,8 ↑	-3,7 ↓	0,0 ↑	0,9 ↑	3,7 ↑	-6,3 ↓	-0,1 ↓	1,1 ↑	3,8 ↑	-3,7 ↓
Hong Kong Hang Seng	18 080	18 609	16 721	17 047	18 217	-2,8 ↓	8,1 ↑	6,1 ↑	-0,8 ↓	-3,0 ↓	8,6 ↑	7,8 ↑	-1,4 ↓	-2,8 ↓	8,1 ↑	6,1 ↑	-0,8 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 049	1 083	1 035	1 024	962	-3,1 ↓	1,4 ↑	2,5 ↑	9,1 ↑	-3,2 ↓	1,8 ↑	4,3 ↑	8,2 ↑	-3,1 ↓	1,4 ↑	2,5 ↑	9,1 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

UE-Etats-Unis : 2 philosophies pour une décarbonation

En 2015, à l'issue de la COP 21, 194 pays se sont engagés à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre (GES) et à viser la neutralité carbone à l'horizon 2050. Ces actions s'inscrivent dans l'objectif de limiter à un maximum de 2°C la hausse des températures et à viser plutôt 1,5°C. Dans ce contexte, l'Union Européenne (UE) et les Etats-Unis ont communiqué sur des trajectoires de diminution des émissions de GES qui font ressortir cette cible commune de neutralité carbone en 2050 et une baisse à l'horizon 2030 de respectivement 55% et 50 à 52%.

Pour atteindre ces objectifs, l'UE et les Etats-Unis mènent cependant des politiques reflétant des philosophies très différentes :

L'UE s'appuie sur le prix du carbone, avec un marché d'échanges de quotas d'émissions en place depuis 2005, alimenté par des mises aux enchères et des quotas gratuits attribués aux industries les plus émettrices de GES. Ces quotas sont déterminés par site industriel sur la base de niveaux d'émissions historiques. Leur évolution est alignée sur les objectifs de réduction des émissions de l'UE et ils s'éteindront totalement d'ici 2034. Cette trajectoire baissière et surtout cette perspective d'extinction des quotas gratuits constituent une incitation forte à la décarbonation de ces industries. En l'absence d'actions de réduction de leurs émissions, les entreprises devront donc acheter des droits d'émissions au regard de leurs besoins, renchérissant d'autant leurs coûts de production.

En conséquence, les industriels concernés ont engagé des plans massifs d'investissements pour réduire leurs émissions. Dans le cadre du Pacte Vert (Green Deal), l'UE a mis en place des subventions et des financements pour aider à cette transition. De même, des fonds d'investissements ont été dotés pour permettre d'accompagner les acteurs privés dans leurs investissements sur des technologies « vertes » (exemple de l'hydrogène ou d'unité de production de batteries).

Aux Etats-Unis, il n'existe pas au niveau du pays, de marché organisé de négociations du carbone (quelques Etats ont créé des places de négociations, avec des couvertures variables en termes d'industries et de nature des émissions). Pour inciter les industries émettrices à s'engager massivement dans la décarbonation, l'administration Biden a adopté une politique à 2 étages :

décarboner l'énergie produite en favorisant les sources renouvelables de génération d'électricité;

investir dans les technologies de décarbonation pour les rendre compétitives et de favoriser leur adoption par l'industrie.

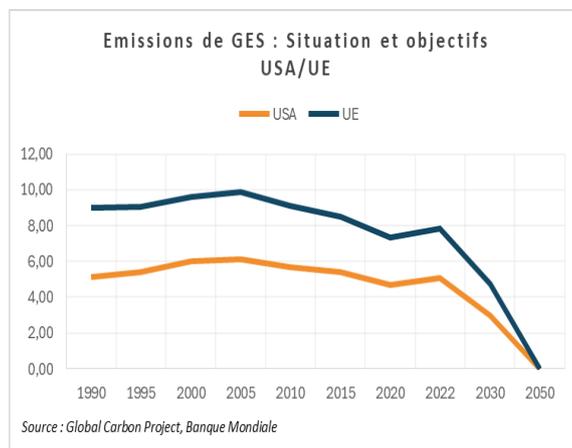
Cette politique s'intègre dans le cadre des 2 lois « historiques » initiées par l'administration Biden et adoptées par le Congrès et le Sénat : 1/ la Loi de modernisation des infrastructures (Bipartisan Infrastructure Law ou BIL) qui mobilise 454Mds\$ pour financer 56 000 projets de modernisation de ces infrastructures 2/ la loi de « lutte contre l'inflation » (Inflation Reduction Act) qui permet de subventionner l'achat de véhicules électriques, d'équipements à plus faible consommation énergétique, l'installation de panneaux photovoltaïques.

