

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

26 Août 2024

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Les orientaux attirés par les savoir-faire occidentaux

Notre pays occupe régulièrement les premières marches du podium, des savoir-faire et de la maîtrise des hautes technologies. Malheureusement, les retombées de ces derniers bénéficient de moins en moins à notre économie, car elles sont captées régulièrement par les stratégies long terme mises en place par des acteurs très discrets, souvent publics ou sous influences étatiques, majoritairement des pays émergents orientaux (Chine, Corée du Sud, Singapour, Malaisie, Arabie Saoudite, Qatar, Koweït, EAU, Dubaï, Abu Dhabi, Turquie...).

De fait, l'accumulation de nos déséquilibres financiers et commerciaux depuis des décennies avec ces pays, comme dans le reste de l'occident, n'aura cessé de renforcer in fine, les avoirs gérés par leurs fonds souverains : 9 200 Mds \$ cumulés à fin 2023, soit plus que le total des encours mondiaux des fonds spéculatifs (4 150 Mds \$) et des fonds de non coté réunis (4 700 Mds \$), dont ils sont partiellement détenteurs. Viennent aussi en renfort, les disponibilités de leurs puissantes entreprises publiques (300 multinationales publiques rien qu'en Chine). Parallèlement, au passage du millénaire, la politique de gestion des fonds souverains et entreprises publiques orientaux a glissé vers une pleine et entière intégration aux marchés financiers globalisés, tout en maintenant un soutien aux politiques de leurs Etats plus ou moins apparent. Il est en effet aisé de mettre en évidence la relative coïncidence des priorités étatiques de leurs pays avec la concentration de leurs investissements sectoriels. Leurs investissements apparaissent offensifs car ils se concentrent sur un nombre réduit de nations (la France, comme l'Allemagne et le Royaume Uni en Europe), sur des maillons des chaînes de valeurs jugés les plus stratégiques au plan technologique, tout en ciblant le secteur financier (l'Arabie Saoudite est un contributeur majeur des fonds de capital-risque californiens), et les infrastructures critiques (acquisitions de ports, terminaux de conteneurs, aéroports, réseaux électriques, électriciens par les EAU, Abu Dhabi, Dubaï, la Chine...). Via leurs prises d'intérêts et l'accès aux informations confidentielles opérés en occident et, en particulier en France, ils renforcent leurs filières technologiques internes à caractère prioritaire. Ainsi s'explique régulièrement l'émergence soudaine de nouveaux concurrents d'émergents orientaux très compétitifs. Les opérations financières, qui sous-tendent ces acquisitions technologiques, s'effectuent généralement au travers de montages très opaques (par exemple, officiellement les territoires où la Chine investit le plus sont Hong Kong, les îles Caïmans et les îles vierges britanniques), sans réciprocité aucune, à taux préférentiels pour les acquéreurs et avec le soutien d'appareils d'Etats qui déséquilibre le rapport de force avec les cibles. En contrepartie, les dispositifs de protection en vigueur en France ne sont pas encore alignés sur ceux des Etats-Unis (CEFIUS), du Canada (calcul du « bénéfice net économique et social pour la prospérité nationale » d'un investissement étranger) ou encore de la Grande-Bretagne, pays recueillant pourtant une part significative des IDE mondiaux. A travers nos Perspectives Economiques et Financières, nous continuerons à suivre attentivement les dispositifs de protection des IDE des pays occidentaux, et de la France en particulier, dans un monde de moins en moins coopératif.

### Sommaire

**Analyse de l'évolution des marchés** p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

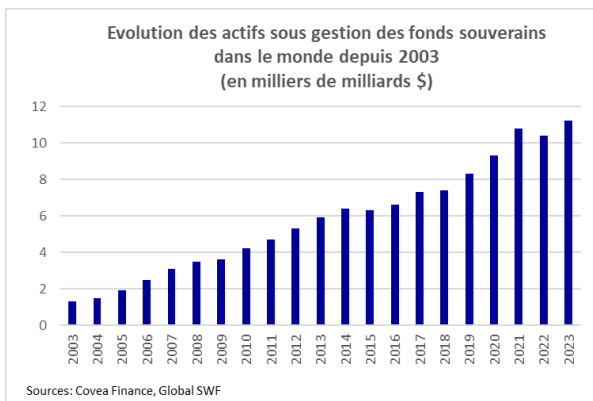
Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



