

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

8 Juillet 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Le retour du « Politique »

Le résultat des élections législatives françaises n'a pas permis d'établir une majorité absolue susceptible de gouverner sereinement dans les prochains mois. Compte tenu de l'équilibre des forces à l'Assemblée Nationale, une coalition pourrait également avoir du mal à émerger, même si les prochaines semaines vont être animées pour tenter de mettre en place un gouvernement « d'union nationale », dont les fondements constitueraient une première sous la V^{ème} république. Une chose est certaine, une nouvelle dissolution n'est pas envisageable avant le 9 juin 2025, le Président et l'Assemblée Nationale vont désormais devoir composer.

La probabilité d'une incapacité à faire émerger un gouvernement de coalition nous amène à analyser les options alternatives qui permettraient de conduire les affaires courantes françaises au cours des prochains mois. A ce titre, nos équipes de recherche et juridique ont travaillé sur le scénario d'une mise en place d'un gouvernement dit « technique », à l'image de ceux déjà constitués par le passé en Italie.

Tout d'abord, il est important de rappeler que la Constitution française ne prévoit pas de cadre spécifique pour opérer dans cet environnement. Néanmoins, nous retenons les éléments suivants : le Président a toute autorité pour nommer un gouvernement dit « d'experts », sans avoir besoin d'une validation officielle de l'Assemblée Nationale, dès lors qu'il est établi pour une période transitoire (par exemple dans l'attente d'une nouvelle dissolution ou de la démission du Président). Toutefois, la définition de cette période transitoire ne fait l'objet d'aucune précision. Enfin, au même titre que n'importe quel autre gouvernement, ce dernier continuera d'engager sa responsabilité lors des propositions de loi, y compris la loi de finance 2025. Ces projets de loi pourront être adoptés avec ou sans vote de l'Assemblée Nationale. Dans la cas d'un passage sans vote (art. 49, alinéa 3 de la Constitution), ce gouvernement restera exposé au risque d'une motion de censure.

Le but de ce gouvernement serait de conduire les affaires courantes et de pallier, le cas échéant, au risque d'une crise budgétaire et financière. En l'espèce, Il s'agira surtout de présenter, dès septembre 2024, un projet de loi de finance pour 2025. Ce projet pourra être soumis à un débat parlementaire, possiblement sans faire l'objet d'un vote. Dans un second temps, et si le parlement ne se prononce pas au bout de 70 jours maximum, les dispositions du projet peuvent être mises en application par ordonnance (art. 47 de la Constitution). Enfin, dans l'hypothèse où les différents délais ne permettraient pas d'avoir un budget adopté avant le début d'année 2025, le gouvernement aura toujours la possibilité de demander d'urgence au parlement l'autorisation de percevoir les impôts et de débloquer les crédits par décret.

En somme, la mise en place d'un gouvernement technique semble permettre d'avancer sur les sujets budgétaires sensibles. Toutefois, il est important de mesurer que ce chemin n'a jamais été tracé en France et que les risques en matière d'exécution pourraient se révéler nombreux et créer des soubresauts sur les émissions de dettes et les taux français. Pour rappel, le Trésor français a exécuté 64% de son programme d'émissions brutes de l'année et il lui reste 113 milliards d'euro à lever d'ici la fin de l'année.

Alors que le chapitre politique français restera ouvert, nul doute que le retour du Politique continuera d'accompagner notre été. Dans les prochaines semaines, la coalition au pouvoir en Allemagne doit finaliser les contours de son budget dont certains arbitrages apparaissent encore nécessaires. Le risque d'un éclatement de cet attelage n'est toujours pas à écarter. Aux Etats-Unis, tandis que le camp Démocrate s'interroge sur le maintien de la candidature de Joe Biden, la campagne présidentielle s'accélère. Les positions entre Républicains et Démocrates pourraient se cliver davantage, au sein d'une Amérique déjà très polarisée.

Comme nous l'avions annoncé en début d'année, le risque Politique reste au cœur de notre vigilance sur les marchés financiers. Il représente un défi majeur pour les Banques centrales, déjà contraintes dans leurs choix.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Alors que les banquiers centraux continuent d'afficher une certaine prudence face au rythme de baisse de l'inflation, l'attention s'est essentiellement portée sur la politique cette semaine avec l'accélération de la campagne présidentielle américaine, les élections générales en Grande Bretagne et le deuxième tour des élections législatives en France où les accords de retrait de candidats dans les triangulaires ont éloigné le risque perçu par les marchés d'une majorité absolue obtenue par le Rassemblement National. En Zone euro, le rendement du Bund à 10 ans a progressé de 6 pbs à 2,56%, tandis que les taux de l'OAT et du BTP se sont détendus de respectivement 9 et 14 pbs à 3,21% et 3,94%. L'écart entre le Bund et l'OAT s'est ainsi replié à 66 pbs, après avoir atteint un plus haut à 82 pbs.

Les primes de risque du marché du crédit se sont également comprimées sur la période : -7 pbs pour l'indice synthétique ITraxx Main à 54 pbs, et -23 pbs pour le Crossover à 296 pbs. L'activité primaire, en baisse, a été dominée par les financières avec 9 émissions (dont Bank of Montreal et Deutsche Bank) totalisant 5,6 Mds€ contre 5 émissions de dette d'entreprises (dont Grand City Properties et RAI-Radiotelevisione Italia) totalisant 2,7Mds€.