Que ce soit dans l'UE ou aux Etats-Unis cette décarbonation nous semble devoir être source de hausses de coûts qui devraient être répercutées dans les prix de vente. En conséquence, si la philosophie sous-tendant ces actions est différente, on peut observer une certaine convergence quant à la gestion de la compétitivité des entreprises locales soumises à ces objectifs environnementaux.

Aux Etats-Unis, les mesures incitatives (subventions, crédit d'impôts, etc...) intègrent des conditions en faveur des biens et équipements produits localement. De même, le protectionnisme accentué de la présidence Trump n'a pas été remis en cause et les récentes annonces de hausses des droits de douane sur les voitures électriques chinoises renforcent cette évolution. De même, le gouvernement anticipe d'aider les exportations américaines lorsqu'elles sont réalisées vers des marchés ayant des exigences environnementales moindres.

Dans l'UE, la contrepartie de la fin des quotas gratuits est la mise en place d'un mécanisme visant à aligner les conditions de concurrence en termes d'émissions des produits importés par rapport aux productions européennes. Ce système baptisé Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF) soumettra les produits importés à une tarification carbone équivalente à celle appliquée aux industriels européens fabriquant ces produits.

Ces derniers éléments actent un changement de philosophie du commerce international, au profit de la transition écologique et de la lutte contre le réchauffement climatique. Associés à une volonté de souveraineté et d'indépendance industrielle, ces événements s'inscrivent dans le mouvement de régionalisation des échanges soulignée dans nos publications PEF.



Alain Ourvoy

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les progrès restent lents sur le front de l'inflation »

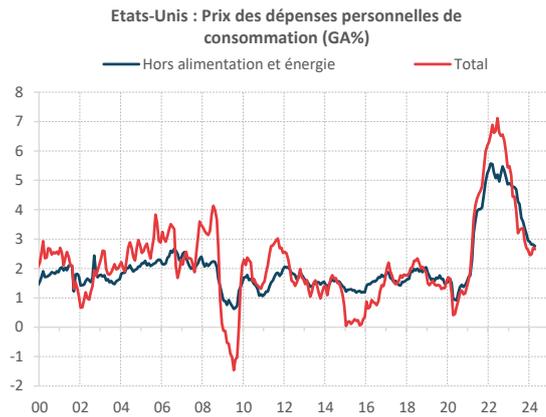
Les dépenses personnelles des ménages ont marqué le pas en avril (-0,1% en glissement mensuel en volume), confirmant un fléchissement de la consommation à l'entrée du deuxième trimestre déjà entrevu dans les données de ventes au détail. Les achats de biens durables et non durables s'inscrivent en recul (-0,1% et -0,5%), tandis que la progression dans les services se modère (+0,1%). Le revenu disponible des ménages enregistre un repli similaire à celui des dépenses (-0,1%) ce qui laisse le taux d'épargne stable, au faible niveau de 3,6% du revenu disponible. Concernant les prix, l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation progresse de 0,3% sur le mois et l'inflation en rythme annuel reste inchangée à 2,7%. Hors alimentation et énergie, la hausse séquentielle se limite à 0,2% (0,3% en mars). Malgré cette légère modération, **l'inflation sous-jacente ne diminue plus depuis 3 mois et se situe à 2,8% en rythme annuel**. Si le ralentissement de la dynamique de consommation devrait être accueilli favorablement par les banquiers centraux, les progrès sur le

front de l'inflation restent lents, ce qui devrait les inciter à rester patients pour débiter la normalisation de la politique monétaire.