### Focus de la semaine

« Les fonds souverains toujours plus prépondérants... »



| Nos clés de lecture                                    | Niveaux  |          |           | Variations (en %) |             |
|--|----------|----------|-----------|-------------------|-------------|
|  | 23/08/24 | 28/06/24 | T-12 mois | 28/06/24          | sur 12 mois |
| <b>Marché des changes</b>                              |          |          |           |                   |             |
| € / \$   | 1,119    | 1,071    | 1,081     | 4,5               | 3,5         |
| € / £  | 0,847    | 0,847    | 0,858     | -0,1              | -1,3        |
| € / Yen  | 161,58   | 172,39   | 157,66    | -6,3              | 2,5         |
| <b>Matières premières et Transport et marchandises</b> |          |          |           |                   |             |
| Pétrole (Brent, \$ par baril)                          | 79       | 86       | 83        | -8,6              | -5,2        |
| Indice CRB*  | 537      | 539      | 552       | -0,5              | -2,7        |
| Prix de l'once d'Or                                    | 2 508    | 2 340    | 1 918     | 7,2               | 30,8        |
| Prix de la tonne de cuivre                             | 9 289    | 9 599    | 8 360     | -3,2              | 11,1        |
| Indice Baltic Dry**                                    | 1 762    | 2 050    | 1 110     | -14,0             | 58,7        |
| Indice Coût Fret Conteneur SCFI***                     | 3098     | 3714     | 1014      | -16,6             | 205,6       |

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 :

À la suite de la publication des indices des directeurs d'achat meilleurs qu'attendus en zone Euro, les rendements obligataires ont réagi à la hausse avant de s'orienter fortement à la baisse après le discours de Jérôme Powell à Jackson Hole, qui s'est prononcé en faveur d'une politique monétaire plus accommodante pour soutenir le marché de l'emploi. Ainsi, les taux clôturent en baisse de 8 points de base (pbs) sur le 10 ans américain à 3,80% et de 5pbs sur le 10 ans français à 2,93%. Ce mouvement de baisse s'est accompagné d'un mouvement de pentification entre le 2 et le 10 ans, en hausse de 5pbs aux Etats-Unis à -12pbs, et de 4 pbs à -15pbs en Allemagne. Les primes de risque sur les souverains de la zone Euro se sont resserrées, les 10 ans français et italien terminent respectivement à 71pbs et 134pbs au dessus de l'Allemagne.

### Le Focus de la semaine : Pas de vacances pour le marché du crédit aux Etats-Unis

Après un écartement début août face aux craintes de récession américaine, les primes de risque du crédit américain se sont resserrées. Ce resserrement, combiné à des taux souverains inférieurs, a entraîné les taux moyens sur le crédit au niveau le plus bas depuis un an, à 5,12% pour la catégorie investissement et 7,39% pour le haut rendement.

Les émetteurs ont réagi rapidement face à cette opportunité et le marché primaire est à nouveau très actif depuis le 7 août, qui a d'ailleurs été la journée la plus chargée en termes de volume depuis le début de l'année avec 31,8Mds\$ d'émission sur la catégorie investissement. Coca-Cola, par exemple, a émis 3Mds\$ de dette dont la moitié à 30 ans au taux de 5,2%. Depuis le début du mois, plus de 105Mds\$ ont été émis sur la catégorie investissement et plus de 18Mds\$ sur le haut rendement. Ces chiffres sont très supérieurs à ceux des mois d'août des dernières années, qui étaient de respectivement 85Mds\$ et 16Mds\$ en moyenne depuis 2021. Le constat est similaire depuis le début de l'année où plus de 1100Mds\$ ont déjà été émis sur la catégorie investissement et près de 200Mds\$ sur le haut rendement en comparaison des 880Mds\$ et 180Mds\$ en moyenne sur la même période de 2021.

