

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

10 Juin 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

« Le Dollar, notre monnaie, votre problème*... »

Depuis plusieurs mois désormais, les devises asiatiques apparaissent dans un état de faiblesse important contre le dollar américain, quasi historique pour certaines d'entre elles, à l'image du Yen qui a retrouvé à près de 160 yens pour 1 dollar, un niveau de faiblesse inconnu depuis plus de 40 ans.

Cette faiblesse des devises asiatiques est à regarder comme le reflet du miroir de la force actuelle de la monnaie de l'oncle Sam. En effet, le taux de change effectif du dollar américain, à savoir sa moyenne pondérée calculée sur un panier de 15 devises, demeure sur des niveaux historiquement élevés depuis la fin 2022 et le mouvement de remontée agressive et rapide des taux directeurs de la Réserve Fédérale. Américaine (Fed). Une telle force du dollar n'avait plus été observée depuis les années 1980, période ayant précédé les accords du Plaza de 1985 qui avaient permis une dépréciation du Dollar contre le Yen et le Mark allemand.

Cette force du dollar s'est appuyée, on l'a évoqué plus tôt, sur la dynamique du mouvement de resserrement de la politique monétaire de la Fed débuté en 2022 afin de lutter contre l'intensification des pressions inflationnistes, dopées par les mesures budgétaires de soutien aux dépenses des ménages post Covid et alimentées par une forte tension du marché du travail américain. Toutefois cette tendance a connu une résonance particulière en Asie, zone dans laquelle les pressions inflationnistes se sont avérées plus contenues sur les dernières années, et dans laquelle les mouvements de hausse des taux des banques centrales ont été en conséquence plus modérés. Ainsi entre le 1er janvier 2022 et mai 2024, alors que le cumul des hausses des taux directeurs de la Réserve Fédérale a atteint 525 points de base, ce cumul pour la majorité des pays asiatiques n'a pas dépassé les 300 points de base (10pb au Japon, 250pb en Corée du Sud, 88pb à Taiwan, 200pb en Thaïlande, 125pb en Malaisie, 275pb en Indonésie). Dans la prolongation de ce mouvement, les écarts des taux souverains 10 ans entre les Etats-Unis et ces pays se sont élargis d'entre 200 et 300 points de base entre le janvier 2021 et la fin avril 2024, contre seulement 50pb de base pour l'Allemagne, ou encore 25pb pour la France. Des écarts qui pèsent sur l'attractivité des devises asiatiques face au dollar américain.

Un Dollar fort et la conduite de la politique monétaire de la Fed apparaissent comme des contraintes pour les pays asiatiques. Elles les empêchent de pouvoir assouplir leur politique monétaire pour dynamiser leurs activités dans un contexte domestique d'inflation maîtrisée, sans prendre le risque d'entraîner des sorties de capitaux et de dégrader leurs équilibres extérieurs. La force du Dollar les oblige également à intervenir sur le marché des changes en utilisant une partie de leur réserve de changes pour soutenir leur monnaie. Dans ce contexte, on imagine les pays d'Asie scruter avec intérêt les velléités d'assouplissement monétaire de la Fed, une possible détente qui pourrait permettre à leur Banque Centrale de retrouver un peu plus de marge de manœuvre dans le pilotage de leur propre politique monétaire. On le voit, plus de 20 ans après la crise asiatique, le rôle toujours prédominant du dollar dans les échanges n'est pas sans conséquence sur les politiques économiques des pays de la zone.

*citation célèbre de 1971 du secrétaire du Trésor américain John Connally

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Focus
Asie

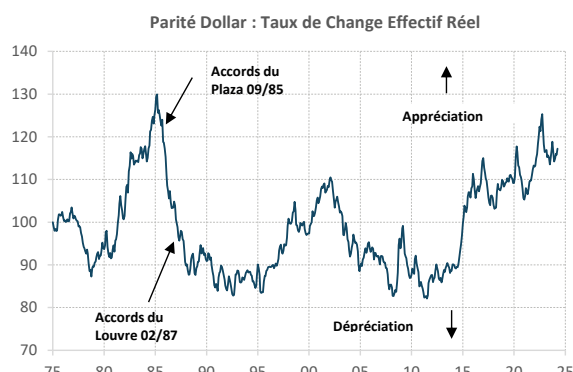
Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Focus de la semaine

« La faiblesse des devises asiatiques reflet de la force du dollar... »



Sources : Datastream, Banque des Règlements Internationaux (BRI), Covéa Finance
Le taux de change effectif est une moyenne pondérée calculée contre un panier de 15 devises (25 pays).
La pondération reflète l'importance relative de chaque pays dans les flux commerciaux des Etats-Unis.

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	07/06/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois	
Marché des changes						
€ / \$	1,080	1,089	1,078	-0,8	0,2	
€ / £	0,849	0,855	0,858	-0,7	-1,1	
€ / Yen	169,33	162,31	149,80	4,3	13,0	
Matières premières et Transport et marchandises						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	80	85	76	-6,7	4,8	
Indice CRB*	546	536	548	1,8	-0,5	
Prix de l'once d'Or	2 305	2 162	1 964	6,6	17,4	
Prix de la tonne de cuivre	9 763	9 072	8 348	7,6	17,0	
Indice Baltic Dry**	1 881	2 374	1 040	-20,8	80,9	
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3185	1773	980	79,6	225,0	

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, l'attention des investisseurs s'est portée sur 2 événements majeurs, situés en fin de semaine : la réunion de politique monétaire de la Banque Centrale Européenne (BCE) et les chiffres de l'emploi américain. On assiste donc à deux mouvements bien distincts : une baisse de 15 pbs en Europe sur les 3 premières séances, suivi d'une reprise du mouvement haussier, +12 pbs. In fine, les taux souverains en Europe sont en baisse sur la semaine de 3 pbs, avec un taux à 10 ans allemand à 2.62%. Le mouvement est relativement similaire dans les autres zones, avec des baisses sur la référence à 10 ans de 6 pbs au Royaume Uni (à 4.26%) et Etats Unis (à 4.43%) et de 13 pbs au Japon (à 0.98%).

Sur le marché du crédit, les primes de risque s'écartent de 1 pbs sur l'IG, à 109 pbs, et se resserrent de 3 pbs, à 331 pbs. Concentré sur les 3 séances en amont de la réunion de la BCE, le marché primaire s'est montré dynamique avec 12.5 Mds€ d'émissions, dont 9 Mds€ d'IG (exemple: 1.8 Mds€ émis par Becton Dickinson sur 8 et 12 ans). Le taux de couverture moyen reste solide, de 3.1x, mais la prime d'émission se limite à 3 pb par rapport au niveau secondaire.

Le Focus de la semaine : Evolution du marché du Haut rendement sur les cinq premiers mois de l'année et le cas Atos

Le marché du Haut rendement, représenté par l'Iboxx Euro HY, réalise au cours des 5 premiers mois de l'année une performance de +1.75%. Le taux de rendement du marché HY est de 6.64% pour une maturité moyenne de 3.6 ans. A titre de comparaison, les dettes souveraines de la zone Euro affichent une performance négative de -2.11% (indice FTSE Eurozone Government Bond). Et le taux souverain français de même maturité offre 3.05% de rendement.