C'est cette position de prudence qu'a défendue le gouverneur de la Réserve fédérale de Minneapolis Neel Kashkari (non votant en 2024) en estimant qu'il faudrait attendre encore de nombreux mois de données d'inflation rassurantes pour envisager de manière confiante une baisse de taux. Il juge par ailleurs qu'une hausse de taux n'est pas totalement écartée par les membres du comité de politique monétaire, même si cette éventualité est peu probable.

Du côté des indicateurs d'enquête, la confiance du consommateur du Conference Board a progressé en mai et l'estimation d'avril a été légèrement révisée en hausse. L'indice s'établit à 102 points, un niveau globalement inchangé depuis 2022 et qui reste en deçà des niveaux d'avant pandémie. Sur le mois, la hausse concerne à la fois l'évaluation de la situation présente et les perspectives. L'indice *labor differential* qui mesure la perception de la difficulté à trouver un emploi s'améliore. En tendance, cet indicateur signale un apaisement des tensions, mais son niveau renvoie à un marché du travail encore solide.

Le Beige Book publié par la Réserve fédérale (Fed) fait part d'une croissance modeste en avril et mai dans 10 des 12 Districts des réserves fédérales, une proportion similaire à celle du Beige Book de début avril. Les dépenses chez les détaillants sont restées stables ou ont légèrement augmenté, reflétant une modération des dépenses discrétionnaires (confirmée par les données de consommation d'avril) et la sensibilité accrue des consommateurs aux prix. Dans le secteur manufacturier, l'activité est restée globalement stable ou en légère hausse, bien que deux districts aient fait état de baisses. Le resserrement



Sources : BLS, BEA, Thomson Reuters, Covéa Finance. PCE : Dépenses personnelles de consommation

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	mai-24	102,0	97,5	104,5	105,4
Revenu disponible	Vol. CVS, GA%	avr.-24	1,0	1,3	-6,0	4,1
Dépenses de consommation	Vol. CVS, GA%	avr.-24	2,6	2,8	2,5	2,2

*Du 27/05/2024 au 02/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

des critères de crédit et les taux d'intérêt élevés ont continué à freiner la croissance des prêts. Les contacts de la Fed font part de perspectives globales un peu plus pessimistes sur fond d'incertitudes croissantes. Sur le marché du travail, les tensions continuent de s'apaiser lentement. L'emploi a progressé légèrement dans l'ensemble. La majorité des districts ont noté une meilleure disponibilité de la main-d'œuvre, bien que des pénuries subsistent dans certains secteurs, et plusieurs districts signalent un taux de rotation des employés en diminution. Concernant les rémunérations, les éléments rapportés sont plutôt rassurants pour la Réserve fédérale. La croissance des salaires est restée modérée dans l'ensemble. Plusieurs districts ont indiqué que la progression des salaires se situait au niveau des moyennes historiques d'avant la pandémie ou étaient en voie de normalisation. Du côté de l'inflation, les prix ont augmenté à un rythme modeste. Les contacts dans la plupart des districts ont noté que les consommateurs ne sont plus prêts à accepter de nouvelles augmentations de prix, ce qui a entraîné une réduction des marges bénéficiaires, les prix des intrants ayant augmenté en moyenne. Les détaillants sont ainsi plus enclins à offrir des réductions pour attirer les clients. Concernant les perspectives, les entreprises envisagent que la croissance des prix devrait se poursuivre à un rythme modeste à court terme.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

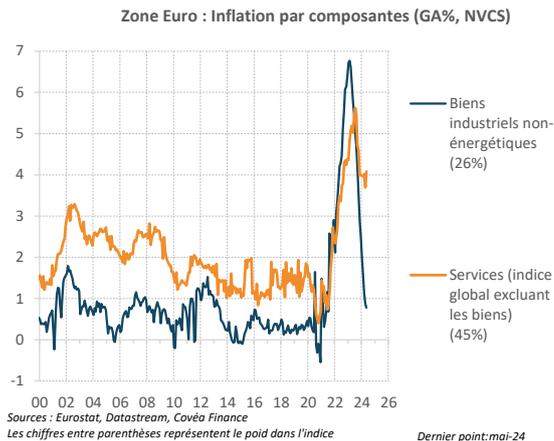


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'inflation rebondit en mai en zone euro »

