

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

29 Juillet 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Flux des investisseurs européens - second trimestre 2024

Cette semaine, nous portons notre attention sur les flux des investisseurs européens au cours du deuxième trimestre. Les ETF et OPC, qu'ils soient orientés vers les obligations ou les actions, ont enregistré un afflux de capitaux de 79 milliards d'euros.

La modération des pressions inflationnistes dans les pays développés aura s'éché avéré propice à la collecte des fonds obligataires (+66 Mds €). Ce chiffre remarquable constitue, avec celui du premier trimestre (+71 Mds€), le meilleur bilan semestriel depuis les 6 derniers mois de l'année 2019. Au cours du trimestre écoulé, les investisseurs ont manifesté un intérêt pour les expositions obligataires souveraines et d'entreprises de bonne qualité tant européennes qu'internationales. En revanche, les obligations des marchés émergents ont connu un nouveau semestre de rachats (-5,5 Mds €). De manière analogue, les fonds indexés sur l'inflation ont subi une décollecte de 2 Mds €.

Le segment des actions a enregistré une collecte de 13 Mds € au cours du trimestre, chiffre dissimulant des disparités géographiques notables. Les investisseurs ont privilégié les actions internationales (+19,6 Mds €). Les actions américaines ont également suscité un vif intérêt (+13,7 Mds €) tandis que les actions indiennes ont capté 3 Mds €. En revanche, le désengagement des marchés européens (-13 Mds €) et des marchés émergents (-8 Mds €) se poursuit. En matière sectorielles, la technologie, portée par l'engouement croissant pour l'intelligence artificielle, a bénéficié d'un afflux d'un milliard d'euros. A l'opposé, les secteurs relatifs au développement durable ont connu des rachats de 4 Mds €, pouvant être attribués en partie aux inquiétudes liées au programme de Donald Trump en matière environnementale.

Les stratégies diversifiées (-17,9 Mds €) et alternatives (-0,9 Mds €) subissent de nouvelles sorties. La catégorie matières premières décollecte pour 2,4 Mds €, tendance imputable aux métaux précieux et industriels. Dans un environnement de taux d'intérêt à court terme élevés et de courbe des taux inversée, les fonds monétaires ont collecté 24 Mds € dont 7,8 Mds € pour ceux libellés en dollars américains.

Le trimestre écoulé aura reflété une dynamique positive de collecte pour les OPC (+28 Mds €) et plus particulièrement pour les ETF (+51 Mds €). Sur le premier semestre 2024, ces derniers auront atteint un niveau record de souscriptions (97 Mds €, principalement sur les actions). La part de marché de la gestion passive s'élèverait désormais à 24,9 % contre 22,1% un an auparavant.

Xavier Simler

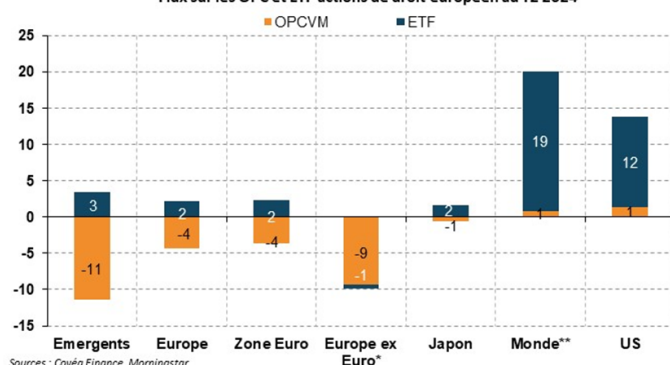
Responsable du pôle Multigestion



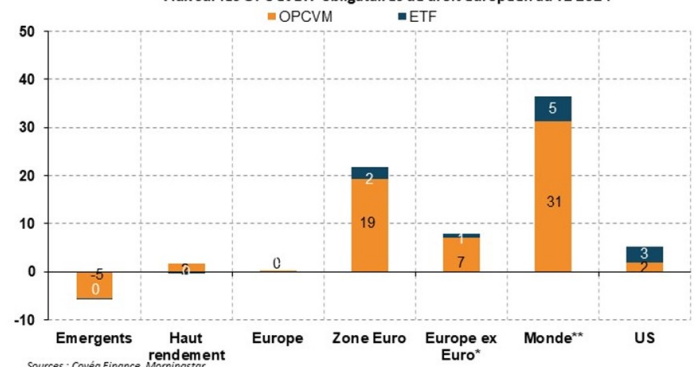
Focus de la semaine

« Une préférence pour les obligations et les actions internationales... »

Flux sur les OPC et ETF actions de droit européen au T2 2024



Flux sur les OPC et ETF obligataires de droit européen au T2 2024



Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Cette semaine, les marchés obligataires ont évolué au gré des interventions des banquiers centraux, de par et d'autre de l'Atlantique. Les marchés attendent maintenant des baisses de taux directeurs au mois de septembre aux Etats-Unis comme en Europe. Le taux américain à 10 ans perdait 4 points de base (bp) à 4,19%. En Zone Euro, le taux allemand à 10 ans perdait 6 pb à 2,41% et le taux français 2 pb à 3,12%, portant l'écart entre la France et l'Allemagne à 71 pb. Sur le crédit, les primes de risque sont stables pour la catégorie investissement et s'écartent de 13 pb sur la catégorie haut rendement à 377 pb. Le marché primaire, compte tenu de la période estivale, est en ralentissement sur la semaine avec moins d'1 Mds€ émis.

Le Focus de la semaine : Une refonte de la loi de New-York pour faciliter la restructuration des dettes souveraines

Les Etats, tout comme les entreprises, peuvent être incapables de rembourser leurs dettes. Ce type d'événement a été relativement courant dans l'histoire et concerne encore aujourd'hui plusieurs pays, comme le Venezuela. Un défaut souverain, caractérisé par une incapacité d'un Etat à honorer ses engagements auprès de ses créanciers, présente une situation particulièrement complexe sans procédure de résolution claire. Les intérêts contradictoires des parties prenantes et les différences entre les juridictions (droit de l'Etat en question, droit des créanciers, loi de la dette) fragilisent les négociations et ralentissent toutes tentatives de restructuration de la dette. Sans accord entre ces différents acteurs, les créanciers ne peuvent pas être remboursés et l'Etat en défaut ne peut emprunter de nouveau pour tenter d'assainir son économie.