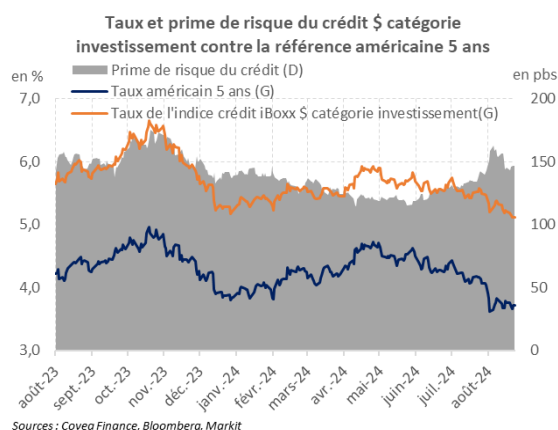
Pour les entreprises, les coûts de financement sont bien sûr en hausse. En moyenne, les coupons des nouvelles émissions se sont fixés à 5,42%, 209 points de base (pbs) au-dessus de ceux des émissions échues. Cependant, pour le moment, cela ne se traduit pas par une activité primaire moins importante. Depuis le début de l'année, 32% des émissions de la catégorie investissement et 75% des haut rendement ont été effectuées à des fins de refinancement. Cette proportion est en hausse pour les deux catégories par rapport à 2023 où elle était respectivement à 28% et 60%, mais elle est encore loin d'être prépondérante pour la catégorie investissement. Les besoins pour les fusions et acquisitions représentent entre 13% et 14% des émissions. Enfin, 53% des émissions de la catégorie investissement servent à financer les besoins généraux des entreprises. Ce poste est pratiquement inexistant pour la catégorie haut rendement. Les émetteurs de la catégorie haut rendement se concentrent sur les refinancements et quelques opérations de fusion et acquisition, alors que celles de la catégorie investissement semblent encore pouvoir se permettre, malgré la hausse des coûts, de nouveaux investissements et des dépenses courantes supplémentaires. Même si les flux pourraient s'amincir à l'approche des élections américaines, le volume des émissions sur l'année devrait être supérieur à ceux connus depuis 2021.

Pour les investisseurs, les taux de rendement restent attractifs et la collecte est importante depuis le début de l'année. D'après les chiffres fournis par Morningstar, les fonds de droit américain auraient collecté 15,6Mds\$ sur la catégorie investissement depuis le début de l'année et 20,3Mds\$ sur la catégorie haut rendement, avec un mois de juillet particulièrement important. Cette demande, toujours soutenue des investisseurs, participe à la bonne absorption des nouvelles émissions par le marché et à la bonne tenue des primes de risque sur la classe d'actifs pour le moment.

Dans un environnement incertain où les coûts de financement augmentent, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs et leur capacité à rembourser.

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



| Marchés Obligataires         | Niveaux  |       |          |          |           | Variations (en pbs) |          |          |             | Pente* (en pbs) |           |
|------------------------------|----------|-------|----------|----------|-----------|---------------------|----------|----------|-------------|-----------------|-----------|
|                              | 23/08/24 | 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 |
| <b>Taux directeurs</b>       |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |
| 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          | 5,00     | 5,00  | 5,25     | 5,25     | 5,25      | 0,00                | -0,25    | -0,25    | -0,25       |                 |           |
| Banque du Japon              | 0,25     | 0,25  | 0,10     | -0,10    | -0,10     | 0,00                | 0,15     | 0,35     | 0,35        |                 |           |
| <b>Taux 10 ans</b>           |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |
| Etats-Unis                   | 3,80     | 3,88  | 4,40     | 3,88     | 4,24      | -8                  | -60      | -8       | -44         | -12             | 29        |
| Allemagne                    | 2,23     | 2,25  | 2,50     | 2,02     | 2,51      | -2                  | -28      | 20       | -29         | -15             | 24        |
| France                       | 2,93     | 2,98  | 3,30     | 2,56     | 3,04      | -5                  | -37      | 37       | -11         | 34              | 55        |
| Italie                       | 3,57     | 3,63  | 4,07     | 3,70     | 4,17      | -7                  | -51      | -13      | -61         | 75              | 67        |
| Royaume-Uni                  | 3,91     | 3,93  | 4,17     | 3,54     | 4,47      | -1                  | -26      | 38       | -56         | 25              | 54        |
| Japon                        | 0,90     | 0,88  | 1,06     | 0,61     | 0,66      | 2                   | -16      | 29       | 24          | 52              | 118       |
| <b>Crédit</b>                |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |
| Indice Itraxx Main           | 52,2     | 53,9  | 60,9     | 58,1     | 74,5      | -1,8                | -8,8     | -5,9     | -22,4       |                 |           |
| Indice Itraxx Crossover      | 286,4    | 294,5 | 319,2    | 309,9    | 413,5     | -8,1                | -32,8    | -23,5    | -127,1      |                 |           |