En zone euro, l'inflation a augmenté en mai un peu plus que l'attendaient le consensus et la Banque centrale européenne. L'indice harmonisé des prix à la consommation de la zone euro était ainsi en hausse de 2,6% sur un an en mai, après +2,4% en avril. Les prix des produits alimentaires et des biens industriels non-énergétiques continuent à ralentir, mais de manière nettement moins marquée que les mois précédents. Leur impact négatif sur l'inflation a été plus que compensé en mai par le retour en positif de la variation sur douze mois de la composante énergie de l'indice des prix, mais aussi par une réaccélération des prix des services. Alors que cette dernière composante de l'inflation était restée stable, à 4,0%, pendant cinq mois, elle avait brutalement diminué, à 3,7%, en avril. Mais, au mois de mai, elle a rebondi à 4,1%, plus haut depuis octobre dernier.



Pas plus que l'accélération des salaires annoncée la semaine précédente, cet indicateur d'inflation ne remet en cause la volonté des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE de procéder à une première baisse des taux directeurs européens lors de leur réunion du 6 juin. Ils s'attendaient à un rebond de l'inflation, comme l'a rappelé Mario Centeno (gouverneur de la Banque du Portugal) vendredi. En revanche, la prudence affichée quant à l'évolution de leur politique ces prochains mois devrait en être renforcée. Leurs déclarations confirment qu'il est possible que la baisse des taux se poursuive au deuxième semestre, mais que le chemin n'est pas tracé d'avance. Ainsi, si François Villeroy de Galhau indiquait que rien ne doit être interdit a priori, y compris un second mouvement dès le mois de juillet, MM. Holzmann (Banque d'Autriche) et Lane se montraient encore plus prudents. L'économiste en chef de la BCE, sans évoquer la possibilité d'autres baisses des taux directeurs dans la deuxième partie de l'année affirmait que le mouvement devrait rester mesuré afin que la politique de la BCE reste restrictive, en raison d'une inflation domestique -et notamment des services- encore trop élevée.

Les statistiques mensuelles de la BCE montrent que le redressement des agrégats monétaires et de la distribution de crédit s'est poursuivi en avril, mais que le mouvement reste très progressif et fragile. Les variations de l'encours des dépôts à vue restent très erratiques d'un mois à l'autre et il reste en baisse de 7,0% sur un an. Mais ce recul est largement compensé par l'accumulation de dépôts à terme ainsi que la progression des encours des instruments rémunérés à taux de marché. Les encours de crédits aux ménages et aux entreprises, également erratiques à court terme, reste en faible hausse sur un an. Ils n'accélérent plus depuis quelques mois et leur taux de croissance reste inférieur à 0,5%.

L'indicateur de confiance économique de la Commission européenne a légèrement progressé en mai. A 96,0, il ne rattrape toutefois pas son recul du mois précédent et il reste significativement inférieur à sa moyenne de long terme (égale à 100 par construction). Sa progression a été permise par la poursuite de l'amélioration de la confiance des entreprises

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE Taux de chômage % de la pop. active	avr.-24	6,4	6,5	6,8	6,6
ZE Inflation IPCH, NCVS, GA%	mai-24	2,6	2,4	8,4	5,4
ZE Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	mai-24	2,9	2,7	3,9	4,9
AL IFO - Climat des affaires Indice	mai-24	89,3	89,3	90,4	88,9
FR Ventes au détail Vol, CVS, GA%	avr.-24	-0,6	1,1	-0,5	-3,1
FR Dépenses de consommation Vol, CVS, GA%	avr.-24	0,2	0,4	-2,3	-1,6
IT Taux de chômage % de la pop. active	avr.-24	6,9	7,1	8,1	7,7
ES Ventes au détail Vol, CVS, GA%	avr.-24	0,2	1,5	0,9	3,0