Le Focus de la semaine : point à mi-année sur la dette de l'Union Européenne

L'Union Européenne (UE) a dévoilé le 24 juin son programme d'émissions pour le deuxième semestre après avoir rempli ses objectifs du premier semestre ; elle a en effet bouclé 13 émissions (dont un peu moins de la moitié sous forme d'adjudications alors qu'elles ne représentaient que 20% en 2021) réparties sur 22 souches de maturités comprises entre 2 et 30 ans, pour un total de 73,8 Mds EUR. La dette existante, notée AA+ Stable par Standard & Poor's dépasse désormais 500 Mds EUR, ce qui la classe au 6^{ème} rang à l'échelle de la Zone euro, derrière la dette souveraine belge.

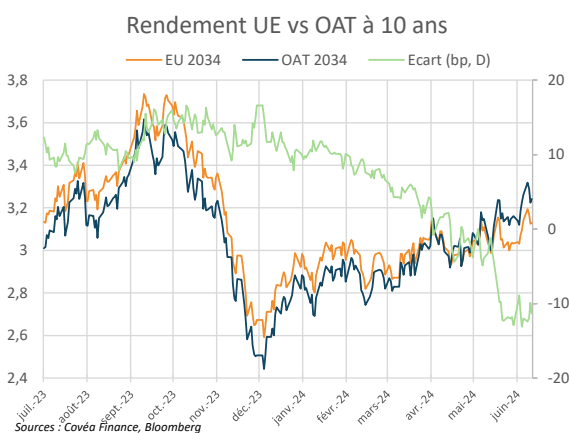
D'ici la fin de l'année, l'UE a prévu d'émettre encore 65 Mds EUR dans le cadre du programme NextGenerationEU (38 Mds avaient été émis au deuxième trimestre 2023, et les investisseurs attendaient plutôt 55 Mds d'émissions ce trimestre) via 6 adjudications et 4 ou 5 syndications. Les maturités seront comprises entre 3 et 30 ans, avec possiblement 2 nouvelles obligations 5 et 7 ans. Des obligations vertes existantes seront réabondées, et le rythme d'émission de bons à 3 et 6 mois sera maintenu.

L'augmentation des volumes émis n'a pas empêché la dette de l'UE de mieux résister que celle des pays cœurs de la Zone Euro à la hausse des taux observée depuis le début de l'année : le rendement de l'UE 2034 s'est en effet tendu de 29 pb à 3,13%, tandis que les taux à 10 ans du Bund et de l'OAT ont progressé de respectivement 46 et 43 pb à 2,60% et 3,24%.

Enfin, la performance n'a été que peu affectée le 13 juin dernier, lorsque MSCI a douché les espoirs de Bruxelles et d'une partie des investisseurs en indiquant que les obligations UE ne seraient pas intégrées aux indices souverains. L'une des raisons serait le manque de visibilité quant aux programmes d'émission succédant à NextGenEU, dont l'extinction est prévue fin 2027.

Nous restons attentifs à l'évolution de l'endettement de l'UE et au comportement de sa courbe de taux qui constitue un baromètre de la confiance des marchés dans la solidité du système.

Il pourrait y avoir des inquiétudes concernant la liquidité en raison du manque de programmes d'émission au-delà de 2027.



Charles Lepic

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	05/07/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	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	4,25	4,25	4,50	4,00	0,00 →	0,00 →	-0,25 ↓	0,25 ↑					
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,75	4,00	3,50	0,00 →	0,00 →	-0,25 ↓	0,25 ↑					
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	0,00 →	0,00 →	0,00 →	0,25 ↑					
Banque du Japon	0,10	0,10	0,10	-0,10	-0,10	0,00 →	0,00 →	0,20 ↑	0,20 ↑					
Taux 10 ans														
Etats-Unis	4,28	4,40	4,40	3,88	4,03	-12 ↓	-12 ↓	40 ↑	25 ↑	-33 ↑	20 ↑			
Allemagne	2,56	2,50	2,50	2,02	2,63	6 ↑	6 ↑	53 ↑	-7 ↓	-33 →	16 ↓			
France	3,21	3,30	3,30	2,56	3,19	-9 ↓	-9 ↓	65 ↑	2 ↑	15 ↓	44 ↓			
Italie	3,94	4,07	4,07	3,70	4,38	-14 ↓	-14 ↓	24 ↑	-44 ↓	50 ↓	57 ↑			
Royaume-Uni	4,13	4,17	4,17	3,54	4,49	-5 ↓	-5 ↓	59 ↑	-37 ↓	1 ↑	50 ↑			
Japon	1,08	1,06	1,06	0,61	0,41	2 ↑	2 ↑	47 ↑	67 ↑	73 ↑	113 ↓			
Crédit														
Indice Itraxx Main	54,0	60,9	60,9	58,1	75,0	-7,0 ↓	-7,0 ↓	-4,1 ↓	-21,0 ↓					
Indice Itraxx Crossover	296,1	319,2	319,2	309,9	408,7	-23,1 ↓	-23,1 ↓	-13,8 ↓	-112,7 ↓					

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 :

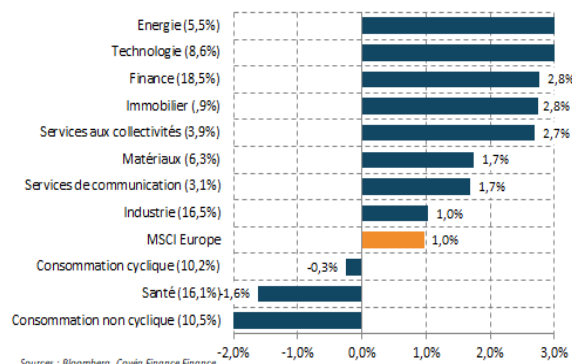
Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (Indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) s'est affiché en hausse de +0,9%. Les marchés ont été aidés par un léger rebond de la cote parisienne malgré les incertitudes politiques persistantes.