Plusieurs cadres internationaux, comme le Cadre commun pour le traitement de la dette (déployé par le G20), proposent des procédures de résolution pour trouver une issue à ces défauts souverains. Ces multiples architectures restent cependant largement critiquées pour leur lenteur et leur relative inefficacité. Des solutions alternatives et locales tentent ainsi à leur échelle, d'améliorer les procédures de restructuration des dettes souveraines. La proposition de refonte de la loi de New-York, déposée cette année, en est un exemple.

La loi de New-York, loi de référence pour plus de la moitié des dettes souveraines en euro et en dollar, est actuellement avantageuse pour les créanciers en cas de défaut. Elle reste en effet suffisamment ambiguë, pour que les créanciers puissent espérer récupérer l'intégralité des montants prêtés. Une minorité de créanciers, prêts à engager des poursuites contre l'Etat en défaut, a donc la possibilité de faire trainer les procès pendant de nombreuses années, entravant toutes négociations.

Ce projet de refonte, actuellement à l'étude, porté par des sénateurs démocrates et qui devrait être statué d'ici la fin d'année, vise à accélérer la restructuration des dettes souveraines, en désincitant les créanciers les moins coopératifs à poursuivre les procès. Les détracteurs de la loi actuelle soulignent qu'une minorité de créanciers peut bloquer une majorité qui serait prête à faire des concessions pour trouver un accord. La refonte propose notamment deux points clefs :

- Rendre moins accessible la procédure de recours pour les acteurs non coopératifs qui n'œuvrent pas de bonne foi à trouver une solution d'entente. Ce premier point réduirait la possibilité qu'un petit groupe de créanciers bloque le processus de négociation.
- Changer le taux de marché appliqué par la loi aux montants de créances non remboursées. Ce taux actuellement fixé à 9% par an, serait abaissé au taux actuel de l'obligation américaine de référence 1 ans (aujourd'hui à 4,6%). Ce second point réduirait les incitations de certains acteurs à faire durer volontairement les procès sur plusieurs années.

Selon les critiques de l'opposition, la signature de cette refonte démotiverait les investisseurs à financer les dettes les plus risquées et entraînerait des coûts de financement additionnels pour les Etats émetteurs. Cette refonte, qui cherche à accélérer et simplifier les procédures pour aider les pays les plus vulnérables financièrement, pourrait alors au contraire leur porter préjudice en augmentant leurs coûts de financement.

Tanguy Jouanneau

Gestion OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	26/07/24	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	5,50	0,00	0,00	0,00	0,00		
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,25	4,50	4,25	0,00	0,00	-0,25	0,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	0,00	0,00	-0,25	0,00		
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	4,19	4,24	4,40	3,88	4,00	-4	-20	31	20	-19	26
Allemagne	2,41	2,47	2,50	2,02	2,47	-6	-9	38	-7	-21	22
France	3,12	3,14	3,30	2,56	3,00	-2	-18	56	12	29	52
Italie	3,76	3,78	4,07	3,70	4,07	-2	-31	6	-31	56	63
Royaume-Uni	4,10	4,12	4,17	3,54	4,28	-2	-7	56	-18	20	56
Japon	1,07	1,04	1,06	0,61	0,45	2	1	45	62	67	109
Crédit											
Indice Itraxx Main	54,2	54,4	60,9	58,1	69,6	-0,1	-6,7	-3,9	-15,3		
Indice Itraxx Crossover	295,1	296,9	319,2	309,9	391,6	-1,9	-24,1	-14,8	-96,5		

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

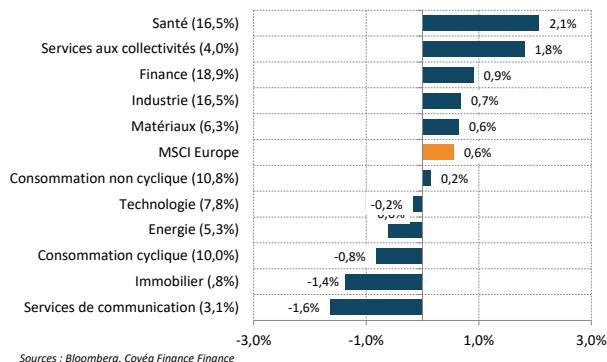
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions en Europe (MSCI Europe dividendes non réinvestis) affichent un rebond de +0,6% sur la semaine écoulée. En plein cœur de la saison de publications des résultats du deuxième trimestre, c'est le secteur de la santé (+2,1%) qui tire son épingle du jeu et occupe maintenant le haut de la hiérarchie depuis le début de l'année (+14,5%) devant le secteur de la technologie (+13,5%). Sanofi (+4,8%) a notamment revu à la hausse ses objectifs de bénéfices pour l'année grâce à la poursuite de la dynamique favorable sur les ventes de son médicament phare Dupixent mais aussi une bonne maîtrise de ses coûts. A l'inverse, les secteurs des services de communication (-1,6%) et de la consommation discrétionnaire (-0,8%) sont pénalisés par les publications respectives d'Universal Music Group (-24,1%) et de Stellantis (-13%). Pour le premier, le ralentissement de la croissance des abonnements interpelle tandis que pour le second, la faiblesse de la rentabilité et de la génération de trésorerie ont déçu. On notera enfin la poursuite de la sous-performance du compartiment des petites capitalisations (-0,4%) par rapport au MSCI Europe et au MSCI EMU (+0,3%, dividendes non réinvestis).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 19/07/2024 au 26/07/2024 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance Finance

Le Focus de la semaine :: Salon aéronautique de Farnborough et point sur la chaîne d'approvisionnement

Cette semaine a vu se dérouler le salon aéronautique de Farnborough au sud-ouest de Londres. L'occasion de faire le point sur les difficultés persistantes du secteur en termes de chaîne d'approvisionnement mais également sur les quelques annonces qui y ont eu lieu.

Moins médiatique que le salon du Bourget avec lequel il se partage le calendrier une année sur deux, Farnborough reste néanmoins une date importante pour tous acteurs du secteur. Le cru 2024 se termine avec un niveau de prises de commandes parmi les plus faibles des dernières années mais on notera tout de même la confirmation du retour du segment des longs courriers au centre des discussions. Près de la moitié des commandes enregistrées concernent ce type d'appareils chez Boeing (Korean Air ou Japan Airlines par exemple) et chez Airbus (Virgin Atlantic ou là aussi Japan Airlines). C'est le dernier pan de l'industrie qui continue de se redresser post pandémie après le trafic domestique et le moyen-courrier (intra zone). Les motoristes ne sont pas en reste. CFM International (coentreprise entre General Electric et Safran) a enregistré de nombreuses commandes, notamment en provenance de sociétés spécialisées dans la location d'avions comme Avolon (150 moteurs pour équiper 75 appareils).