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

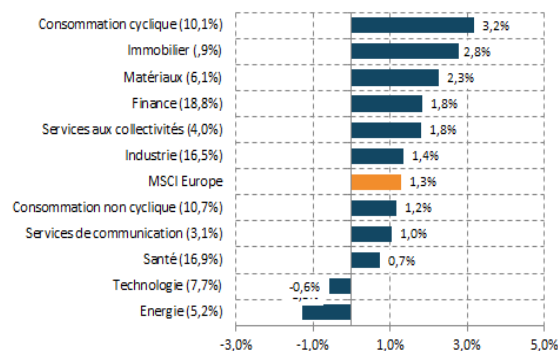
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

L'enthousiasme demeure sur les marchés actions européens. L'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse de 1,3% la semaine dernière, porté par les propos accommodants de la Réserve fédérale lors du séminaire de Jackson Hole. Dans ce contexte, les investisseurs retrouvent de l'appétit pour le risque et achètent des secteurs les plus sensibles à l'économie tels que la consommation cyclique (+3,2%), les matériaux (+2,3%) et la finance (+1,9%). La hausse dans ces secteurs est caractérisée par le rebond de valeurs délaissées comme le distributeur JD Sport ou encore le chimiste BASF. Notons que l'appétence pour le risque profite aussi aux petites et moyennes capitalisations dont l'indice progresse de +1,3% sur la semaine écoulée. Les secteurs sensibles à la baisse des taux d'intérêt, tels que les services aux collectivités et l'immobilier, sont également recherchés. A l'autre bout du spectre, le secteur de l'énergie recule de 1,2% dans le sillage de la baisse du prix du pétrole et du gaz malgré les tensions géopolitiques. La technologie affiche aussi un léger recul après le rebond des semaines précédentes.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 16/08/2024 au 23/08/2024 (GICS)



### Le Focus de la semaine : La proposition de taxe douanière de la Commission européenne est-elle suffisante pour protéger les constructeurs européens ?

Cet été, la Commission européenne a décidé d'imposer une taxe allant de 9% à 36,3% sur les véhicules électriques importés de Chine dans l'Union et ce, quelle que soit la nationalité du constructeur. Cette proposition, introduite à titre provisoire, devra être votée par les Etats membres d'ici novembre et s'appliquera en sus d'une taxe douanière de 10%. Elle vise à freiner les velléités expansionnistes des constructeurs chinois, même si à ce jour, le premier importateur de véhicules en provenance de Chine vers l'Union européenne est le constructeur américain Tesla. En effet, l'industrie automobile européenne est un secteur stratégique puisqu'il est le premier employeur de la zone avec 12,9 millions d'emplois directs et surtout indirects (source ACEA). La mesure permettra ainsi de laisser le temps aux constructeurs européens de s'adapter et tenter de rattraper une partie de leur retard face aux acteurs chinois.