Les primes de risque du gisement Haut rendement sont de 349 pbs (taux équivalent de 6.64%) en resserrement de 58 pbs depuis le début de l'année. La décomposition par segment de notation montre un resserrement des primes pour les notations BB (de 84 pbs, à 214 pbs soit un taux équivalent de 5.29%), B (de 31 pbs, à 465 pbs un taux équivalent de 7.80%) et CCC-CC (de 396 pbs, à 1073 pbs soit un taux équivalent de 13.88%).

Ces bonnes performances masquent cependant des dossiers spécifiques, bien identifiés par le marché, dont les obligations ont fortement souffert sur la période. Au nombre de quatre (Altice, Ardagh, Atos et Intrum), chacun de ces dossiers a communiqué sur une problématique d'endettement (échéances à court terme importantes à refinancer). A cela s'ajoute des facteurs aggravants comme une faible gouvernance et/ou une complexité à gérer (le caractère stratégique de certaines activités pour Atos).

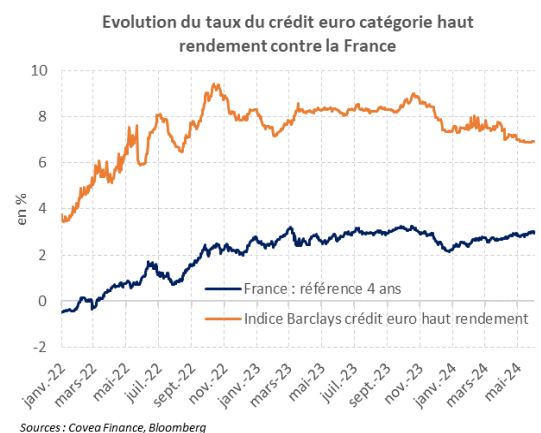
Le cas Atos est particulièrement d'actualité. Cette société française, spécialisée dans les services informatiques est confrontée à différentes problématique :

- un endettement élevé: héritage récent d'une stratégie de croissance externe financée par de la dette.
- une rentabilité en berne: certains contrats s'avèrent peu rentables en raison d'une sous-estimation des charges.
- le caractère stratégique, voir politique, de certaines activités: complexifiant le processus de cession d'actifs nécessaire au désendettement.

A cela s'ajoute un besoin de refinancement à court terme important puisqu'environ 77% de l'endettement du groupe est à échéances 2024-2025.

Face à ce mur de la dette, Atos engage, dès 2023, un processus de cessions d'actifs dans l'objectif de réduire son endettement. Malheureusement, le caractère stratégique de certaines activités pour l'Etat français (supercalculateurs, ...) complexifie le processus et aboutit à sa mise en échec. Le groupe entame alors, en février 2024, des discussions avec ses banques en vue de parvenir à un plan de financement de sa dette financière. Il en ressort un cadre de financement devant servir de base pour les négociations. Une procédure de conciliation est alors engagée. Ce cadre prévoit la participation des actionnaires (dilution de leurs participation) et des créanciers (effacement d'une partie de la dette), ainsi que l'injection de nouvelles liquidités.

Malgré les difficultés opérationnelles, le groupe reste une cible intéressante. Début mai, Atos indique avoir reçu 4 propositions dans le cadre de la procédure de conciliation : Bain Capital; Daniel Kretinsky et Attestor; Onepoint et Butier (David Layani) ; et un groupe de créanciers. L'annonce de la présence de la Banque Centrale Européenne parmi les créanciers (avec 20% de la dette en circulation) modifie le rapport de force. Seuls Daniel Kretinsky et David Layani déposeront finalement début juin des offres définitives de reprises. Ces dernières intègrent un meilleur traitement des créanciers, avec une moindre contribution de leurs parts. Une décision finale devrait être rendu cette semaine.



Sources : Coveo Finance, Bloomberg

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	07/06/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	0,00	0,00	0,00	0,25		
BCE - Taux Repo	4,25	4,50	4,50	4,50	3,75	-0,25	-0,25	-0,25	0,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	4,00	4,00	4,00	3,25	-0,25	-0,25	-0,25	0,50		
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											
Etats-Unis	4,43	4,50	4,31	3,88	3,72	-6	13	55	72	-45	12
Alllemagne	2,62	2,66	2,44	2,02	2,40	-4	18	60	22	-46	11
France	3,10	3,14	2,88	2,56	2,95	-4	22	54	15	-6	43
Italie	3,96	3,98	3,70	3,70	4,19	-2	26	26	-23	37	49
Royaume-Uni	4,26	4,32	4,10	3,54	4,25	-6	16	73	1	-11	43
Japon	0,98	1,07	0,79	0,61	0,44	-9	19	36	54	63	112
Crédit											
Indice Itraxx Main	51,4	52,5	53,2	58,1	77,3	-1,2	-1,9	-6,8	-25,9		
Indice Itraxx Crossover	289,2	296,0	304,1	309,9	411,4	-6,8	-14,8	-20,6	-122,1		

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

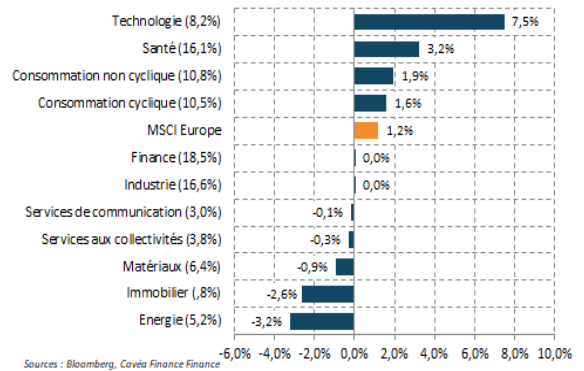
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse sur la semaine (+1,2%) et atteint un nouveau point haut, principalement tiré à la hausse par le secteur de la technologie (+7,5% sur la semaine). Ce dernier profite de la progression des entreprises de semi-conducteurs, bénéficiant en début de semaine de la hausse de leurs pairs américains, mais également des commentaires d'ASML sur l'aboutissement imminent des négociations commerciales avec TSMC. On note également au sein du secteur la forte hausse de SAP qui a confirmé les dynamiques sous-jacentes de son activité lors d'un événement client, mais également celle de Nemetschek suite à l'annonce de l'acquisition de GoCanvas dans le domaine de la construction, où les besoins en termes de digitalisation restent importants. Le secteur de la santé (+3,2%) surperforme également, tiré par Novo Nordisk qui continue de porter l'indice danois en tête des indices européens depuis le début d'année (OMX Copenhagen +26,4% depuis le 29/12/2023). En revanche, notons la sous-performance des secteurs sensibles à la hausse des taux tels que l'immobilier (-2,6%), les services aux collectivités (-0,3%) et les services de communication (-0,1%) ainsi que celle du secteur de l'énergie (-3,2%), pénalisé par la poursuite du recul du prix du baril sur la semaine (référence Brent).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 31/05/2024 au 07/06/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Que retenir des résultats trimestriels des entreprises européennes ?