Bien que la dynamique commerciale reste soutenue, l'exécution du carnet et leur capacité à livrer les appareils commandés demeurent les priorités actuelles des acteurs. Comme nous le décrivions dans nos Perspectives Economiques et Financières, la maîtrise de la chaîne de valeur du secteur est primordiale pour les donneurs d'ordres d'autant plus que les dernières communications sur le sujet n'ont pas permis de lever les doutes. Airbus a dû revoir à la baisse ses prévisions de livraisons pour cette année mais également décaler toute la trajectoire de montée en cadence de production pour atteindre son objectif avec un an de retard, en 2027, face à ces problèmes persistants.

L'entreprise européenne indique qu'en plus des problèmes connus liés aux aérostructures (illustrés par l'intervention de Boeing auprès de son fournisseur et ex-division Spirit Aerosystems notamment) et aux intérieurs de cabines (qui souffrent de la concurrence entre première et seconde monte), ce sont les motoristes qui ont à nouveau des problèmes à livrer dans les temps (Pratt & Whitney ou CFM International). Selon l'entreprise, face aux contraintes de production, les motoristes seraient dans l'obligation de réaliser des arbitrages entre les livraisons de moteurs de rechange et celles pour les nouveaux appareils. Ces problèmes semblent provenir des plus petits fournisseurs de rang 2 ou 3 qui ont des difficultés à livrer à temps ou avec le bon niveau de qualité. Rappelons que rien qu'en France plus de 400 petites et moyennes entreprises sont concernées par la production d'un avion, ce qui témoigne de la complexité et la particularité de cette chaîne. Pour ces entreprises, la reconstitution du savoir-faire en termes de ressources humaines prend plus de temps que chez les gros donneurs d'ordres de la chaîne comme Airbus, Safran ou Thales. Le recrutement est plus difficile et les besoins de formation importants alors que leur santé financière reste précaire.

La capacité d'adaptation des acteurs est mise à rude épreuve et Airbus a d'ailleurs profité du salon de Farnborough pour préciser que Rolls Royce pourrait être candidat comme troisième motoriste sur la prochaine génération d'appareils. Une nouvelle manière de maîtriser davantage le risque d'approvisionnement.

Julien Chevalier

Responsable d'équipe Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	26/07/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	162	161	162	153	151	0,3	↑	-0,1	↓	6,9	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 024	1 029	1 012	966	978	-0,5	↓	1,2	↑	4,7	↑
MSCI EMU Small Cap	423	425	410	426	418	-0,6	↓	3,0	↑	1,3	↑
MSCI Europe	172	171	172	161	158	0,6	↑	0,1	↑	8,5	↑
France CAC 40	7 518	7 535	7 479	7 543	7 465	-0,2	↓	0,5	↑	0,7	↑
Allemagne DAX 30	7 076	6 981	7 006	6 629	6 492	1,4	↑	1,0	↑	9,0	↑
Italie MIB	33 812	34 216	33 154	30 352	29 598	-1,2	↓	2,0	↑	14,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 286	8 156	8 164	7 733	7 693	1,6	↑	1,5	↑	7,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 820	9 679	9 636	8 920	8 967	1,5	↑	1,9	↑	9,5	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

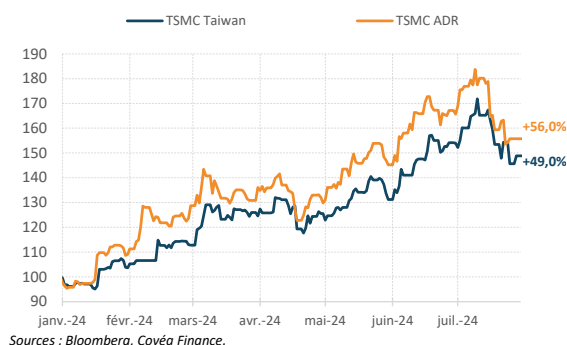
En Asie, la semaine a été baissière. Les pays d'Asie du Nord (Japon, Taiwan, Chine, Corée du Sud) affichent les moins bonnes performances sur la période. Ces pays ont été vendus notamment pour leur exposition au secteur technologie, et plus particulièrement aux semiconducteurs, dans un contexte de potentiel élargissement des sanctions américaines à l'égard de la Chine dans le secteur. Aussi, une certaine défiance des investisseurs a commencé à s'installer quant à la valorisation du marché potentiel de l'intelligence artificielle, pénalisant les titres qui en sont les principaux bénéficiaires. A l'inverse l'Inde, comme souvent dans cette configuration d'aversion au risque, affiche la meilleure performance, pour son caractère défensif, terminant la semaine en territoire positif. Parmi les éléments transverses, dans la thématique de la sécurisation des chaînes d'approvisionnement, notons que Honda Motor prévoit de réduire d'un tiers sa capacité de production de véhicules à essence en Chine, ce qui équivaut à environ 10 % de sa production.

Aux Etats-Unis, la semaine a été volatile entre rebondissement politique, avec le retrait de la course à la présidentielle de Joe Biden, et publications de résultats trimestriels. Finalement le marché américain finit la semaine en baisse, poursuivant sa rotation sectorielle des secteurs à forte valorisation vers les segments plus défensifs (services aux collectivités et santé). Au cours de la semaine, le géant Alphabet était pénalisé par le ralentissement de la dynamique des ventes publicitaires sur sa plateforme Youtube et l'accélération des dépenses d'investissement dans l'IA, laissant craindre un surinvestissement dans ces infrastructures. A l'inverse la société de logiciel ServiceNow affichait des résultats en forte hausse tirés par l'adoption par les entreprises de sa solution IA pro, démontrant sa capacité à générer des revenus grâce à l'intelligence artificielle. Le secteur des semis conducteurs, comme en Asie, continuait d'être impacté par les craintes d'élargissement des sanctions américaines à l'encontre de la Chine. Dans ce contexte, Nvidia prévoirait une nouvelle version de ses puces pour le marché chinois, compatibles avec les contrôles à l'exportation actuels des États-Unis.

Le Focus de la semaine : TSMC : Un même titre, deux performances très différentes !

Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), champion mondial de la fonderie semiconducteurs, attire l'intérêt des investisseurs depuis de nombreuses années, pour son caractère incontournable, la qualité de son exécution, et son avance technologique majeure (meilleurs rendements de la planète en matière de précision de gravure). La société est cotée à Taïwan, mais propose également un « Depositary Receipt » (DR) à New York. Rappelons que le DR est un titre financier, émis par une banque, qui matérialise la propriété d'un titre d'une société étrangère (en l'occurrence TSMC), négociable sur les marchés de capitaux. Du fait d'une parfaite fongibilité entre le DR (titre financier) et l'action (titre de capital), permettant ainsi des arbitrages, les performances sont normalement similaires entre le DR et l'action. Toutefois, il apparaît que dans le cas de TSMC, une divergence de performance est notable entre les deux, en faveur du titre coté à New York. Quoique surprenant, plusieurs éléments viennent expliquer ce constat. Parmi eux, l'incapacité de convertir l'action à Taïwan en DR à New York, appelée non-fongibilité, réduisant les opportunités d'arbitrage. Aussi, notons que de nombreux gérants spécialistes de l'Asie ont atteint leur limite de détention en TSMC à Taïwan dans leur portefeuille. Dans le même temps, TSMC à New York est plus facilement accessible pour les gérants globaux n'ayant pas la possibilité d'investir en direct sur Taïwan. Enfin, le dernier motif réside dans la présence du DR TSMC dans les indices tels que l'indice de Philadelphie des semiconducteurs (SOX), attirant les flux de la gestion passive sur le DR et non sur le titre coté à Taïwan. Tous ces éléments expliquent que le DR à New York affiche une meilleure performance que le titre à Taïwan. Ce constat met aussi en exergue une réalité : les effets d'emballement, auxquels nous pouvons parfois assister en bourse, amplifiés par une gestion passive de plus en plus puissante. Nous continuons de surveiller ces éléments, certes techniques, mais constituant un indicateur de potentiels excès, comme pourrait l'être, par exemple, la réalité de l'adoption rapide de l'intelligence artificielle dans nos quotidiens.

Évolution de la performance de TSMC Taiwan et TSMC ADR depuis le début de l'année (en dollars américains, base 100)



Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	26/07/24	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	5 459	5 505	5 460	4 770	4 537	-0,8 ↓	0,0 ↓	14,5 ↑	20,3 ↑	-0,6 ↓	-1,3 ↓	16,4 ↑	21,7 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	40 589	40 288	39 119	37 690	35 283	0,7 ↑	3,8 ↑	7,7 ↑	15,0 ↑	1,0 ↑	2,4 ↑	9,5 ↑	16,3 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	17 358	17 727	17 733	15 011	14 050	-2,1 ↓	-2,1 ↓	15,6 ↑	23,5 ↑	-1,8 ↓	-3,4 ↓	17,6 ↑	24,9 ↑
Japon Nikkei 300	579	613	600	500	485	-5,5 ↓	-3,6 ↓	15,7 ↑	19,3 ↑	-3,0 ↓	-0,5 ↓	7,9 ↑	9,4 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 732	2 795	2 798	2 614	2 604	-2,3 ↓	-2,4 ↓	4,5 ↑	4,9 ↑	-1,6 ↓	-4,2 ↓	-0,6 ↓	-1,2 ↓
Chine - Shanghai	2 891	2 982	2 967	2 975	3 217	-3,1 ↓	-2,6 ↓	-2,8 ↓	-10,1 ↓	-2,6 ↓	-3,7 ↓	-3,1 ↓	-10,2 ↓
Hong Kong Hang Seng	17 021	17 418	17 719	17 047	19 639	-2,3 ↓	-3,9 ↓	-0,2 ↓	-13,3 ↓	-2,0 ↓	-5,2 ↓	1,6 ↑	-12,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 072	1 090	1 086	1 024	1 035	-1,6 ↓	-1,3 ↓	4,7 ↑	3,6 ↑	-1,4 ↓	-2,6 ↓	6,5 ↑	4,8 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le mouvement « FIRE » sera-t-il la cause de pénuries d'emplois dans la Silicon Valley ?

Signe de la curiosité croissante pour ce phénomène qui est en train de naître en Amérique du Nord, le célèbre magazine américain Time publiait fin juin « Qu'est-ce que le Fat FIRE¹ ? », renseignant sur cette tendance visant à obtenir une retraite anticipée grâce à une indépendance financière préalablement constituée (*Financial Independent, Retire Early*). Déjà en 2018, le New York Times décrivait le principe du « FIRE », touchant le plus souvent des jeunes professionnels américains de la tech : disposer d'un salaire à six chiffres, vivre de manière « frugale », ce qui permet d'épargner massivement (le taux d'épargne pouvant atteindre 70%), investir en bourse et, au bout de quelques années, quitter le monde du travail en ne vivant que du rendement de son patrimoine financier ainsi accumulé, celui-ci dépassant le plus souvent 7 chiffres. La notion de « FIRE » a ensuite été déclinée selon la taille du portefeuille constitué : « lean FIRE » pour un mode de vie d'extrême frugalité une fois la retraite atteinte, « Fat FIRE » lorsque des revenus récurrents généreux permettent de vivre confortablement, « barista FIRE » lorsqu'un emploi alimentaire est exercé, le plus souvent à mi-temps, afin de continuer à bénéficier d'une couverture santé.

Depuis maintenant une décennie, la hausse continue du marché boursier américain, l'absence de krach sur l'immobilier résidentiel, l'envolée des hauts salaires et, peut-être, un rapport au travail différent depuis la crise pandémique, ont poussé certains quarantennaires, voire trentennaires, à envisager une retraite prématurée, acquise grâce à une carrière fulgurante et une épargne patiente. Cette tendance émergente du « FIRE » semble avant tout concerner les salariés de la tech dans la Silicon Valley qui bénéficient souvent de rémunérations très élevées facilitant cette démarche. Les adeptes du mouvement « FIRE » seraient-ils les dignes descendants des hippies, eux aussi issus de la région de San Francisco ? Certains évoquent l'envie de ces jeunes professionnels de la Côte Ouest de préserver la planète et d'adopter un mode de vie fondé sur une consommation minimale des ressources. D'autres évoquent le coût élevé de la vie en Californie et son immobilier inaccessible qui fait relativiser les hauts salaires qui y sont offerts (le « FIRE » passant souvent par un déménagement dans des territoires plus ruraux, afin d'optimiser les dépenses une fois la retraite atteinte et les revenus diminuant).