Les constructeurs chinois dominent leur marché domestique. Dès le début de la précédente décennie, la Chine a créé une chaîne de valeur en faveur du développement des véhicules électriques en contrôlant tous les composants de l'amont à l'aval. Pour l'approvisionnement en matériaux critiques nécessaires à la fabrication des batteries, la Chine a mis au point de nouvelles technologies de batteries en imposant celles dites « LFP » (lithium, fer, phosphate) au détriment de la technologie dominante en Europe « NMC » (nickel, manganèse, cobalt). Pour parvenir à cet objectif, la Chine a accordé des subventions aux constructeurs opérant sur son sol, le principal grief de la Commission. Grâce à ces aides, les acteurs chinois ont réussi à faire baisser drastiquement le prix des voitures électriques, désormais à parité avec les véhicules thermiques et ainsi gagner des parts de marché significatifs en Chine. Ils sont maintenant prêts à vendre leurs véhicules au-delà de leurs frontières. La proposition de la Commission, si elle est définitivement ratifiée, enlèvera l'avantage compétitif prix des véhicules chinois au sein de l'Union mais elle ne protégera en rien ses constructeurs dans les pays émergents. Pour l'heure, Stellantis, Renault ou encore Volkswagen ont de belles positions en Amérique du Sud, en Afrique, au Moyen-Orient et en Asie du Sud-Est mais ils risquent à l'avenir de voir leur domination attaquée et devoir ainsi accepter une moindre rentabilité dans ces zones qui figurent parmi les plus profitables.

L'industrie automobile européenne subit cette distorsion de concurrence qui est un thème étudié dans nos Perspectives Economiques et Financières et que nous surveillons activement dans le cadre de nos investissements.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



| Actions Europe             | Niveaux  |        |          |          |           | Variation (en %) |          |          |             |  |
|----------------------------|----------|--------|----------|----------|-----------|------------------|----------|----------|-------------|--|
|                            | 23/08/24 | J-7    | 28/06/24 | 29/12/23 | T-12 mois | J-7              | 28/06/24 | 29/12/23 | sur 12 mois |  |
| MSCI EMU                   | 163      | 161    | 162      | 153      | 144       | 1,5              | 0,7      | 6,9      | 13,1        |  |
| MSCI EMU Mid Cap           | 1 030    | 1 016  | 1 012    | 966      | 933       | 1,4              | 1,8      | 6,6      | 10,5        |  |
| MSCI EMU Small Cap         | 429      | 417    | 410      | 426      | 393       | 3,0              | 4,7      | 0,9      | 9,4         |  |
| MSCI Europe                | 174      | 171    | 172      | 161      | 152       | 1,3              | 1,1      | 8,1      | 14,4        |  |
| France CAC 40              | 7 577    | 7 450  | 7 479    | 7 543    | 7 214     | 1,7              | 1,3      | 0,4      | 5,0         |  |
| Allemagne DAX 30           | 7 158    | 7 039  | 7 006    | 6 629    | 6 182     | 1,7              | 2,2      | 8,0      | 15,8        |  |
| Italie MIB                 | 33 650   | 33 041 | 33 154   | 30 352   | 28 072    | 1,8              | 1,5      | 10,9     | 19,9        |  |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (£) | 8 328    | 8 311  | 8 164    | 7 733    | 7 334     | 0,2              | 2,0      | 7,7      | 13,6        |  |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 9 834    | 9 757  | 9 636    | 8 920    | 8 548     | 0,8              | 2,1      | 10,2     | 15,0        |  |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

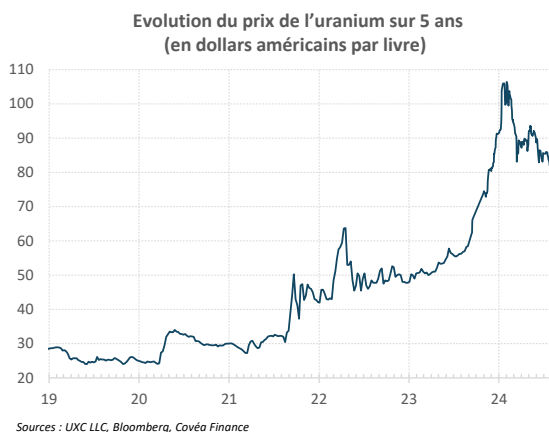
### L'analyse des marchés :