Dans la continuité du trimestre précédent, les publications des résultats trimestriels des entreprises du MSCI Europe* mettent en avant une poursuite du ralentissement de l'activité et des difficultés à maintenir les niveaux de rentabilité. Les chiffres d'affaires et les bénéfices agrégés reculent respectivement de 5,5% et 6,8% par rapport à la même période l'an passé.

L'énergie et les services aux collectivités sont les deux secteurs qui contribuent le plus fortement au recul des chiffres d'affaires sur le trimestre, sous l'effet de la baisse des prix des matières premières, pétrole, gaz et électricité sur un an. Cette tendance se distingue également dans le secteur des matériaux au travers de la diffusion de ces baisses aux prix de vente des produits chimiques par exemple, et cela malgré la stabilisation des volumes. Les sociétés exposées au prix de la pâte à papier souffrent également.

Le secteur de la finance contribue en revanche très positivement, bénéficiant à plein de l'environnement de taux d'intérêt.

Notons également qu'à l'inverse de la très forte dynamique d'activité des sociétés technologiques américaines que nous évoquons dans le suivi hebdomadaire de la semaine dernière, le secteur en Europe marque le pas du fait d'une exposition moins directe aux besoins que nécessitent l'intelligence artificielle. Certains marchés finaux, notamment l'industrie, l'automobile et la téléphonie mobile sont en recul, même si les moteurs de croissance restent valides et devraient être visibles dans les prochains trimestres. Novo Nordisk, au même titre qu'Eli Lilly, bénéficie de l'augmentation du nombre de patient éligible à ses médicaments traitant le diabète et l'obésité.

En termes de marges, le constat est identique en ce qui concerne l'énergie et la finance qui sont là aussi les principaux contributeurs à la baisse et à la hausse des résultats par rapport au premier trimestre de 2023 et pour les mêmes raisons. En revanche les principales dégradations sont visibles au sein du secteur de la consommation discrétionnaire où le segment automobile est toujours pénalisé par la baisse des volumes mais aussi de l'industrie. Le segment des transports est pénalisé par la baisse des prix du fret et par une augmentation des coûts liés aux perturbations en Mer Rouge. Dans une moindre mesure, au sein des biens d'équipements, Siemens est pénalisé par le recul de la marge de sa principale division d'automatisation industrielle.

Une saison de publications qui contraste donc avec celle des Etats-Unis, s'expliquant à la fois par des facteurs économiques et par des spécificités dans la structure des marchés financiers. Reste en commun le retournement à la baisse des prix des matières premières et de l'énergie, une trajectoire que nous suivons attentivement dans l'analyse des équilibres inflationnistes que nous évoquons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

*Nous commentons ici les publications des 211 entreprises du MSCI Europe ayant publié leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices du trimestre avant le 23/05/2024.

Ambre Saada
Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	07/06/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	168	166	164	153	147	1,0	↑	2,4	↑	10,1	↑	14,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 059	1 062	997	966	948	-0,2	↓	6,2	↑	9,7	↑	11,7	↑
MSCI EMU Small Cap	439	443	421	426	400	-0,9	↓	4,3	↑	3,2	↑	10,0	↑
MSCI Europe	176	174	169	161	155	1,2	↑	3,7	↑	9,4	↑	13,6	↑
France CAC 40	8 002	7 993	8 164	7 543	7 222	0,1	↑	-2,0	↓	6,1	↑	10,8	↑
Allemagne DAX 30	7 133	7 110	7 074	6 629	6 335	0,3	↑	0,8	↑	7,6	↑	12,6	↑
Italie MIB	34 660	34 492	33 940	30 352	27 275	0,5	↑	2,1	↑	14,2	↑	27,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 245	8 275	7 727	7 733	7 600	-0,4	↓	6,7	↑	6,6	↑	8,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 709	9 719	9 038	8 920	8 853	-0,1	↓	7,4	↑	8,8	↑	9,7	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

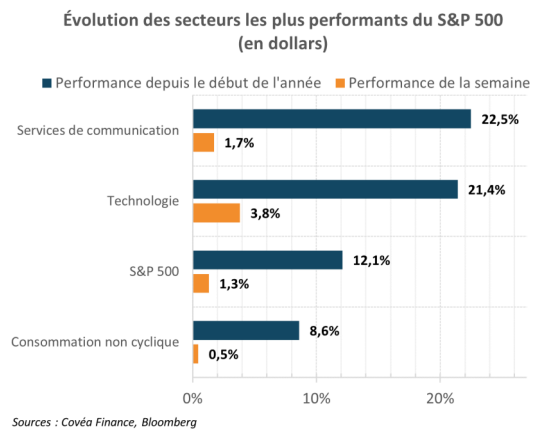
L'analyse des marchés :

En Asie, dans des marchés asiatiques généralement en hausse, l'Inde affiche la meilleure performance : la bourse de New Dehli, d'abord pénalisée par les mauvais résultats du parti de Narendra Modi aux élections législatives, s'est ensuite bien reprise, les investisseurs indiens trouvant des raisons d'espérer dans un rééquilibrage de l'échiquier politique. Parallèlement, la Corée du Sud et Taïwan, à l'instar des Etats-Unis, ont tiré parti de la poursuite de la hausse des grandes valeurs technologiques, semi-conducteurs notamment.

Aux Etats-Unis, les grands indices ont clôturé en hausse sensible (S&P 500 +1,3% et Nasdaq +2,4%) profitant de la détente des rendements obligataires et de l'appétit constant des investisseurs pour les plus grandes capitalisations. La faiblesse récente des données économiques a toutefois pesé sur les indices S&P des petites et moyennes valeurs. Par secteur, la technologie progresse de 3,8%, grâce à la performance de Nvidia (+10,3%). Dans le même ordre d'idée, les services de communication et la consommation discrétionnaire ont fortement bénéficié des hausses de Meta et d'Amazon. A l'inverse, les valeurs énergétiques et des matériaux de base sont en baisse sensible suite à la chute des prix du pétrole et des métaux. En outre, les valeurs bancaires ont été pénalisées par les déclarations de l'agence Moody's au sujet des possibles dégradations d'au moins six banques régionales américaines très exposées au secteur de l'immobilier commercial.