Concernant les performances sectorielles, le secteur des services aux collectivités, en retard, s'est démarqué à la hausse (+3,6%). Le parti travailliste qui a remporté les élections au Royaume-Uni se montre favorable à l'accélération des investissements dans l'énergie renouvelable ce qui bénéficie aux acteurs britanniques du secteur.

A l'inverse, celui de la santé (-1,3%) est le seul secteur en baisse avec le recul du laboratoire danois Novo Nordisk qui pourrait devoir abaisser ses prix aux Etats-Unis sur ses principaux médicaments. Plus spécifiquement, le distributeur d'appareils auditifs italien Amplifon a reflué de -6,4%, pénalisé par une croissance de ses ventes qui devrait être atone au second trimestre.

L'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap (+2,7%) a affiché une meilleure performance que les indices de grandes valeurs. Les petites et moyennes valeurs restent cependant largement en retard en 2024, continuant sur la même tendance que 2023. Ce segment de la cote reste pénalisé par l'aversion au risque des investisseurs à ce stade.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 14/06/2024 au 05/07/2024 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : L'automatisation de l'entrepôt industriel

L'automatisation des chaînes de production fait partie des changements structurels que nous déclinons dans nos Perspectives Economiques et Financières. Dans un contexte de réorganisation de ces chaînes depuis la pandémie, les sociétés qui permettent de robotiser, automatiser et décarboner les processus de production en sont donc des bénéficiaires directs, y compris la gestion des entrepôts de logistique.

En effet, la productivité des entrepôts est devenue un enjeu crucial pour les entreprises, et ce tout particulièrement dans les secteurs de la consommation et du commerce en ligne. Elle est indispensable pour optimiser l'expérience client, en diminuant les délais de livraison et en traitant efficacement les commandes. Ceci explique l'accélération des investissements dans l'automatisation et l'électrification des entrepôts. Puma a par exemple équipé ses entrepôts avec la technologie de l'acteur norvégien Autostore qui consiste en un stockage vertical avec une manutention totalement robotisée. L'intégrateur français ID Logistics propose quant à lui des solutions d'entrepôt clé en main à ses clients tels qu'Amazon et Zara. Elles permettent de gérer des commandes sur des dizaines de milliers de références, leur conditionnement et ainsi que les retours. L'installation de 62 900 m² réalisée en Italie par ID Logistics en 2022 permet ainsi de réceptionner plus de 50 000 unités logistiques par jour et d'en expédier près de 60 000 sur plus de 80 destinations. En outre, la solution SmartVision proposée par l'opérateur utilise l'intelligence artificielle, et les caméras permettent de réduire de 80% les erreurs de manutention.

Enfin, l'entrepôt moderne participe à la décarbonation des chaînes de production. D'une part, il optimise les flux et donc diminue les distances de transport des marchandises. Parallèlement, l'entrepôt lui-même se décarbonne ; c'est pourquoi le fabricant de chariots industriels Jungheinrich, troisième acteur mondial, n'a produit que des chariots électriques en 2023. Aujourd'hui, les batteries lithium-ion sont devenues un équipement indispensable pour une électromobilité sans émission dans l'entrepôt.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	05/07/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	165	162	162	153	144	1,9	↑	8,2	↑	15,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 033	1 012	1 012	966	920	2,1	↑	7,0	↑	12,3	↑
MSCI EMU Small Cap	426	410	410	426	391	3,8	↑	0,1	↑	8,9	↑
MSCI Europe	173	172	172	161	150	0,9	↑	7,9	↑	15,3	↑
France CAC 40	7 676	7 479	7 479	7 543	7 082	2,6	↑	1,8	↑	8,4	↑
Allemagne DAX 30	7 098	7 006	7 006	6 629	6 145	1,3	↑	7,1	↑	15,5	↑
Italie MIB	33 988	33 154	33 154	30 352	27 507	2,5	↑	12,0	↑	23,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 204	8 164	8 164	7 733	7 281	0,5	↑	6,1	↑	12,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 700	9 636	9 636	8 920	8 517	0,7	↑	8,7	↑	13,9	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices terminaient la semaine en hausse. Le Japon affichait une nouvelle fois la meilleure performance, tirée par la faiblesse de la devise, la hausse des titres exposés à la thématique de l'intelligence artificielle ainsi que les valeurs financières sur fond de spéculation d'une remontée des taux directeurs de la Banque centrale du Japon lors de sa prochaine réunion. Les valeurs exposées à la chaîne d'Apple en Asie du Nord (Japon, Corée du Sud, Taiwan) bénéficiaient aussi des bons chiffres de ventes de l'entreprise en Chine et des attentes des investisseurs sur le prochain cycle d'Iphone. L'Indonésie clôturait la semaine en forte hausse, tirée notamment par le secteur bancaire. Malgré quelques signaux positifs dans les ventes de véhicules électriques et de logements, les marchés chinois domestiques étaient pénalisés par de mauvaises publications d'indicateurs d'activité dans les services sur le mois de juin.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 a clôturé en hausse de près de 2% au terme d'une semaine écourtée en raison du jour de l'indépendance. Les publications de chiffres de l'emploi et d'indicateurs d'activité en ralentissement ont renforcé les anticipations des investisseurs d'une baisse des taux de la banque centrale américaine en septembre, entraînant une détente des rendements obligataires et soutenant les segments « croissance » de l'indice (technologie, consommation cyclique et services de communication). Apple soutenait aussi la technologie après de bonnes publications de ventes d'Iphone en Chine sur le mois de mai, ainsi que des spéculations sur les volumes de production des futurs modèles. La consommation cyclique était de son côté portée par Tesla après la publication de ventes au deuxième trimestre meilleures qu'attendues et l'éligibilité du constructeur aux commandes publiques chinoises. L'énergie et les matériaux étaient pénalisés par les inquiétudes sur la croissance économique. Côté sociétés, Tesla a obtenu l'autorisation des autorités allemandes de l'environnement pour l'extension de sa Gigafactory près de Berlin répondant aux ambitions du groupe de doubler ses capacités de production en Europe.