**En Asie**, la semaine a été haussière. La Thaïlande affiche la meilleure performance, bien aidée par de bonnes publications de résultats et l'anticipation des baisses de taux à venir du côté de la Réserve fédérale américaine, menant à l'appréciation du Baht. Aussi, la prise de fonction d'un nouveau gouvernement a fait grandir l'espoir de politiques économiques favorables pour le pays. L'Inde et l'Indonésie bénéficient également d'un dollar baissier sur la période. A l'inverse, les pays d'Asie du Nord, très exposés à la technologie, tels que Taiwan, le Japon et la Corée du Sud, affichent les moins bonnes performances. Le sentiment s'est en effet dégradé avec la révision baissière des prévisions de chiffres d'affaires de Microsoft dans son activité de cloud, affectant l'ensemble du secteur technologique et notamment la sphère semi-conducteur asiatique. Au cours de la semaine, le géant canadien de la distribution, Alimentation Couche-Tard a annoncé son intention d'acheter Seven&I, l'exploitant des 7-Eleven, ce qui serait le rachat le plus important d'une entreprise japonaise par un groupe étranger.

**Aux Etats-Unis**, le marché poursuit sa hausse initiée la semaine précédente. Il est porté par l'espoir d'une baisse de taux dès le mois de septembre, après la publication des minutes de la Réserve fédérale américaine et le discours en fin de semaine, de son président Jerome Powell lors du colloque de Jackson Hole. Dans ce contexte, les secteurs les plus sensibles aux taux d'intérêt et aux cycles économiques affichaient les meilleures performances. A l'inverse, le secteur de l'énergie continuait d'être pénalisé par la baisse du prix du pétrole sur fond de perspectives de demande moroses, et ce malgré l'intensification des tensions au Moyen-Orient. Au cours de la semaine, Estee Lauder, le leader mondial de la cosmétique haut de gamme publiait des résultats décevants face à la poursuite de la faible demande sur le marché chinois dont il est dépendant. A l'inverse, le géant de la distribution Target affichait des résultats de bonne facture grâce à la mise en place de sa nouvelle stratégie visant à stimuler son trafic au travers de baisses de prix et au renforcement de son programme de fidélité. Enfin, du côté des semi-conducteurs, AMD a annoncé le rachat de ZT Systems, spécialiste américain de la fabrication d'infrastructures pour les centres de données, une acquisition qui s'inscrit au sein d'une stratégie de long terme en matière d'IA, visant à fournir des solutions d'entraînement et d'inférence qui peuvent être rapidement déployées chez ses clients.

### Le Focus de la semaine : Le géant de l'uranium Kazatomprom coupe ses perspectives de production d'uranium pour 2025

La semaine dernière, Kazatomprom, premier producteur mondial d'uranium, a publié des résultats records, enregistrant un bond de son bénéfice au premier semestre, grâce à la hausse des prix de l'uranium (ces derniers avoisinent les 80 dollars la livre, en hausse de 140% sur 3 ans). La société a toutefois réduit assez largement son objectif de production en raison de retards persistants dans la construction de nouveaux gisements. Aussi, la rareté de l'acide sulfurique, qui est utilisé pour lixivier l'uranium (processus chimique par lequel sont extraits les métaux d'un minerai), est un élément explicatif de cette révision baissière. Kazatomprom a également prévenu que si l'accès limité à l'acide sulfurique se poursuit tout au long de l'année, et si elle ne parvient pas à rattraper le calendrier des travaux de construction dans les nouveaux gisements en 2024, le plan de production de 2025 pourrait encore être revu en baisse. En effet, les besoins en acide sulfurique diffèrent en fonction de la structure géologique des gisements, le sous approvisionnement en acide sulfurique dans différents blocs pouvant affecter la production. Ces éléments accréditent les tensions croissantes d'un équilibre offre/demande précaire à court et moyen terme. En effet, après des années de marasme, comme l'ont illustrées les fermetures de nombreuses unités de production et de conversion de l'uranium, l'énergie nucléaire renaît à mesure que les gouvernements mondiaux recherchent des solutions au double problème de l'indépendance énergétique et de réduction des émissions de CO2. Cela implique plus de minerai d'uranium ainsi que plus d'unités de conversion et d'enrichissement pour alimenter les réacteurs. A cela, s'ajoute les répercussions possibles de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, avec le risque de réduction des approvisionnements dans les pays occidentaux, au moment même où ils réinvestissent dans le nucléaire. Nous avons identifié dans nos Perspectives Economiques et Financières l'uranium comme un combustible stratégique qui devrait alimenter de nouvelles rivalités géopolitiques.