Le Focus de la semaine : Sous-investissement chronique dans le domaine de l'eau : une opportunité d'investissement

Depuis plusieurs années, nombreuses sont les associations professionnelles qui alertent d'un sous-investissement chronique et donc problématique dans le domaine de l'eau. Un rapport publié en 2018 par l'American Society of Civil Engineers estime que les États-Unis ont besoin d'un investissement annuel de \$123 milliards dans les infrastructures d'eau (contre seulement \$40 milliards effectivement réalisés annuellement). Quatre grandes tendances structurelles peuvent être identifiées: la modernisation d'infrastructures vieillissantes, l'émergence des réseaux d'eau intelligents, la réglementation contraignante sur la qualité de l'eau de potable et une accélération de la demande industrielle. L'âge moyen des réseaux d'eau est d'environ 45 ans, avec certaines conduites datant de plus d'un siècle. Par ailleurs d'anciens éléments de plomberie peuvent conduire à des pollutions des réseaux d'eau. C'est la raison pour laquelle les entreprises de services publics investissent majoritairement dans le remplacement des conduites, privilégiant des matériaux plus durables, tels que le cuivre ou les thermoplastiques, et dans de nouvelles infrastructures pour satisfaire la demande. Selon l'Agence de Protection de l'Environnement (EPA), plus de 750 milliards de dollars devront être investis sur les 20 prochaines années pour satisfaire la future demande en eau (65% pour les réseaux d'eau potable et 35% pour les réseaux d'eaux usées). A l'heure de la transformation digitale des infrastructures réelles, les réseaux d'eau ne sont pas en reste. Ainsi, afin de réduire les fuites d'eau sur les réseaux (en moyenne entre 20 et 30% sur l'ensemble des réseaux américains), l'installation de capteurs permet de détecter rapidement des fuites et limiter les pertes d'eau. Des compteurs intelligents sont également déployés chez les clients afin de mieux piloter la facturation et la consommation d'eau. Enfin, l'émergence des « jumeaux numériques » favorise le pilotage à distance de ces réseaux en simulant des décisions opérationnelles. Ces marchés devraient croître au-delà de 10% par an. Enfin, l'EPA a mis en place de nouvelles réglementations sur les polluants éternels (PFAS). L'une de ces réglementations, la « National Drinking Water Regulation » a un caractère exécutoire afin de protéger la population contre ce type de pollution. Pour satisfaire les exigences de l'EPA, des dépenses d'investissements importantes sont à attendre et devraient bénéficier aux sociétés qui participeront à la décontamination des eaux. Enfin, on peut s'attendre à une très forte demande pour de l'eau industrielle, tirée par la construction de centres de données et d'usines de semi-conducteurs. Cette industrie nécessite de l'eau ultra pure, impliquant de multiples étapes de traitement pour répondre à un cahier des charges très contraignant. Par ailleurs, au regard de différentes pressions (efforts de durabilité demandés par les actionnaires, climatiques affectant la disponibilité en eau de source et opérationnelles afin de baisser les coûts), un nombre croissant d'entreprises investit dans des boucles fermées d'eau, avec traitement et recyclage intégrés. Dans le cadre de nos perspectives économiques et financières, nous avons identifié les infrastructures d'eau comme critiques.



Sophie Pons



Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde

Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	07/06/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 347	5 278	5 117	4 770	4 294	1,3	4,5	12,1	24,5	1,8	5,3	14,6	24,3
Etats-Unis - Dow Jones	38 799	38 686	38 715	37 690	33 834	0,3	0,2	2,9	14,7	0,7	1,0	5,2	14,5
Etats-Unis - Nasdaq	17 133	16 735	15 973	15 011	13 239	2,4	7,3	14,1	29,4	2,8	8,1	16,6	29,2
Japon Nikkei 300	589	592	573	500	462	-0,5	2,8	17,8	27,4	0,2	-1,4	8,3	12,7
Corée du Sud KOSPI	2 723	2 637	2 667	2 614	2 611	3,3	2,1	4,2	4,3	3,8	-0,9	-0,1	-2,3
Chine - Shanghai	3 051	3 087	3 055	2 975	3 214	-1,2	-0,1	2,6	-5,1	-0,9	0,0	2,8	-7,1
Hong Kong Hang Seng	18 367	18 080	16 721	17 047	19 299	1,6	9,8	7,7	-4,8	2,1	10,9	10,1	-4,7
Marchés Emergents - MSCI	1 073	1 049	1 035	1 024	994	2,3	3,7	4,8	8,0	2,8	4,6	7,1	7,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La technologie 5G : un des éléments clefs de l'industrie 4.0

La 5G est considérée comme **une technologie de rupture, présentant de nombreux avantages par rapport à la 4G** : des débits 10 fois supérieurs et la latence 10 fois moindre, une plus grande densité de la bande passante permettant de connecter un plus grand nombre d'utilisateurs/objets sans surcharger le réseau, des capacités améliorées du découpage du réseau, c'est-à-dire la superposition de plusieurs réseaux virtualisés et indépendants sur la même infrastructure physique, appelée « network slicing » qui permet de répondre aux problématiques de surcharge.

Cependant, **l'adoption des infrastructures 5G demande des investissements importants** :

1. **Un maillage d'antennes plus dense** : afin d'élargir la bande passante, les fréquences utilisées par la 5G sont plus élevées, ce qui réduit la portée des antennes et la capacité des ondes à pénétrer les bâtiments. En conséquence, la 5G nécessite une concentration des antennes plus importante pour assurer une couverture égale à la 4G. Plusieurs fréquences du spectre sont généralement retenues pour pallier ce problème. Par exemple, en France, le régulateur ARCEP a défini les bandes de 700Mhz, 3,5Ghz et 26Ghz avec des capacités différenciées. Ainsi, la fréquence 700Mhz, partagée avec la 4G, présente l'avantage d'une portée élevée (rayon 5km), d'une bonne pénétration à l'intérieur des immeubles, mais souffre d'un débit réduit. Quant à la fréquence 3,5Ghz, identifiée comme la bande cœur de la 5G, elle dispose d'une bande passante plus large, mais affiche des moindres performances en termes de portée (rayon 1km) et de pénétration. Enfin, la fréquence 26Ghz, initialement utilisée pour les liaisons satellitaires ou d'infrastructures, affiche d'excellentes performances en termes de débit, mais a une portée limitée à un rayon de 500m.

2. **Une construction du réseau cœur dédié spécifique à la technologie 5G** : celui-ci relie les antennes radio aux serveurs gérant le trafic des données. Dans l'objectif d'accélérer l'adoption de la technologie, plusieurs opérateurs en Europe ont opté pour la 5G NSA (« *non stand alone* ») dont les antennes 5G reposent sur le réseau cœur de la 4G. Cependant, la technologie 5G NSA rencontre des limites, affichant des moindres performances par rapport à la promesse initiale : des débits constatés seulement 2 voire 3 fois supérieurs à la 4G. En outre, elle ne permet pas le découpage du réseau. Ces limites sont dépassées par la technologie 5G SA (« *stand alone* ») qu'on appelle communément « la vraie 5G », qui présente l'ensemble des avantages cités ci-dessus. Toutefois, son déploiement est inégal en fonction des pays. Par exemple, les opérateurs asiatiques (Chine, Singapour, Corée du Sud) sont plusieurs à avoir déjà déployé la 5G SA. En revanche, en Europe, cette technologie n'est qu'à ses débuts avec les annonces de plusieurs opérateurs sur des lancements d'investissements et des appels d'offres pour la construction du futur réseau cœur dédié.

La 5G SA constitue une réponse aux besoins du monde industriel en cours de transformation numérique (robotisation, utilisation des données tout au long de la vie des produits manufacturés), communément appelé « industrie 4.0 ». Les usages de la 5G SA peuvent être divers en fonction des industries, de la nature du site, de la capacité de se substituer à la fibre. Il peut s'agir des lignes de productions reconfigurables, des robots mobiles et des véhicules autonomes, des opérateurs connectés en mobilité avec la réalité augmentée, la maintenance prédictive, etc.