Le Focus de la semaine : La diffusion de l'intelligence artificielle dans le secteur de la consommation avec l'exemple de Walmart

Walmart, le premier distributeur américain, possède plus de 4.600 magasins aux Etats-Unis, réunit près de 60 millions d'adhérents au programme Walmart+ et enregistre une fréquentation hebdomadaire de 250 millions de clients. Cet écosystème lui a permis de construire au fil des années une masse de données incomparable (plus de 40 pétaoctets de données par jour) qui, combinée à des technologies propriétaires et de grands modèles de langage issus de partenariats stratégiques, vise à améliorer son efficacité opérationnelle, l'expérience client et ses perspectives de croissance à long terme. D'un point de vue consommateur, l'amélioration et la personnalisation de l'expérience client devrait soutenir les ventes et fidéliser le consommateur. Walmart a été le premier détaillant mondial à lancer un outil de recherche d'intelligence artificielle générative (en collaboration avec Microsoft) permettant à ses clients de rechercher des produits par cas d'utilisation spécifiques plutôt que par le nom des produits. Le géant a également créé un assistant d'achat virtuel et envisage le lancement d'un système de réapprovisionnement automatisé, basé sur les habitudes de chaque consommateur au travers de son programme InHome. De l'autre côté du spectre, Walmart Luminare, son outil de données et d'analyse permet

notamment aux fournisseurs et aux commerçants de son site en ligne d'analyser le comportement des consommateurs (trafic, tendances...) et ainsi développer de nouvelles stratégies de vente. Finalement d'un point de vue opérationnel, l'IA permet également de générer des gains de productivité le long de sa chaîne logistique. Appliquer aux systèmes de gestion des stocks interconnectés (magasins, centres de distributions et fournisseurs), l'IA permet une adaptation en temps réel aux évolutions de la demande, un réapprovisionnement rapide des stocks et un maintien de niveaux de stocks adéquats. Chez Sam's Club, son club entrepôt, la technologie de reconnaissance d'images permet de se substituer à un employé lors de la vérification des tickets de caisse. Finalement, l'IA est utilisée pour l'optimisation des réseaux de livraison du dernier kilomètre permettant de réduire les coûts et les délais de livraison. Leader de la vente au détail, Walmart a réussi à capitaliser sur sa base de données propriétaire afin de poser les bases d'une croissance de long terme de son cœur de métier, tout en développant des revenus alternatifs, relatifs pour les marges, à l'image de son activité publicitaire qui représentait déjà \$3.4 milliards de revenus à fin 2023. Un exemple qui illustre la capacité d'adaptation des entreprises, une thématique au cœur des réflexions de nos Perspectives Economiques et Financières.



Sources : Factset, Covéa Finance

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	05/07/24	J-7	28/06/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale					en €										
						J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	28/06/2024	29/12/23	sur 12 mois								
Etats-Unis - S&P500	5 567	5 460	5 460	4 770	4 412	2,0	↑	2,0	↑	16,7	↑	26,2	↑	0,8	↑	0,8	↑	18,9	↑	26,8	↑
Etats-Unis - Dow Jones	39 376	39 119	39 119	37 690	33 922	0,7	↑	0,7	↑	4,5	↑	16,1	↑	-0,5	↓	-0,5	↓	6,4	↑	16,6	↑
Etats-Unis - Nasdaq	18 353	17 733	17 733	15 011	13 679	3,5	↑	3,5	↑	22,3	↑	34,2	↑	2,3	↑	2,3	↑	24,5	↑	34,8	↑
Japon Nikkei 300	619	600	600	500	481	3,1	↑	3,1	↑	23,7	↑	28,5	↑	2,0	↑	2,0	↑	10,6	↑	15,8	↑
Corée du Sud KOSPI	2 862	2 798	2 798	2 614	2 556	2,3	↑	2,3	↑	9,5	↑	12,0	↑	0,9	↑	0,9	↑	4,7	↑	5,8	↑
Chine - Shanghai	2 950	2 967	2 967	2 975	3 206	-0,6	↓	-0,6	↓	-0,8	↓	-8,0	↓	-1,8	↓	-1,8	↓	-1,2	↓	-7,8	↓
Hong Kong Hang Seng	17 800	17 719	17 719	17 047	18 533	0,5	↑	0,5	↑	4,4	↑	-4,0	↓	-0,8	↓	-0,8	↓	6,3	↑	-3,4	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 105	1 086	1 086	1 024	985	1,7	↑	1,7	↑	7,9	↑	12,2	↑	0,5	↑	0,5	↑	9,9	↑	12,7	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les obligations « catastrophes » ne connaissent pas la tempête