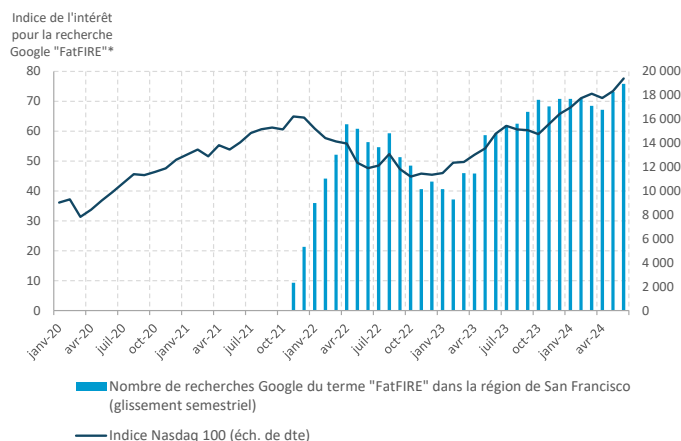
D'après l'outil Google Trends, qui permet de dénombrer le nombre de requêtes entrées sur le moteur de recherche éponyme, les recherches du terme « FatFIRE » auraient explosé depuis 2021, et concerneraient principalement la Californie (plus précisément, la région de San Francisco), ainsi que les Etats de New-York et de Washington (où est notamment implanté le siège de Microsoft). L'explosion des valorisations des plans d'actions attribués aux employés de certaines sociétés technologiques (Nvidia par exemple, dont la capitalisation boursière a été multipliée par 7 en deux ans), ont en effet rendu certains salariés millionnaires (surtout les plus anciens, les plus expérimentés, et ceux dont les compétences sont suffisamment rares pour que leur employeur leur accorde les plans d'actions les plus généreux). Une apparente corrélation entre le Nasdaq 100, indice action à forte coloration technologique, et le nombre de recherches Google du terme « FatFIRE », témoin des tentations de retraite prématurée, est ainsi visible depuis plusieurs mois.

Fin décembre, Jensen Huang, le CEO de Nvidia, avait évoqué le cas d'employés moins productifs, plus enrichis par leur ancienneté dans l'entreprise et leurs actions accumulées que par leur salaire. L'expression « *rest and vest* » était alors consacrée pour désigner le fait, pour ces employés, de ne fournir qu'un travail minime et d'attendre que les attributions d'actions leurs soient acquises.

Au-delà d'un phénomène qui pourrait relever de la sociologie ou de l'ethnographie, la retraite prématurée de ces ingénieurs aux compétences rares ne constitue-t-elle pas un risque de remise en cause du développement des sociétés technologiques ? Les contraintes de ressources, y compris humaines, sont un des points d'attention suivis dans le cadre de nos perspectives économiques et financières.

¹ <https://time.com/personal-finance/article/what-is-fat-fire/>

Evolution de l'intérêt pour la recherche Google "FatFIRE" dans la région de San Francisco et indice Nasdaq 100



"FatFIRE" (FIRE pour "Financial Independent, Retire Early") désigne le fait de prendre sa retraite prématurément grâce à une rente issue d'un patrimoine accumulé professionnellement, le plus souvent grâce à un plan d'achat d'actions pour les salariés. * Calculé par Google.

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier

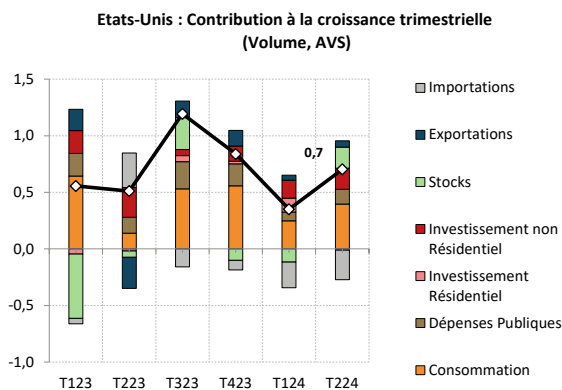


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La croissance américaine reste solide, en dépit des signaux de ralentissement »

Le Produit Intérieur Brut (PIB) américain a progressé de 0,7% en glissement trimestriel au deuxième trimestre (T2). Cette accélération (+0,4% au premier trimestre) repose une nouvelle fois sur la vigueur de la consommation (+0,6%). Les dépenses en biens durables et non durables ont rebondi (+1,2% et +0,3% respectivement) et la dynamique dans les services est restée favorable (+0,6%). Si l'investissement dans le secteur résidentiel (-0,3% en glissement trimestriel) a pâti de la remontée des taux d'intérêt, ce n'est pas le cas de l'investissement productif qui reste solidement ancré (+1,3%). Les entreprises ont accéléré leurs dépenses en biens d'équipements (+2,8%, plus forte progression depuis début 2022), en particulier dans le matériel informatique et de transport, tandis que les dépenses en infrastructures marquent le pas (-0,8%) en raison d'une faiblesse dans l'immobilier de commerce et de santé. En revanche les dépenses d'infrastructures dans le secteur manufacturier poursuivent leur croissance (+4%). Enfin les investissements liés à la propriété intellectuelle (logiciels, recherche et développement, divertissement...) sont restés bien orientés (+1,1%). Concernant les comptes extérieurs, le déficit commercial s'est creusé, sous l'effet d'une croissance plus forte des importations que des exportations (+1,7% contre +0,5%). Le niveau des stocks des entreprises a augmenté de 71 Mds\$ sur le trimestre (28 Mds\$ au T1), contribuant ainsi à la croissance du PIB sur le trimestre. La demande finale (PIB hors variation des stocks) progresse au même rythme qu'au premier trimestre (+0,5%), confirmant la résistance de l'économie américaine, malgré un ralentissement graduel par rapport à la vigueur de 2023. Dans ces conditions, la Réserve fédérale devrait considérer qu'elle n'a pas à se précipiter pour assouplir sa politique monétaire et laisser inchangé son taux directeur lors de la réunion de politique monétaire des 30 et 31 juillet.