Ces usages sont adaptés à des processus industriels nécessitant une faible latence et/ou une large bande passante, qui ne peuvent pas être résolus par une technologie alternative (la fibre). Un autre avantage de la 5G est son architecture initialement conçue pour être adaptée aux usages industriels. Ainsi, elle est en mesure de créer plusieurs réseaux superposés en séparant les processus industriels critiques nécessitant une faible latence des autres usages, limitant un risque de surcharge.

Le rapport de mission 5G industrielle publié en mars 2022 et destiné au gouvernement français constate que la dynamique autour de la 5G industrielle au niveau mondial est hétérogène et toujours centrée sur les expérimentations. Son adoption fait face au défi des investissements nécessaires à la construction des réseaux cœurs dédiés à la 5G SA et la capacité des opérateurs télécom à les rentabiliser.

Les subventions et le soutien des Etats présentent un levier important pour y parvenir.

A titre d'exemple, le gouvernement français a identifié la 5G et les futures technologies de réseaux de télécommunications comme prioritaires et répondant à des enjeux sociétaux majeurs dans le cadre de l'ambition France 2030. Dans ce cadre, il s'est engagé à mobiliser jusqu'à 735 millions d'euros de financements publics et par effet de levier jusqu'à 1,7 milliards d'investissements d'ici 2025.

Il est important de souligner que la 5G n'est pas la seule composante nécessaire pour répondre aux besoins de l'industrie 4.0. Les autres technologies, comme le « cloud », l'informatique en périphérie, l'offre logicielle (« SDN ») participent également au développement des réseaux du futur. **Les innovations technologiques de rupture et les entreprises d'infrastructure bénéficiant des plans d'investissements des Etats sont des thématiques que nous suivons de près dans nos Perspectives Economiques et Financières.**

Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La solidité des embauches en mai illustre la résistance de l'économie américaine »

Les créations de postes ont nettement rebondi en mai, atteignant 272 000 emplois après 165 000 en avril. Le rythme de embauches revient ainsi à celui qui avait prévalu au premier trimestre (267 000 par mois). Le rebond concerne le secteur des services (204 000 après 158 000), qui reste tiré par la santé (84 000) et le tourisme et loisirs (42 000). L'emploi public, tout comme la construction, rebondissent de façon tout aussi nette (43 000 et 21 000 créations respectivement). En revanche, le secteur manufacturier affiche toujours une croissance modeste des embauches (8 000), malgré les politiques de soutien à la réindustrialisation. Du côté des rémunérations, le salaire horaire s'inscrit en hausse de 0,4% sur le mois, après 0,2% en avril, ce qui fait accélérer la croissance annuelle à 4,1%, après 4% en avril. Du côté de l'enquête auprès des ménages, le taux de chômage progresse à 4% (3,9% en avril), malgré la baisse du taux de participation à la population active (62,5%, après 62,7%). Cela reflète un recul de l'emploi d'après cette enquête distincte de celle réalisée auprès des entreprises

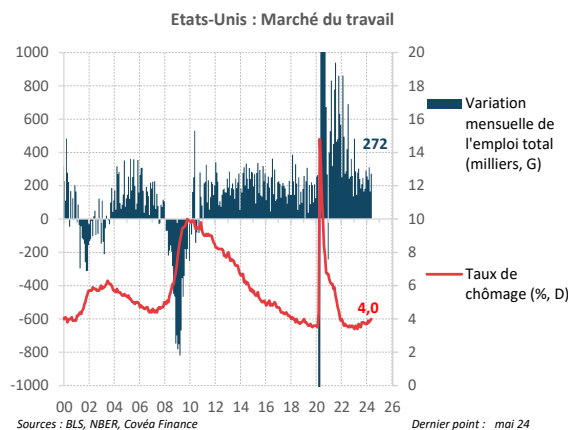
(dont est issue l'estimation officielle des créations de postes). Dans l'ensemble, ce rapport d'emploi illustre la solidité du marché du travail américain, en dépit des quelques signaux de rééquilibrage ayant émergé ces dernières semaines (voir *infra* rapport JOLTS). **Dans ces conditions, la Réserve fédérale ne devrait voir aucune urgence à suivre la Banque Centrale Européenne (BCE) et la Banque du Canada (BoC) sur la voie de l'abaissement des taux d'intérêt.**

Autre rapport publié cette semaine par le Bureau des statistiques du travail (BLS), les données JOLTS témoignent d'un apaisement progressif des tensions. Les offres d'emploi à pourvoir ont reflué en avril à 8,06 millions, au plus bas depuis février 2021. Le ratio entre offres d'emploi et nombre de chômeurs diminue ainsi à 1,2, ce qui reste historiquement élevé mais est comparable au niveau qui prévalait en 2019 avant la pandémie. En dehors des offres, les nombre de démissions, de licenciements et d'embauches sont restés relativement stables.

L'indicateur d'enquête ISM manufacturier s'est de nouveau dégradé en mai, s'établissant à 48,7, après 49,2 en avril. Après une embellie timide au premier trimestre, le niveau de l'indice renvoie désormais à une contraction assez marquée de l'activité. Les sous-composantes illustrent cette faiblesse avec des nouvelles commandes en forte baisse à 45,4 points, au plus bas depuis un an, des carnets de commandes à 42,2 et une composante production en recul à 50,2. L'emploi fait exception en passant de 48,6 à 51,1.

En revanche, à l'instar du PMI services publié par S&P global, l'indicateur d'enquête ISM services s'est nettement redressé en mai, passant de 49,4 à 53,8, un niveau au plus haut depuis juin 2023 qui indique une croissance solide de l'activité. Les sous-composantes sont robustes, avec des nouvelles commandes en hausse (54,1 après 52,2), tout comme le niveau d'activité (61,2 après 50,9) et les délais de livraison (52,7 après 48,5). La composante emploi s'améliore mais reste en zone de contraction à 47,1. Alors que la sphère manufacturière semble s'affaiblir et que le Beige Book de la Réserve fédérale fait part d'une croissance modérée, ces enquêtes portant sur le secteur des services ne témoignent pas d'un ralentissement plus généralisé de l'activité au deuxième trimestre.

Les dépenses de construction ont légèrement reculé en avril (-0,1%) avec une faiblesse dans le non résidentiel (-0,3%), tandis que le résidentiel progresse légèrement de 0,1%. Le recul



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Manuf.	Indice mai-24	48,7	49,2	53,5	47,1
ISM Services	Indice mai-24	53,8	49,4	56,1	52,8
ISM Manuf. - Prix payés	Indice mai-24	57,0	60,9	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice mai-24	45,4	49,1	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice mai-24	48,9	48,9	57,3	46,0
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA% avr.-24	1,3	1,5	12,5	0,9
Dépenses de construction	Val, CVS, GA% avr.-24	11,5	14,9	9,0	19,8
Taux de chômage	% de la pop. active mai-24	4,0	3,9	3,6	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers mai-24	272	165	377	251
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA% mai-24	4,1	4,0	5,4	4,5
Importations	Val, NCVS, GA% avr.-24	8,5	-0,9	14,5	-4,9
Exportations	Val, NCVS, GA% avr.-24	5,6	-2,2	17,6	-2,3

*Du 03/06/2024 au 09/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

est plus prononcé dans l'immobilier commercial qui enregistre un deuxième mois de repli.