En août 1992, l'ouragan Andrew frappe la Floride et le Golfe du Mexique. Avec 27 milliards de dollars de dégâts, dont plus de 15 milliards couverts par des assurances, Andrew devient l'ouragan le plus coûteux à avoir jamais touché terre aux Etats-Unis, entraînant la faillite d'une dizaine de compagnies d'assurance et en poussant d'autres au bord de l'insolvabilité.

Suite aux pertes causées par Andrew :

- (i) les assureurs ont réévalué leurs expositions aux risques dans les zones côtières américaines ;
- (ii) le prix des assurances habitation dans ces endroits a considérablement augmenté ;
- (iii) les compagnies d'assurance se sont d'autant plus tournées vers les réassureurs.

La couverture des frais liés aux catastrophes naturelles, demandée par les ménages et les entreprises, a nécessité l'apport de nouveaux capitaux dans le secteur de la réassurance, donnant naissance en 1997 à un nouvel instrument financier : l'obligation « catastrophe ». L'émetteur, généralement une compagnie d'assurance, garantit le remboursement du principal, sauf en cas de survenance d'un risque de catastrophe prédéfini (le « déclencheur ») : par exemple, un ouragan causant un milliard de pertes assurées ou un tremblement de terre d'une magnitude supérieure à 7,5 sur l'échelle de Richter. Le terme « catastrophe » est large. En 2014, la *United Services Automobile Association* a émis la première obligation catastrophe couvrant les éventuelles chutes de météorites aux Etats-Unis au cours des quatre années suivantes.

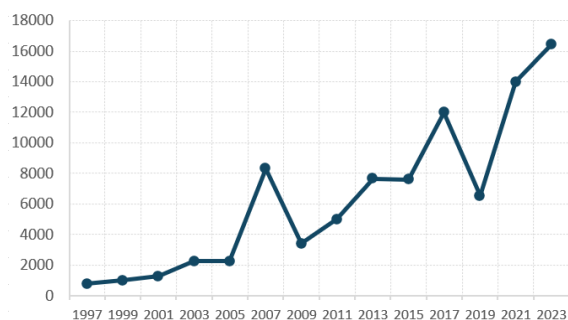
En vendant ces produits financiers, l'intérêt pour les assureurs et réassureurs est de transférer à un plus grand nombre d'investisseurs un risque de plus en plus croissant. Si l'ouragan Andrew était à l'origine du marché des obligations « catastrophes », l'ouragan Katrina de 2005 est celui qui les a fait gagner en popularité (cf. graphique ci-dessus). De 1997 à 2005, les émissions de ce type d'obligations ont été régulières mais faibles, avec une moyenne avoisinant 1,2 milliard de dollars par an. Suite aux 62 milliards de dollars de pertes assurées engendrées par Katrina, la hausse des prix de la réassurance a attiré d'importants capitaux sur le marché des obligations « catastrophes ».

Pour les investisseurs, l'accès à des rendements non corrélés aux autres instruments du marché financier (le risque lié à ces titres étant en théorie strictement exogène) constitue un facteur d'attractivité. Cette absence de corrélation n'est cependant pas toujours vérifiée. Ainsi, un tremblement de terre de forte magnitude en Californie, pourrait impacter les obligations « catastrophes », mais également le prix des actions de certaines entreprises ancrées dans la région.

Il n'en reste pas moins que ces titres constituent un outil de diversification intéressant, ne dépendant pas de facteurs macroéconomiques tels que la croissance du produit intérieur brut ou le taux de chômage. Cela s'est notamment illustré pendant la crise financière, où les prix des obligations « catastrophes » n'ont pratiquement pas été affectés. La faillite de Lehman Brothers a pu susciter des craintes quant à la sécurité des garanties, non pas liées au sous-jacent lui-même, mais du fait du risque de contrepartie que représentait ce broker. D'ailleurs, la confiance des investisseurs est rapidement revenue : le quatrième trimestre 2009 a comptabilisé à lui seul 1,6 milliard de dollars de nouvelles émissions.

Par la suite, le marché des obligations « catastrophes » a continué sa forte croissance (le montant des émissions ayant plus que doublé entre 2010 et 2017), portée par un environnement de taux d'intérêt bas. Les investisseurs traditionnels ont été attirés par les rendements relativement plus élevés qu'offraient les obligations « catastrophes ». Même si ce n'est moins le cas aujourd'hui, puisque nous évoluons désormais dans un environnement de taux plus longs élevés. Ce nouvel environnement n'a toutefois pas freiné la bonne dynamique, en raison de la diversification offerte par ces produits. Les émissions d'obligations « catastrophes » continuent en effet de battre des records en 2024. Ainsi, sur le mois de mai, les émissions sur ce marché ont dépassé les 4 milliards de dollars, record mensuel. Ce n'est pas un hasard, puisque le mois de mai précède la saison des ouragans. Ainsi, les incertitudes et les craintes liées au changement climatique, notamment concernant l'augmentation de la fréquence et de la sévérité des catastrophes naturelles continueront sans doute à susciter de l'intérêt pour cette catégorie.