* Du 27/05/2024 au 02/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

du secteur manufacturier et des activités de services. La confiance des consommateurs continue aussi son redressement progressif, sur fond de nouvelle baisse du taux de chômage (à 6,4% en avril, son plus bas historique) et de redressement de leur pouvoir d'achat. En revanche, l'indicateur de confiance des détaillants reste proche de son plus bas récent et celui des entreprises du secteur de la construction a encore diminué par rapport au mois précédent. Toujours positifs, les indicateurs de perspectives de prix de vente évoluent de manière divergente : il baisse légèrement dans les services alors qu'il retrouve un plus haut d'un an dans le secteur manufacturier.

Vendredi soir, **S&P a abaissé d'un cran la note de la dette à long terme de la France, à AA -**. Comme la Commission européenne, le FMI, la Cour des comptes ou le Haut conseil des finances publiques, l'agence de notation prend acte de la dégradation plus forte qu'anticipé des finances publiques françaises en 2023 et doute de la possibilité pour le gouvernement de suivre le plan annoncé pour ramener le déficit sous 3% du PIB en 2027. Néanmoins, **la perspective associée à cette note est désormais stable**.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

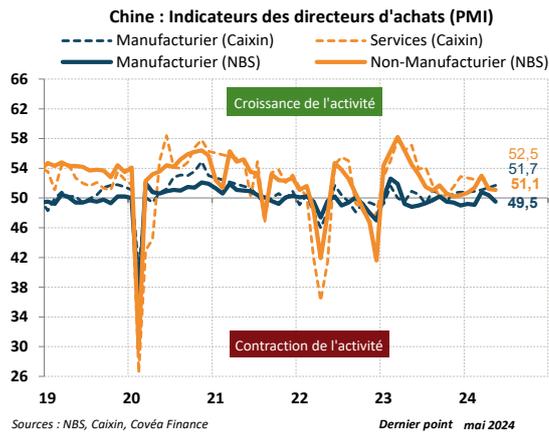
« Le FMI est plus optimiste sur les perspectives économiques chinoises »

Les enquêtes manufacturières du Bureau national des statistiques (NBS) et de l'agence Caixin évoluent en sens contraire. L'indice PMI manufacturier du NBS a fortement reculé à 49,5 sur le mois (-0,9 point par rapport à avril) et retourne ainsi en zone de contraction après deux mois d'expansion. Ce déclin semble surtout illustrer un problème de demande. La sous-composante « production » de l'indice reste en zone d'expansion alors que la composante « nouvelles commandes » recule fortement. La baisse est particulièrement marquée au niveau des commandes à l'exportation, ce qui contraste avec les données favorables de commerce extérieur des derniers mois et interroge au regard de la vigueur des enquêtes PMI dans les pays développés sur ce mois. En revanche, le PMI manufacturier de l'agence Caixin est bien orienté, à 51,7 (+0,3 point) mais rapporte également des signes de faiblesses du côté de la demande. Hors manufacturier, le PMI services progresse à 50,3 en mai (+0,2 point), indiquant une légère accélération de l'activité. Face à la dégradation du

secteur immobilier et aux moindres émissions d'obligations des autorités locales pour financer des infrastructures, le PMI construction a chuté à 54,4 en mai, contre 56,3 en avril, rapportant un net ralentissement du secteur.