Sources : BEA, Covéa Finance

Dernier point : T2 24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	jui n-24	617	621	637	666
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	jui n-24	3890	4110	5087	4101
Revenu disponible	Vol. CVS, GA%	jui n-24	1,0	0,9	-6,0	4,1
Dépenses de consommation	Vol. CVS, GA%	jui n-24	2,6	2,6	2,5	2,2
PIB	Vol. CVS, GA%	T2 24	3,1	2,9	1,9	2,5

*Du 22/07/2024 au 28/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La croissance des dépenses personnelles de consommation reste stable en juin à 2,6% en glissement annuel. Sur le mois, la croissance des dépenses ralentit à 0,2%, après 0,4% le mois précédent et demeure tirée par les dépenses de biens non durables (0,2% en glissement mensuel) et les dépenses dans les services (+0,4%), tandis que les dépenses de biens durables sont en baisse (-0,2%). Par ailleurs, le revenu disponible décélère (+0,2% en glissement mensuel contre +0,4% en mai), dans un contexte de ralentissement de la croissance des salaires (0,3% en juin en glissement mensuel contre 0,6% en mai).

Du côté des prix, **l'inflation mesurée par les prix des dépenses personnelles de consommation (PCE), s'est modérée à 2,5% en juin**, tandis que l'indice est en légère hausse sur le mois (+0,1%). L'inflation sous-jacente reste stable à 2,6%, une nouvelle fois tirée par le dynamisme des prix des services (+3,9%).

L'indicateur d'enquête PMI manufacturier se dégrade en juillet, confirmant la tendance des indicateurs régionaux. L'indice passe de 51,6 à 49,5, sous le seuil de 50 qui sépare croissance et contraction de l'activité pour la première fois depuis décembre dernier. Les nouvelles commandes fléchissent à 47,4.

Dans les services, à l'opposé, l'indice PMI progresse à 56 points, décrivant une croissance solide de l'activité. Cette publication renforce le sentiment de divergence entre une industrie à la peine et des services encore robustes, qui continuent de tirer la croissance à l'entrée du 3^{ème} trimestre.

Les ventes de logements dans l'ancien ont reculé de 5,4% en glissement mensuel en juin, le quatrième mois consécutif de baisse. La dégradation touche à la fois les maisons individuelles (-5,1%) et les appartements (-7,5%). A noter également une remontée de stocks à vendre. La croissance annuelle du prix médian marque une inflexion à 4,1%, après 5,2% en mai, ce qui pourrait augurer d'un début d'ajustement des prix à la dégradation du marché. Dans le neuf, les ventes de logements ont reculé de 0,6% sur le mois de juin et s'établissent à 617 000 unités en données annualisées, au plus bas depuis novembre dernier. Ces publications, dans l'ancien et le neuf, confirment la faiblesse de l'activité du secteur résidentiel au deuxième trimestre et suggèrent une poursuite des difficultés au troisième trimestre.

Sur le plan politique, dans la foulée du retrait du Président Biden, la Vice-Présidente Kamala Harris aurait reçu le soutien de plus de 2500 délégués démocrates soit bien plus que les 1976 nécessaires pour obtenir l'investiture du Parti démocrate pour l'élection présidentielle de novembre. Le vote électronique devrait débuter dès le 1^{er} août, avec une confirmation de la nomination qui pourrait intervenir le 7 août, en amont de la convention qui débute le 19 août. Mme Harris a par ailleurs reçu le soutien de l'ancienne Speaker à la Chambre Nancy Pelosi, et collecté plus de 80 Millions\$ pour sa campagne en une journée. Dans les sondages, Kamala Harris accuse un retard de deux points sur Donald Trump à l'échelle nationale.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

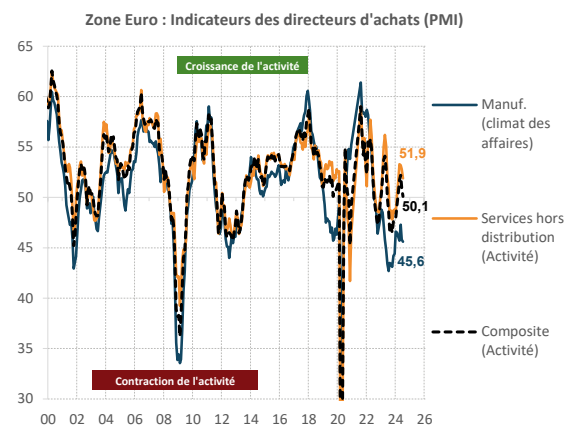


Suivi Macroéconomique

Europe

« La conjoncture économique reste morose en zone euro »

En zone euro, l'enquête PMI du mois de juillet signale une quasi-stagnation de l'activité, le PMI composite s'étant replié à 50,1. Ce ralentissement s'explique principalement par la faiblesse du secteur manufacturier, puisque le PMI manufacturier signale la plus forte contraction du secteur depuis le mois de décembre 2023 à 45,6. Dans les services, l'activité continue de croître, mais à un rythme plus modéré. On note, selon les résultats de l'enquête, que le volume des nouvelles commandes s'est contracté pour un deuxième mois consécutif tandis que la confiance des entreprises s'est repliée au plus faible niveau



depuis six mois. Cette dégradation des perspectives s'est traduite par un arrêt des embauches et donc une stagnation de l'emploi en juillet. Du côté des prix, malgré l'accélération de l'inflation des prix payés en juillet, les entreprises signalent un ralentissement de l'inflation des prix facturés.

Par pays, l'Allemagne et la France enregistrent de nouveau les plus faibles performances de la zone euro en juillet, le PMI composite étant sous le seuil des 50 pour les deux pays. On note une dégradation assez marquée du PMI manufacturier des deux côtés du Rhin, et en particulier de la composante production. Les enquêtes nationales (Ifo pour l'Allemagne et enquête de l'INSEE pour la France), signalent également une dégradation de la conjoncture en juillet.

La masse monétaire M3 de la zone euro continue à augmenter progressivement, à 2,2% en glissement annuel en juin. Ce mouvement reflète la poursuite du redressement de l'agrégat M1, sous l'effet de l'arrêt de la baisse des dépôts à vue tandis que la dynamique des dépôts à terme reste soutenue. En parallèle, la croissance des prêts aux entreprises et aux ménages se redresse très légèrement. Les prêts aux entreprises sont en effet en hausse de 0,7% sur un an en juin (après 0,3% le mois précédent) tandis que la croissance des prêts aux ménages est restée stable à 0,3% en glissement annuel.

Sur le plan politique, Emmanuel Macron, a annoncé que le gouvernement démissionnaire resterait en place jusqu'à la mi-août au moins. Il a par ailleurs écarté l'hypothèse d'une démission de sa part, même en cas de blocage de l'Assemblée Nationale.