Marché des obligations "catastrophes" : montant des émissions (en M\$)



Source: Artemis.bm

Andréa Lemaire-Suau

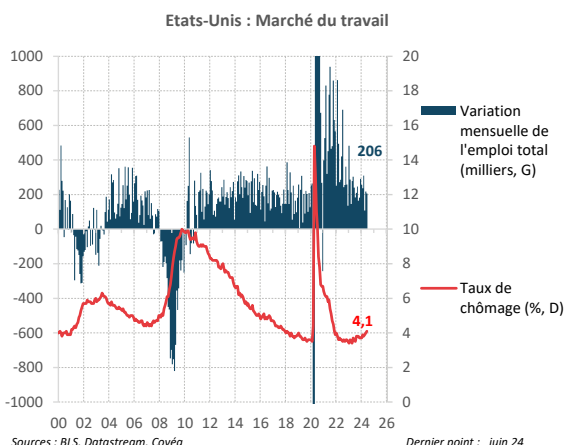
Analyste financier et extra-financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les données signalent un ralentissement de la dynamique d'activité »

L'économie américaine a maintenu un rythme de créations d'emploi relativement robuste en juin (206 000). Toutefois, ce rapport du Bureau des statistiques du travail (BLS) plaide pour un allègement des tensions sur le marché du travail : le nombre d'emplois créés en mai a été révisé à la baisse de 272 000 à 218 000 et, sur l'ensemble du deuxième trimestre, les créations nettes d'emplois sont revenues à 177 000 par mois en moyenne, leur total le plus faible depuis fin 2019 (hors période de pandémie). Les administrations, hors éducation, ont créé 70 000 emplois en juin. Le secteur de la construction, et notamment les entreprises impliquées dans la construction de bâtiments non-résidentiels ont créé 21 000 emplois. En revanche, la réindustrialisation n'est pas encore perceptible dans ces statistiques d'emploi, avec encore 8 000 destructions nettes d'emplois dans le secteur manufacturier. Le commerce de détail a aussi détruit 9 000 emplois en juin. Le taux de chômage (4,1%) comme le taux de participation au marché du travail sont remontés de 0,1 point par rapport au mois précédent. La hausse du taux de chômage atteint 0,5 point en un an. Le salaire horaire moyen a augmenté de 0,3% en un mois (+0,4% en mai). La croissance annuelle du salaire passe ainsi à 3,9%, sous le seuil de 4% pour la première fois depuis juin 2021, et signale une modération des pressions salariales.



Sources : BLS, Datastream, Covéo

Dernier point : juin 24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Manuf.	Indice	juin-24	48,5	48,7	53,5	47,1
ISM Services	Indice	juin-24	48,8	53,8	56,1	52,8
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	juin-24	52,1	57,0	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	juin-24	49,3	45,4	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	juin-24	49,8	48,9	57,3	46,0
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	mai-24	0,9	0,9	12,5	0,9
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	mai-24	6,2	6,6	14,6	18,2
Taux de chômage	% de la pop. active	juin-24	4,1	4,0	3,6	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	juin-24	206	218	377	251
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	juin-24	3,9	4,1	5,4	4,5

* Du 01/07/2024 au 07/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Le rapport JOLTS, également publié par le BLS, fait part d'un rebond du nombre d'offres d'emploi à pourvoir en mai (+222 000 à 8,14 millions), après deux mois de forte baisse. Le ratio entre offres d'emploi et nombre de chômeurs est stable à 1,2, un point bas de ce cycle, mais un niveau historiquement encore élevé qui signale toujours une certaine tension sur le marché du travail. Par ailleurs, les embauches ont également progressé sur le mois. Ce rapport témoigne d'une demande de travail encore résistante.

Les indicateurs d'activité étaient mal orientés. Comme le laissait présager l'estimation des commandes de biens durables, les commandes manufacturières ont reculé en mai. Du côté des enquêtes auprès des entreprises, **l'indicateur ISM manufacturier s'est légèrement dégradé en juin, passant de 48,7 à 48,5, un niveau qui renvoie à une contraction de l'activité.** Les sous-composantes de l'indice sont mitigées, avec d'une part une amélioration des nouvelles commandes (49,3 après 45,4), mais une détérioration de la production (48,2 après 50,2) et de l'emploi (49,3 après 51,1). **La dynamique des prix payés se modère avec un indice à 52,1 après 57.**

Surtout, **l'ISM services a chuté de 5 points en juin, à 48,8.** La contraction de la demande (-6,8 points à 47,3) a pesé directement sur l'activité (-11,6 points à 49,6) et sur l'emploi (-1 pt à 46,1). Les stocks sont jugés trop élevés, alors que les carnets de commandes se sont nettement dégarnis (-6,8 points à 44,0). Le prix payés sont néanmoins toujours signalés à la hausse, mais un peu moins que le mois précédent, notamment en raison de la hausse des salaires dans un contexte où les pénuries de main d'œuvre perdurent.

Par ailleurs, dans l'immobilier, les dépenses de construction ont baissé de 0,1% en glissement mensuel en valeur au mois de mai, tandis que les estimations d'avril et mars ont été revues en hausse. Le recul concerne le secteur privé à la fois dans le résidentiel (-0,2%) et le non résidentiel (-0,4%). En tendance, la dynamique des dépenses de construction est au ralentissement au cours des derniers mois, à l'instar des données de ventes de logements résidentiels.