Le FMI revoit à la hausse ses projections de croissance sur la Chine. Dans un communiqué de presse accompagnant la fin de sa mission « Article 4 » en Chine, l'organisme a indiqué s'attendre désormais à ce que le PIB chinois ait une croissance de 5% en 2024 et de 4,5% en 2025, soit deux estimations supérieures de 0,4 point de pourcentage aux précédentes. Le FMI explique principalement cette révision par la vigueur des exportations et des investissements. Il a toutefois mis en garde le gouvernement chinois contre les dangers de sa politique industrielle. Selon le FMI, le soutien des autorités aux secteurs jugés prioritaires (surtout ceux associés aux transitions énergétique et numérique) peut conduire à une mauvaise allocation des ressources et affecter les partenaires commerciaux de la Chine. Les risques baissiers sur la croissance restent surtout liés au secteur immobilier qui, avec le vieillissement de la population et le ralentissement des gains de productivité, devraient peser sur la croissance à moyen terme. Le FMI s'attend, en effet, à ce que la croissance du PIB ralentisse à 3,3% en 2029. Concernant les prix, l'organisation internationale estime que l'inflation devrait légèrement progresser en Chine mais se maintenir à un niveau relativement faible, à 1% en 2024. Elle considère en effet que le niveau d'activité reste inférieur à son potentiel et invite les autorités à soutenir la demande domestique, et en particulier la consommation, pour atteindre ce potentiel.

Sur le plan commercial, la Chine a annoncé la mise en place de contrôles sur les exportations d'équipements, de technologies et de logiciels aéronautiques à compter du 1er juin. Ces contrôles concerneront des dizaines de produits, dont des moteurs d'avion, des turbines à gaz, des visières de casque d'astronaute et une fibre de polyéthylène



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

* Du 27/05/2024 au 02/06/2024

Sources : Refinitiv, Cov&A Finance

couramment utilisée dans les gilets pare-balles, ainsi que diverses technologies, logiciels et données utilisés pour les développer. Les entreprises chinoises souhaitant expédier ces produits à l'étranger devront demander une licence d'exportation aux autorités. Le gouvernement a indiqué que ces mesures visaient à renforcer la sécurité nationale.

Au Japon, l'industrie marque le pas en avril. Après un début d'année marqué par d'importantes contraintes d'offre (en lien avec un séisme et la fermeture d'usines automobiles), la production industrielle s'était quelque peu reprise en mars (+4,4% en glissement mensuel). Néanmoins, cette dynamique de redressement ne s'est pas poursuivie puisque la production industrielle a légèrement décliné en avril (-0,1%), principalement en lien avec des baisses dans la production de véhicules, de composants aéronautiques et de machines. La publication est toutefois rassurante sur la demande. Les livraisons ont en effet progressé de 0,2% et les stocks se sont réduits de 0,5% dans le secteur.

La consommation japonaise est mieux orientée. Les ventes au détail se sont redressées de 1,2% en glissement mensuel en avril, après le déclin de mars. Cette hausse vigoureuse s'explique probablement par des températures anormalement élevées qui ont déclenché, de manière anticipée, des achats saisonniers intervenant généralement plus tard (vêtements d'été, climatiseurs,...). Lors des prochains mois, les ménages japonais devraient bénéficier des résultats favorables des négociations salariales de printemps et, à partir de juin, de la baisse d'impôt temporaire annoncé par le gouvernement pour entretenir leur consommation.

La contribution de la Banque du Japon (Boj) aux recettes du gouvernement progresse de 10% sur l'année 2023 pour atteindre 13,8 Mds\$. Cette progression reflète notamment le versement de dividendes plus importants des entreprises dans lesquelles la Boj a investi via ses achats d'ETF. En outre, la Boj a bénéficié de versements d'intérêts plus élevés sur les obligations du gouvernement qu'elle détient (soit un peu plus de la moitié du total émis). Via sa contribution aux recettes de l'Etat, la Boj permet ainsi, dans une certaine mesure, de limiter le poids des hausses de taux sur les finances publiques. Néanmoins, si la hausse des taux permet à la Boj d'accroître ses revenus dans l'immédiat, elle affecte toutefois son bilan. Les moins-values latentes sur les obligations souveraines qu'elle détient sont estimées à 60 Mds\$. Tant que la banque centrale ne réduit pas activement son bilan, ces pertes ne devraient toutefois pas être réalisées. Par ailleurs, si la normalisation de la politique monétaire se traduit par une hausse des taux courts (auxquels la Boj rémunère les dépôts des banques commerciales à son passif) plus rapide que celle des taux long (que perçoit la Boj sur les obligations souveraines à son actif) alors les profits de la banque centrale pourraient rapidement décliner.

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.