Au Royaume-Uni, la conjoncture reste bien orientée en juillet. Le PMI composite se redresse à 52,7, porté à la fois par la hausse de l'activité dans les services mais également par l'amélioration de la conjoncture dans le secteur manufacturier. La sous-composante production du PMI manufacturier renoue par ailleurs avec les niveaux observés début 2021. Les perspectives sont bien orientées, puisqu'on note une hausse des carnets de commandes et de l'emploi, dans un contexte de regain de la confiance des entreprises britanniques.

Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : juil 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE	PMI Services	Indice	juil.-24	51,9	52,8	52,1	51,2
	PMI Manuf.	Indice	juil.-24	45,6	45,8	52,1	45,0
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA%	juin-24	0,7	0,3	6,4	0,5
AL	PMI Services	Indice	juil.-24	52,0	53,1	51,1	51,6
	PMI Manuf.	Indice	juil.-24	42,6	43,5	51,8	42,6
	Ifo - Climat des affaires	Indice	juil.-24	87,0	88,6	90,4	88,9
FR	PMI Services	Indice	juil.-24	50,7	49,6	53,7	48,8
	PMI Manuf.	Indice	juil.-24	44,1	45,4	51,8	45,5
ES	Ventes au détail	Val, CVS, GA%	juin-24	0,6	0,3	0,9	3,0
RU	PMI Services	Indice	juil.-24	52,4	52,1	53,7	52,0
	PMI Manuf.	Indice	juil.-24	51,8	50,9	51,6	46,4

*Du 22/07/2024 au 28/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

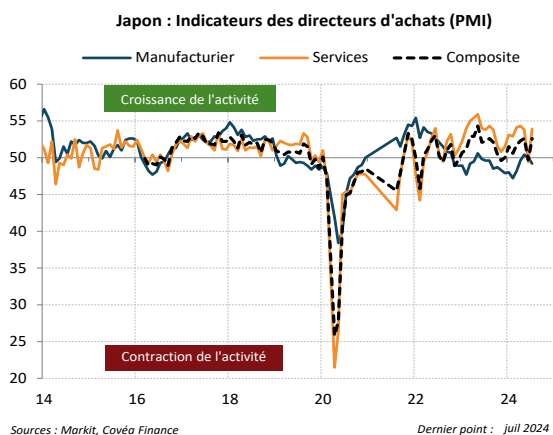


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les enquêtes PMI décrivent une économie japonaise à deux vitesses »

Au Japon, les indices PMI évoluent en ordre dispersé en juillet, entre vigueur des services et faiblesse de l'industrie. Côté manufacturier, l'indice recule de 0,8 point et retourne ainsi en zone de contraction de l'activité, à 49,2, alors que d'autres enquêtes de climat des affaires (Reuters Tankan et Economy Watchers) étaient mieux orientées. Cette dégradation se généralise à la plupart des sous-composantes de l'indice, à l'exception notable des nouvelles commandes à l'exportation. Ces dernières bénéficient probablement de la faiblesse du Yen qui semble toutefois également affecter les entreprises japonaises via la hausse sur le prix des intrants que souligne l'enquête PMI. Ces évolutions pourraient toutefois être inversées si la reprise vigoureuse du Yen observée depuis plusieurs semaines est entretenue – ce qui dépendra notamment des annonces de la Banque du Japon à l'occasion de sa réunion du 31 juillet. La faiblesse du secteur manufacturier contraste avec le redressement solide des services. L'indice PMI services a rebondi de 4,5 points à 53,9, affichant donc une progression vigoureuse de l'activité après le fort ralentissement du mois de juin.



En Chine, la banque centrale poursuit ses baisses de taux. Après avoir annoncé le 22 juillet des baisses de 10 points de base (pb) du taux reverse repo à 7 jours et des Loan prime rate (LPR, taux les plus avantageux que les banques commerciales peuvent proposer à leurs clients) à 1 an et 5 ans, la Banque populaire de Chine (PBoC) a annoncé le 25 juillet une baisse de 20 pb, à 2,3%, de son taux MLF (*Medium term lending facility*) qui fournit des liquidités à 1 an aux institutions financières. Cette baisse du taux MLF n'était pas attendue dans la mesure où la PBoC annonçait habituellement les mouvements sur ce taux en milieu de mois, avant les autres taux directeurs. Le taux MLF avait, en effet, initialement été désigné par la PBoC comme taux de référence pour guider le LPR, qui est en théorie établi par une association d'une vingtaine de grandes banques – mais en pratique est entièrement contrôlé par la PBoC. En réduisant le taux LPR avant le taux MLF, la PBoC a acté une évolution du cadre de sa politique monétaire dont les grandes lignes avaient été indiquées par le gouverneur Pan Gongsheng le mois dernier. Cette évolution implique de définir le taux reverse repo à 7 jours comme le principal taux directeur et de réduire le poids politique d'autres taux comme le MLF. En outre, les principales banques chinoises ont annoncé une réduction de leur taux de rémunération des dépôts. Les taux d'intérêt pour les dépôts à terme de 1 an (ou moins) seront abaissés de 10 pb, tandis que ceux des dépôts à terme de 2 ans, 3 ans et 5 ans seront réduits de 20 pb, avec une réduction de 10 pb également pour les certificats de dépôt. Les baisses des taux directeurs de la PBoC illustrent la volonté de soutenir la demande dans un contexte de ralentissement de l'activité. Une baisse parallèle des taux de dépôt a probablement pour objectif d'encourager les ménages à réduire leur taux d'épargne tout en soutenant la rentabilité des banques. L'assouplissement monétaire chinois demeure probablement limité par la faiblesse du Renminbi qui s'est continuellement déprécié depuis le début de l'année.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
JP	PMI Services	Indice	juil.-24	53,9	49,4	50,4	53,5
	PMI Manuf.	Indice	juil.-24	49,2	50,0	52,1	49,0

*Du 22/07/2024 au 28/07/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En Corée du Sud, l'activité économique se contracte au deuxième trimestre. Le PIB a reculé de 0,2% en glissement trimestriel, en lien avec la faiblesse de la demande domestique. La consommation des ménages et les investissements affichent en effet des contributions négatives à la croissance trimestrielle, à -0,1 point de pourcentage (pp) et -0,4 pp respectivement. Face au redressement des importations et au ralentissement des exportations, la balance commerciale affiche également une contribution négative (-0,1pp). Toutefois, les stocks ont augmenté pour la première fois depuis le T1 2023, soutenant ainsi à nouveau la croissance après une longue période de déstockage. Malgré ce déclin séquentiel du PIB, le taux de croissance reste largement favorable en glissement annuel, à 2,3%.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : le gouvernement indien renforce sa consolidation budgétaire