Les minutes de la dernière réunion du comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale américaine (Fed) montrent un large consensus de ses membres sur un ralentissement de l'activité économique et une tendance à la diminution des tensions sur le marché du travail. Toutefois, des risques à la hausse sur l'inflation perdurent (tensions

géopolitiques et commerciales, hausse des loyers, assouplissement des conditions de financement et soutien budgétaire à l'activité). Ainsi, certains estiment que la Fed doit se montrer prête à remonter ses taux si l'inflation ne baissait plus, voire augmentait, alors que d'autres jugent qu'il leur faut être prêts à réagir à un affaiblissement inattendu de l'activité économique accompagnée d'une franche progression du chômage. La confrontation de ces diverses opinions a abouti à un nouveau statu quo et la diffusion d'un message de patience, ainsi que des prévisions plus éclatées des DOTS. Les banquiers centraux américains veulent continuer à analyser les données ces prochains mois, pour évaluer la probabilité de poursuite de la marche de l'inflation vers leur objectif de 2%, mais aussi l'ensemble des risques, sur les perspectives économiques et d'inflation ainsi que financiers (crédit immobilier et commercial, bilans de certaines banques). A Sintra, le président de la Fed, Jerome Powell, s'est montré satisfait des récentes données sur l'inflation, mais il a continué à appeler à la patience pour une future baisse des taux directeurs américains.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

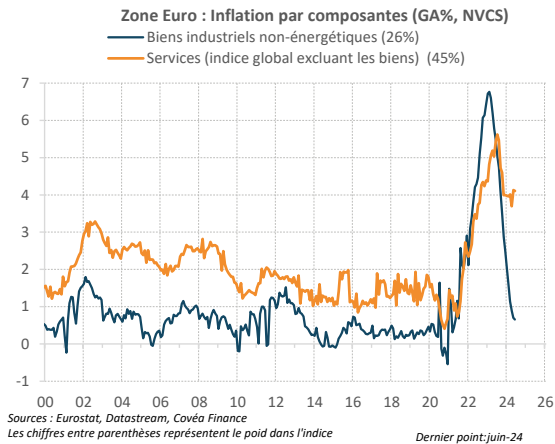


Suivi Macroéconomique

Europe

« En zone euro, l'inflation baisse lentement »

Dans la zone euro, l'inflation a reculé de 0,1 point en juin, à 2,5%. Cette nouvelle baisse est concentrée sur les composantes énergie et alimentation de l'indice des prix à la consommation. La progression sur un an du noyau dur de cet indice est restée stable à 3,9% sous l'effet notamment d'une progression toujours vive des prix des services (4,1% sur un an comme en mai) et d'un arrêt, peut-être momentané, du ralentissement des prix des biens industriels hors énergie (+0,7% sur un an).



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	mai-24	6,4	6,4	6,8	6,6
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	mai-24	0,2	0,5	1,1	-2,0
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	juin-24	2,5	2,6	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	juin-24	2,9	2,9	3,9	4,9
AL	Taux de chômage % de la pop. active	mai-24	3,3	3,3	3,1	3,0
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mai-24	-6,6	-3,6	-0,3	-1,9
FR	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mai-24	-3,1	1,1	0,1	0,5
IT	PMI Services Indice	juin-24	53,7	54,2	50,7	51,7
	PMI Manuf. Indice	juin-24	45,7	45,6	51,5	46,8
	Taux de chômage % de la pop. active	mai-24	6,8	6,8	8,1	7,7
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	mai-24	-1,5	-1,5	0,2	-2,8
ES	PMI Services Indice	juin-24	56,8	56,9	52,5	53,6
	PMI Manuf. Indice	juin-24	52,3	54,0	51,0	48,0
	Taux de chômage % de la pop. active	mai-24	11,7	11,7	13,0	12,2
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	mai-24	0,4	0,2	2,2	-1,2

*Du 01/07/2024 au 07/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En réponse à l'augmentation des droits de douane sur leurs exportations vers l'Union européenne, les constructeurs automobiles basés en Chine envisagent d'augmenter leurs prix de vente en Europe. Pour l'heure, seule Tesla a annoncé de réels projets d'augmentation de ses prix dans l'Union européenne.

En Allemagne, les statistiques du mois de mai montrent que l'activité industrielle reste faible. Les commandes et la production se sont à nouveau contractées (de 2,5% sur le mois pour la production), avec des baisses particulièrement marquées dans le secteur automobile et dans la fabrication de machines et équipement. La poursuite du recul de l'activité industrielle en Allemagne n'est plus la conséquence directe du choc énergétique : les branches les plus énergivores ont vu leur production progresser de 0,2% en mai et de 3,5% sur les trois dernier mois.

La production industrielle a aussi reculé fortement en France au mois de mai, avec une chute de 2,1% par rapport à avril. Le recul frappe quasiment tous les secteurs. L'INSEE signale toutefois que la configuration des jours fériés cette année a pu affecter cette mesure. Les statistiques de production industrielle sont certes corrigées du nombre de jours ouvrés dans le mois, mais bien que le 10 mai n'était pas férié, de nombreuses entreprises étaient fermées ce jour-là.