La Banque du Canada (BoC) a abaissé comme attendu son taux directeur de 25 points de base lors de sa réunion de juin, de 5% à 4,75%. Le Président de la BoC, Tiff Macklem, a déclaré que d'autres réductions de taux pourraient être envisagées si l'inflation montrait de nouveaux signes de ralentissement, tout en rappelant que les décisions se prendront réunion après réunion.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



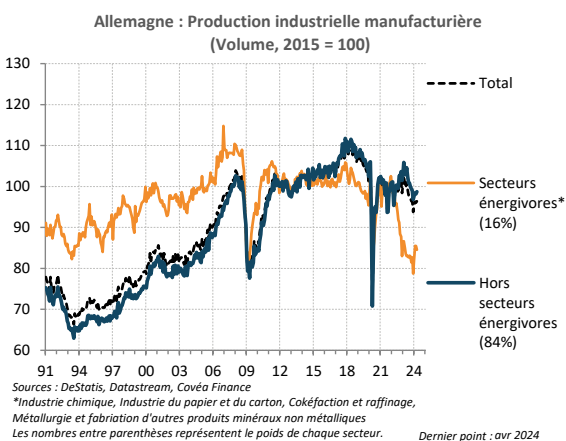
Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE comble presque les attentes »

Comme ses membres l'avaient laissé entendre depuis plusieurs semaines, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, jeudi, de baisser de 25 points de base les taux directeurs européens. Cette décision s'accompagne toutefois d'un discours très prudent sur la suite (cf. focus ci-dessous).

En zone euro, les ventes au détail ont reculé de 0,5% en avril par rapport au mois précédent, après une progression séquentielle de 0,7% en mars. Si la forte baisse de 2022 a été rapidement enrayerée, aucun rebond n'est intervenu depuis. Très erratiques au mois le mois depuis, elles étaient stables sur un an en avril, alors que leur progression sur douze mois était redevenue positive le mois précédent (après dix-sept mois dans le rouge).



Eurostat a confirmé que le PIB et l'emploi ont progressé de 0,3% en glissement trimestriel (GT) au premier trimestre. Avec cette troisième estimation, on apprend que le rebond de la croissance a essentiellement été dû à la forte augmentation des exportations. La consommation des ménages a légèrement contribué à la progression du PIB, mais les dépenses des entreprises (investissement et variations des stocks) ont reculé par rapport au trimestre précédent.

En Allemagne, l'activité industrielle totale s'est à nouveau contractée de 0,1% en glissement mensuel (GM) en avril, après avoir déjà baissé de 0,4% le mois précédent, plombée par le secteur de la construction. Hors construction, la production industrielle a augmenté de 0,3% en avril. Après avoir nettement augmenté en février, puis s'être stabilisée en mars, la production des branches manufacturières les plus intensives en énergie a reculé de 0,9% en séquentiel en avril. L'industrie manufacturière (+0,3% GM) a été soutenue par le secteur automobile, dont l'activité a bondi de 4,2% en avril par rapport au mois précédent. Publiées la veille, les statistiques de commandes manufacturières, encore en recul en avril, montrent que la demande adressée à l'industrie allemande reste faible, notamment en provenance de l'étranger. En revanche, l'activité industrielle a rebondi en France en avril (+0,5% en séquentiel), là-aussi tirée notamment par le secteur automobile mais aussi par l'activité des branches productrices de biens d'équipement industriels.

L'excédent de la balance commerciale allemande est resté stable en avril (à 22,1Mds€), à la faveur d'une progression simultanée des exportations et des importations. Ces dernières restent toutefois en recul par rapport au même mois un an auparavant, notamment en raison de la persistance d'un effet prix. De ce fait, le surplus est en hausse de 5,5Mds€ sur un an.

Selon les résultats, encore provisoires, de l'élection au Parlement européen, les principaux perdants sont les centristes libéraux de Renew, qui perdraient 22 sièges et les Verts (-19). Les centristes subissent la disparition de Ciudadanos en Espagne et le rejet de Renaissance par les électeurs français. Les Sociaux-Démocrates (SD) obtiendraient le

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE Ventes au détail Vol, CVS, GA%	avr.-24	0,1	0,6	1,1	-2,0
AL Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	avr.-24	-3,7	-4,9	-0,3	-1,9
FR Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	avr.-24	0,9	0,7	0,1	0,4
IT PMI Services Indice	mai-24	54,2	54,3	50,7	51,7
IT PMI Manuf. Indice	mai-24	45,6	47,3	51,5	46,8
IT Ventes au détail Vol, CVS, GA%	avr.-24	-1,8	-1,6	0,2	-2,8
ES PMI Services Indice	mai-24	56,9	56,2	52,5	53,6
ES PMI Manuf. Indice	mai-24	54,0	52,2	51,0	48,0
ES Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	avr.-24	0,8	-1,3	2,2	-1,2

*Du 03/06/2024 au 09/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

même nombre de représentants que dans l'assemblée sortante. Le Parti Populaire Européen (PPE) gagnerait 8 sièges quand les Conservateurs et Réformistes Européens (CRE) en gagneraient 4 et Identité et Démocratie (ID) 9. Près de 100 siège (98 exactement) sont attribué à des partis qui n'ont pas encore déclaré d'affiliation à un groupe parlementaire européen, mais dont certains, à l'instar de l'AfD en Allemagne, du Fidesz hongrois, de la Republika slovaque, de l'Unité pour les Roumains, du SALF espagnol ou encore du Vazrazhdane en Bulgarie se situent à l'extrême droite de l'échiquier politique. **Deux grands types de coalitions apparaissent possible à l'issue de ce scrutin. 1) Une alliance entre le PPE, le SD et Renew.** Elle pourrait permettre la poursuite de la plupart des grands programmes d'investissement dans la décarbonation et la transition énergétique. Toutefois, une grande partie des membres de cette coalition de partie de « droite modérée » s'oppose plus ou moins ouvertement aux récentes décisions en matière de politiques durables. Certains ont même fait campagne sur l'abandon d'une partie des mécanismes déjà décidés. **2) L'autre coalition possible consisterait en une réunion de toutes les droites** (184 élus du PPE + près de 230 représentants de l'ensemble des partis situés à sa droite). Dans ce cas, il faudrait sans doute s'attendre à des changements plus importants d'orientation, notamment avec une Commission beaucoup moins encline à proposer et soutenir des politiques dans la lignée du Pacte vert européen, dont la mise en œuvre pourrait être compromise.