En juin, les résultats de l'élection générale indienne ont été de mauvaise facture pour le Premier ministre N. Modi. Son parti, le Bharatiya Janata Party (BJP), a perdu 63 sièges par rapport aux élections de 2019 et ne dispose donc plus de majorité absolue au parlement. L'alliance des droites nationalistes (NDA) conserve la majorité mais le BJP est désormais dépendant des partenaires mineurs de sa coalition – 29 partis régionaux – dans sa pratique du pouvoir. Ces résultats n'ont pas empêché N. Modi et ses principaux ministres (Intérieur, Affaires étrangères, Défense, Finances) de se maintenir en poste et au nouveau gouvernement d'afficher un message de continuité dans la pratique du pouvoir. La semaine dernière, la première présentation du budget depuis l'élection était un évènement attendu pour comprendre ses implications sur la politique économique.

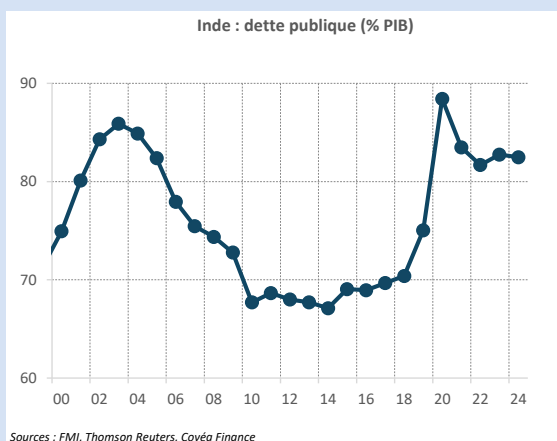
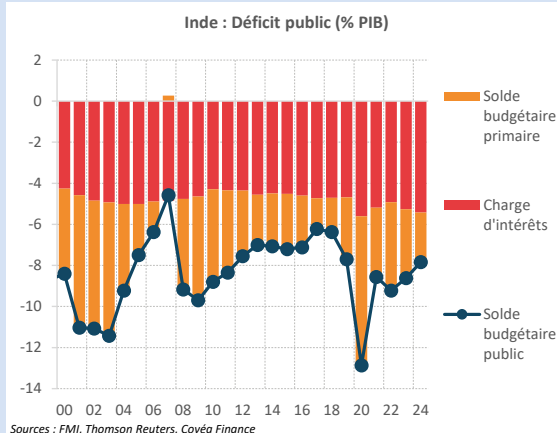
Malgré ce revers électoral, le gouvernement renforce sa trajectoire de consolidation budgétaire. Les dirigeants ont annoncé une réduction de la cible de déficit du gouvernement central pour l'année fiscale (AF) 2024-25 (1er avril 2024 au 31 mars 2025) à 4,9% du PIB contre 5,1% initialement. La cible de déficit pour l'AF 2025-26 a été maintenue à 4,5% du PIB. Cette évolution a rassuré sur le sérieux budgétaire du gouvernement, qui aurait pu répondre au mauvais résultat électoral par un assouplissement, plus populaire, de sa politique.

Le gouvernement a bénéficié de marges de manœuvre budgétaires supplémentaires lui permettant de réduire son déficit tout en augmentant les dépenses. En particulier, les dividendes versés par la Banque centrale (RBI) ont fortement progressé, au-delà des attentes du gouvernement, conférant une manne d'environ 0,4% du PIB supplémentaire aux finances publiques. De plus, les rentrées fiscales ont également dépassé les attentes des autorités d'environ 0,1% du PIB. Ainsi, il s'agit d'une consolidation budgétaire « passive » dans la mesure où elle n'est pas le reflet des politiques plus restrictives des autorités.

Le gouvernement a renforcé le soutien à l'économie et aux ménages. Les autorités ont annoncé une réduction de l'impôt sur le revenu mais une hausse de l'impôt sur les plus-values. Des mesures visant à freiner la spéculation sur les marchés financiers ont également été annoncées. En outre, l'impôt sur les sociétés pour les entreprises étrangères sera baissé de 40% à 35% et l'impôt sur les investisseurs étrangers souhaitant investir dans les start-ups indiennes (« *Angel tax* ») a été supprimé. Le gouvernement a également annoncé des réductions de droits de douane dans plusieurs secteurs, dont les minéraux « critiques », l'énergie solaire, le cuir et les textiles, les produits marins, l'or, l'électronique, les équipements de télécommunications, les produits chimiques et les plastiques, dans le but de favoriser l'intégration du pays dans les chaînes de valeur.

Le gouvernement a annoncé un plan de soutien à l'emploi, visant notamment à encourager les jeunes à rejoindre l'économie formelle. Premièrement, les jeunes employés pour la première fois dans le secteur formel (environ 21 millions d'individus actuellement) pourront bénéficier d'un transfert direct d'un mois de salaire jusqu'à 15 000 INR (179 \$). Deuxièmement, les individus employés pour la première fois dans le secteur manufacturier (dans l'économie formelle) et leurs employeurs bénéficieront d'avantages financiers sur les quatre premières années de contribution des travailleurs concernés au fonds de retraite (Employees Provident Fund). Troisièmement, le gouvernement a annoncé que 10 millions de jeunes se verront offrir, sur une période de cinq ans, l'opportunité de réaliser un apprentissage d'un an au sein des 500 plus grandes entreprises du pays. D'autres mesures concernent le renforcement de l'accès aux formations pour les jeunes, avec notamment des crédits étudiants à des taux avantageux.

Sur le plan politique, les principaux partenaires politiques du BJP ont bénéficié de soutiens supplémentaires pour leurs Etats. L'Andhra Pradesh et le Bihar, les deux Etats dont sont originaires les principaux alliés du BJP dans sa coalition gouvernementale, respectivement le Telugu Desam Party (16 sièges) et le Janata Dal (12 sièges), ont bénéficié de fonds supplémentaires, en particulier dans le cadre du financement de grands projets d'infrastructures. Ces évolutions semblent refléter le renforcement du pouvoir de négociation de ces partis à la suite de la perte de la majorité absolue du BJP au parlement.



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.