En Allemagne, les partis de la coalition au pouvoir se sont accordés sur un projet de budget pour 2025. Le frein à l'endettement inscrit dans la Loi Fondamentale imposait de réaliser entre 25 et 30 Mds€ d'économies. Le projet présenté comprend pourtant une augmentation de 4Mds€ des investissements en infrastructures l'année prochaine et des allègements fiscaux chiffrés à 23Mds€ sur 2025 et 2026. Pour répondre à ses obligations, le gouvernement a donc décidé de diminuer les autres dépenses (sans précision pour le moment), mais aussi d'utiliser une astuce comptable : les achats d'actifs potentiellement générateurs de revenus futurs peuvent être financés par des emprunts qui n'entrent pas par la limite du frein à l'endettement. Dans le projet présenté, cela concernerait 44Mds€ d'emprunts. De plus, les dépenses militaires seront portées à 2% du PIB, mais elles ne sont pas concernées par le plafond de la dette tant que le fonds spécial qui leur est consacré ne sera pas épuisé (prévu fin 2027). Le gouvernement, qui avait repoussé une première échéance prévue le 3 juillet, est donc parvenu à un accord deux jours plus tard. Cela lui permet d'être dans les temps pour élaborer un texte complet d'ici le 17 juillet.

En France, bien qu'il gagne de nombreux députés par rapport à l'Assemblée sortante, le Rassemblement National n'a pas obtenu de majorité. Avec 143 élus, il n'arrive qu'en troisième position, derrière l'alliance de gauche (NFP), qui a 182 élus et la majorité présidentielle, Ensemble, qui conserve 168 députés. La configuration de l'Assemblée nationale à l'issue de ces élections rend difficile de trouver une majorité propre à soutenir un gouvernement. Une période d'instabilité politique est à craindre.

Quatre jours après la prise de la présidence de l'Union européenne par la Hongrie, Viktor

Orban s'est rendu en Russie pour rencontrer Vladimir Poutine.

Au Royaume-Uni, comme le laissaient attendre les sondages, le Labour a remporté une large victoire lors des élections générales. Ils ont 418 élus dans la nouvelle Chambre des Communes, soit près du tiers du total. Keir Starmer a été nommé premier ministre. Angela Rayner, en charge des questions d'éducation au sein du Parti Travailleiste, est vice-première ministre, poste qu'elle occupait dans le gouvernement fantôme formé par le Labour dans l'opposition. Rachel Reeves, une économiste qui a notamment travaillé à la Banque d'Angleterre, a été nommée Chancelière de l'Echiquier. Elle a d'ores et déjà déclaré que la situation économique et l'état des finances publiques étaient « difficiles ».

Jean-Louis Mourier

Economiste

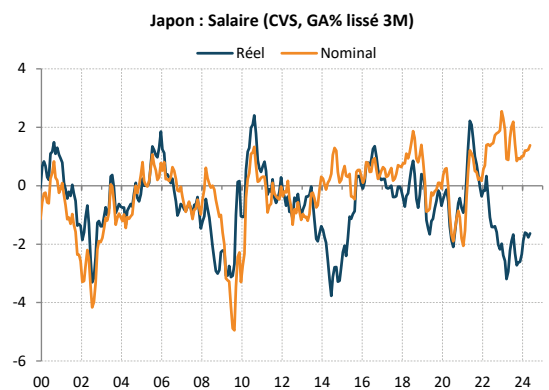


Suivi Macroéconomique

Asie

« La Chine prépare sa réaction aux droits de douane européens »

Au Japon, les salaires étaient en hausse de 1,9% sur un an au mois de mai, après 1,6% en avril. L'accélération est liée au paiement d'heures supplémentaires. **Toutefois, le salaire réel, moyen, inflation déduite, reste orienté à la baisse. Ce dernier point explique que la consommation des ménages reste fragile.** Leurs dépenses totales de consommation ont encore reculé de 0,3% en séquentiel en mai, après 1,2% le mois précédent. Alors qu'elles progressaient encore légèrement sur un an au mois d'avril, elles s'affaissaient en baisse de 1,8% sur douze mois en mai.



Sources : Covéa Finance, Thomson Reuters, Ministry of Health Labour and Welfare (entreprises de plus de 5 personnes)

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Salaires CVS, GA%	mai-24	1,7	1,6	1,8	1,2

*Du 01/07/2024 au 07/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Alors que les droits de douanes supplémentaires sur les importations européennes de véhicules électriques en provenance de Chine entraînent en vigueur de manière conservatoire, le ministre chinois du commerce a appelé à la poursuite des négociations. Il a également évoqué la poursuite des enquêtes ouvertes par ses services sur les conditions d'importations dans son pays de viande de porc et de brandy européens.

Xi Jinping a appelé Antonio Costa pour sa nomination à la tête du Conseil européen, nomination qui reste à confirmer par le Parlement, à la veille de l'entrée en vigueur des droits de douane compensatoires (jusqu'à 38,1%) sur les véhicules électriques fabriqués en Chine importés en UE.

Le ministre Indonésien du commerce a annoncé que son pays va instaurer des droits de douane, dits de sauvegarde, de 100% à 200% sur les importations d'une série de produits manufacturés, allant de la chaussure à la céramique. Il s'agit de protéger les industries nationales, et notamment les « micro, moyennes et petites entreprises », menacées de faillites sous l'afflux d'importations à bas prix, en provenance de Chine.

Jean-Louis Mourier

Economiste



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.