En France, quelques minutes après la publication de ces résultats provisoires, qui donnaient le Rassemblement National (RN) à 31,5%, loin devant Renaissance (14,5), et l'ensemble de l'extrême droite proche de 40%, Emmanuel Macron a annoncé la dissolution de l'Assemblée nationale et la tenue d'élections législatives les 30 juin et 7 juillet. Les analystes politiques évoquent trois hypothèses pour expliquer le choix du Président de la République : 1) Emmanuel Macron espérerait retrouver une majorité pour soutenir sa politique jusqu'à la fin de son mandat, en 2017, en se posant comme l'ultime rempart de l'arrivée au pouvoir du Rassemblement National ; 2) Le Président serait prêt à cohabiter avec un gouvernement composé de membres du RN et transfuges des Républicains afin de démontrer une incompétence supposée du RN ; 3) après l'obtention d'une majorité absolue du RN à l'Assemblée nationale, Emmanuel Macron refuserait de cohabiter et démissionnerait, provoquant une élection présidentielle anticipée à la rentrée, dans l'espoir d'une réaction de sursaut de l'électorat. **Dans tous les cas, la dissolution annoncée de l'Assemblée nationale ouvre une période d'incertitude politique inédite en France, au moins sous la cinquième République.**

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : la BCE baisse ses taux et appelle à la patience

Comme attendu, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé, lors de sa réunion du 6 juin, de réduire les taux directeurs européens de 25 points de base, à 4,25%, 4,50% et 3,75% respectivement pour les taux des opérations principales de refinancement, de la facilité marginale de prêt et de la facilité de dépôt. Toutefois, la prudence s'impose pour le futur, alors que les prévisions d'inflation ont été légèrement révisées à la hausse pour 2024 et 2025. Le discours est ainsi quelque peu ambigu, puisque les banquiers centraux, par la voix de leur présidente, se veulent à la fois confiants dans la poursuite de la convergence de l'inflation vers leur objectif de 2% à moyen terme et très prudents face à un chemin attendu encore chaotique.

Une baisse qui vient saluer le recul de l'inflation

La décision de baisser les taux directeurs de 25 points de base vient consacrer le constat du rapide recul de l'inflation dans la zone euro depuis son pic de novembre 2022.

Reprenant la notion des trois phases récentes de la politique monétaire qu'elle avait citées dans son intervention lors d'une conférence à Francfort au mois de mars dernier, Christine Lagarde a souligné que la période de hausse rapide et forte des taux directeurs a permis de diviser l'inflation par deux (de 10,6% en octobre 2022 à 5,2% en août 2023) et qu'une nouvelle division par deux est intervenue dans la période de maintien de taux directeurs élevés (2,6% d'inflation en mai 2024). Ce constat justifie, pour la majorité des membres du Conseil des gouverneurs de la BCE, que les taux directeurs puissent commencer à être réduits, d'autant que le caractère restrictif de la politique monétaire a augmenté depuis septembre dernier, puisque la baisse de l'inflation a mécaniquement fait progresser les taux d'intérêt réels.

Néanmoins, comme l'avait souligné Philip Lane dans un récent entretien au Financial Time et comme indiqué dans le communiqué publié à l'issue de la réunion de jeudi dernier, **il convient de maintenir les taux directeurs européens à un niveau restrictif ces prochains mois**. D'ailleurs, interrogée spécifiquement sur la poursuite des différentes « phases » précitées d'évolution de la politique de la BCE, sa présidente a refusé d'affirmer que la décision de baisser les taux de 25 points de base signifiait l'entrée dans la phase de « rappel », c'est-à-dire de retour progressif à des taux « neutres », dont le niveau est d'ailleurs difficile à estimer.

Une communication alambiquée

Ce refus d'annoncer l'entrée dans un cycle de détente de la politique monétaire résulte du maintien d'une forte incertitude sur les perspectives d'inflation.

En dépit de l'assurance affichée sur la trajectoire qui ramènerait le rythme de hausse des prix à un niveau compatible avec l'objectif de stabilité des prix de la banque centrale, les données récentes semblent avoir semé le trouble dans l'esprit d'au moins une partie des banquiers centraux européens.

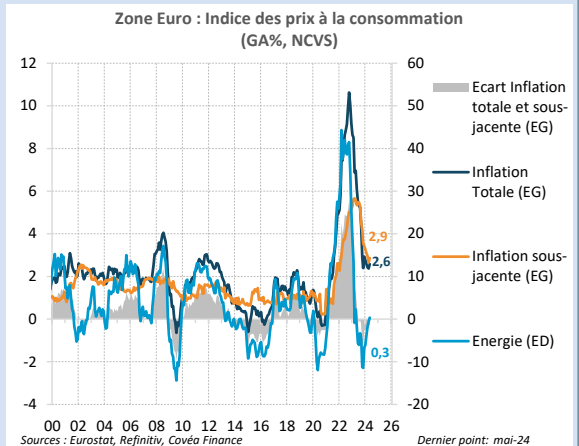
Christine Lagarde assoit sa « confiance croissante » dans la poursuite du ralentissement des prix à la consommation notamment dans la stabilité de la prévision d'inflation des équipes de la BCE à horizon fin 2025 depuis la fin de l'année dernière et sur la baisse des profits unitaires des entreprises en début d'année, qui permet de limiter la transmission à l'inflation de la progression encore vive des salaires. Mais d'autres membres de Conseil des gouverneurs auraient une vision quelque peu différente.

Christine Lagarde elle-même a annoncé durant sa conférence de presse que l'un des participants à la réunion s'était opposé à la décision de baisse des taux directeurs. A en croire les « fuites » dans les médias, si seul M. Holzmann (Gouverneur de la Banque centrale d'Autriche) a maintenu son opposition à une décision qu'il jugeait trop précoce, une demi-douzaine de membres du Conseil aurait exprimé des réticences. Ils auraient mis en avant que le rebond de l'inflation annoncé au mois de mai était un peu plus important qu'attendu et que les salaires restent trop dynamiques, au regard de l'accélération de l'indicateur des salaires négociés au premier trimestre. Certains auraient ouvertement regretté que la communication des dernières semaines ait rendu inéluctable de baisser les taux dès cette réunion du 6 juin. Sans ce quasi-engagement à baisser une première fois les taux directeurs, ils auraient plaidé avec plus de véhémence pour le maintien du statu quo. Ils ont aussi pu estimer que détendre la politique monétaire en même temps que sont publiées des prévisions d'inflation pour 2024 et 2025 plus élevées que les précédentes envoyait un message pour le moins ambigu.

Leurs hésitations, que seul l'un d'entre eux n'a pas levées, expliquent en partie la communication complexe dans laquelle s'est engagée la banque centrale :

- « Sur la base d'une évaluation actualisée des perspectives d'inflation, de la dynamique de l'inflation sous-jacente et de la force de la transmission de la politique monétaire, il est aujourd'hui opportun de réduire le caractère restrictif de la politique monétaire ».
- Mais, « malgré les progrès observés ces derniers trimestres, les tensions sur les prix d'origine interne restent fortes, en raison de la croissance élevée des salaires, et l'inflation devrait rester supérieure à l'objectif pendant une grande partie de l'année prochaine. Les dernières projections établies par les services de l'Eurosystème pour l'inflation globale et l'inflation sous-jacente en 2024 et 2025 ont été revues à la hausse par rapport aux projections de mars ».
- Par conséquent, « Le Conseil des gouverneurs est déterminé à assurer le retour au plus tôt de l'inflation au niveau de son objectif de 2% à moyen terme. Il conservera les taux directeurs à un niveau suffisamment restrictif, aussi longtemps que nécessaire, pour atteindre cet objectif ».

Il en résulte que « Le Conseil des gouverneurs maintiendra une approche s'appuyant sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de cette orientation restrictive ». Il est précisé que, comme depuis plusieurs mois déjà, les données économiques et



Prévisions économiques de la Banque Centrale Européenne (en %) - Juin 2024					
	2022	2023	2024	2025	2026
Variation du PIB (volume)	3,4	0,6	0,9	1,4	1,6
Prévision de mars 2024	3,4	0,5	0,6	1,5	1,6
Taux de chômage	6,7	6,5	6,5	6,5	6,3
Prévision de mars 2024	6,7	6,5	6,7	6,6	6,6
Inflation	8,4	5,4	2,5	2,2	1,9
Prévision de mars 2024	8,4	5,4	2,3	2,0	1,9
Inflation sous-jacente	3,9	4,9	2,8	2,2	2,0
Prévision de mars 2024	3,9	4,9	2,6	2,1	2,0

Source : Banque Centrale Européenne, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

financières les plus importantes sont celles qui permettent aux banquiers centraux de jauger des perspectives d'inflation, ainsi que la dynamique de l'inflation sous-jacente et la force de la transmission de la politique monétaire.

Pour finir, tout ceci conduit à inscrire dans le communiqué publié à l'issue de la réunion que « le Conseil des gouverneurs ne s'engage pas à l'avance sur une trajectoire de taux particulière ».

La BCE peut aussi se permettre d'entretenir la prudence dans les perspectives d'évolution de sa politique monétaire parce que des signes sont apparus d'amélioration, certes modeste, de la conjoncture économique. Alors que le PIB de la zone euro a progressé plus qu'attendu au premier trimestre de cette année, les résultats d'enquêtes semblent indiquer que le pire pourrait être passé et qu'une amorce de reprise est de plus en plus probable. D'ailleurs, la prévision de croissance pour 2024 publiée par la BCE a été révisée à la hausse par rapport à l'estimation diffusée en mars dernier et Christine Lagarde a mis en avant dans sa présentation ces signaux plus positifs sur l'activité économique.

Jean-Louis Mourier

Economiste



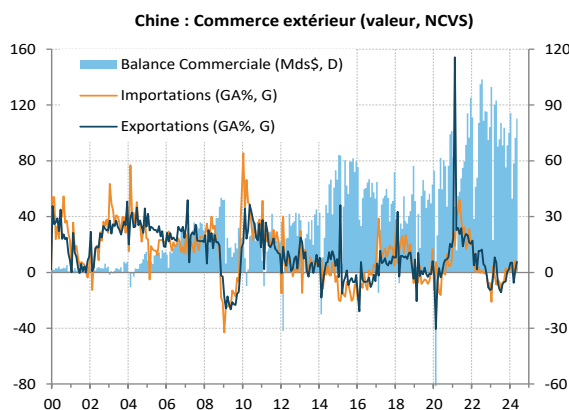
Suivi Macroéconomique

Asie

« La hausse de l'excédent commercial chinois illustre un renforcement des surcapacités industrielles »

En Chine, l'excédent commercial progresse à 83 Mds\$, contre 72 Mds\$ en avril, dans un contexte de déséquilibre entre offre et demande domestique. La croissance des exportations s'est fortement accélérée pour atteindre 7,6% en glissement annuel (GA) en mai après 1,5% en avril. Cette hausse s'est généralisée aux principaux partenaires commerciaux de la Chine mais reste particulièrement marquée vers les pays de l'ASEAN (+24,8% en GA après +13% en avril). Les exportations vers le Brésil ont enregistré une croissance exceptionnelle de 48,9% en GA, notamment tirée par les véhicules électriques. Outre l'automobile (+16,7% en GA), les exportations ont été particulièrement dynamiques du côté des produits électroniques et notamment les circuits intégrés (+30,1%). En revanche, les importations se sont nettement modérées à 1,8% contre 8,4% en avril, témoignant d'une demande domestique en demi-teinte. Ce ralentissement s'est généralisé à la plupart des produits. Concernant l'énergie, les importations de pétrole brut se sont fortement contractées de

8,7% en volume en GA, après une hausse de 5,4% le mois précédent. Une exception notable à cette dynamique concerne le cuivre dont les importations continuent d'accélérer en volume (+15,8% en GA après +8% en avril).



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

Au Japon, la dynamique des salaires conforte la Banque du Japon dans la normalisation progressive de sa politique monétaire. La croissance des salaires a enregistré une forte accélération à 2,1% en avril en GA, contre 1% en mars. De plus, cette vigueur est surtout tirée par la hausse de 2,3% des salaires contractuels (la composante la plus durable de l'indice), soit un plus haut en deux décennies. Au cours des deux prochains mois, les résultats favorables des négociations salariales de printemps devraient entretenir cette dynamique. Néanmoins, les salaires devront accélérer encore davantage pour dépasser l'inflation et permettre aux ménages de gagner enfin en pouvoir d'achat. Les salaires réels conservent, en effet, une croissance négative à -0,7% en avril (après -2,5% en mars).

En Australie, l'économie poursuit son ralentissement. La croissance du PIB n'a progressé que de 0,1% au premier trimestre 2024 en glissement trimestriel (GT), soit 1,1% en GA. Dans le détail, la consommation des ménages est restée robuste (+0,4% en GT) mais la faiblesse du taux d'épargne (seulement 0,9% du revenu disponible) interroge sur la soutenabilité de cette dynamique. Les dépenses publiques étaient également orientées à la hausse mais l'activité a été pénalisée par le recul des investissements des entreprises (-0,8% en GT) et une contribution négative de la balance commerciale (-0,9 point de pourcentage sur le T1). En outre, la rémunération des employés reste relativement vigoureuse, en hausse de 1% en GT, mais il s'agit de sa croissance la plus faible depuis le T3 2021. Cette modération devrait être bien accueillie par la banque centrale qui, lors de sa dernière réunion, n'écartait pas la possibilité d'une hausse de taux supplémentaire.

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Salaires	CVS, GA%	avr.-24	2,0	0,9	1,8	1,2
CH	Exportations	Val, NCVS, GA%	mai-24	7,6	1,5	5,6	-4,7
	Importations	Val, NCVS, GA%	mai-24	1,8	8,4	0,7	-5,5

*Du 03/06/2024 au 09/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

En Inde, l'alliance des droite nationalistes (NDA) menée par le Premier ministre Modi remporte l'élection générale mais avec une moindre majorité. La coalition a remporté 292 sièges au parlement, soit 20 de plus que les 272 nécessaires pour former un gouvernement, mais très loin de l'objectif de 400 sièges initialement affiché. Le Bharatiya Janata Party (BJP), principal parti de l'alliance gouvernementale, a perdu 63 sièges par rapport aux élections de 2019. Il ne dispose donc plus de majorité absolue au parlement et sera désormais dépendant des partenaires mineurs de sa coalition dans sa pratique du pouvoir.

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.