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'équipe Gestion Actions Monde



| Actions Internationales  | Niveaux  |        |            |          |           | Variations (en %) |            |          |             |      |            |          |             |
|--------------------------|----------|--------|------------|----------|-----------|-------------------|------------|----------|-------------|------|------------|----------|-------------|
|                          | 23/08/24 | 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      | 5 635    | 5 554  | 5 460      | 4 770    | 4 376     | 1,4               | 3,2        | 18,1     | 28,8        | 0,0  | -1,2       | 16,5     | 24,4        |
| Etats-Unis - Dow Jones   | 41 175   | 40 660 | 39 119     | 37 690   | 34 099    | 1,3               | 5,3        | 9,2      | 20,8        | -0,2 | 0,8        | 7,8      | 16,6        |
| Etats-Unis - Nasdaq      | 17 878   | 17 632 | 17 733     | 15 011   | 13 464    | 1,4               | 0,8        | 19,1     | 32,8        | -0,1 | -3,5       | 17,5     | 28,3        |
| Japon Nikkei 300         | 576      | 574    | 600        | 500      | 483       | 0,3               | -4,1       | 15,1     | 19,1        | 1,1  | 2,3        | 11,0     | 16,3        |
| Corée du Sud KOSPI       | 2 702    | 2 697  | 2 798      | 2 614    | 2 538     | 0,2               | -3,4       | 3,4      | 6,5         | 0,4  | -4,0       | -0,4     | 3,1         |
| Chine - Shanghai         | 2 854    | 2 879  | 2 967      | 2 975    | 3 082     | -0,9              | -3,8       | -4,1     | -7,4        | -1,8 | -6,0       | -5,5     | -8,5        |
| Hong Kong Hang Seng      | 17 612   | 17 430 | 17 719     | 17 047   | 18 212    | 1,0               | -0,6       | 3,3      | -3,3        | -0,5 | -4,7       | 2,1      | -6,0        |
| Marchés Emergents - MSCI | 1 101    | 1 094  | 1 086      | 1 024    | 982       | 0,6               | 1,3        | 7,5      | 12,1        | -0,8 | -3,0       | 6,0      | 8,2         |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### L'adaptation des gestionnaires d'infrastructures au changement climatique

À mesure que le scénario 1,5 °C s'éloigne (i.e., une augmentation de la température moyenne de la planète de 1,5 °C d'ici 2100 par rapport aux niveaux préindustriels), les risques liés aux changements climatiques s'amplifient : inondations, éboulements, glissements de terrains, surchauffe des aciers entraînant leur déformation, incendies...

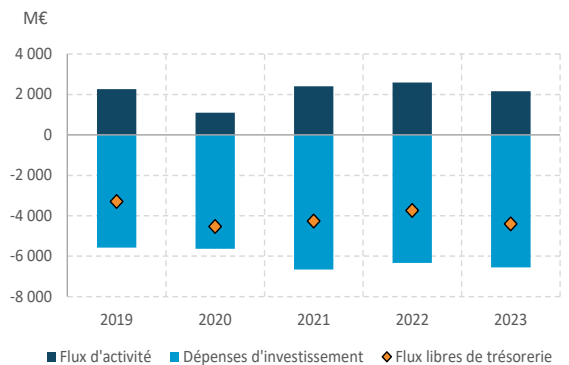
Dans un rapport sur l'adaptation au réchauffement climatique du réseau ferroviaire français, la Cour des Comptes a rappelé, en mars dernier, que les sinistres liés à la météo auraient coûté près de 18 millions d'euros par an entre 2019 et 2022 à SNCF Réseau. Les dégâts causés par la seule tempête d'octobre 2020 dans la vallée de la Roya auraient coûté à eux seuls 25 millions d'euros au gestionnaire du réseau ferré français. Ces pertes s'entendent sans parler des pertes d'exploitation liées à la fermeture temporaire de lignes. En 2023, SNCF Réseau avait enregistré un EBE de 2,1 milliards d'euros, mais son bénéfice net n'était que de 29 millions d'euros. En historique (voir graphiques ci-dessous), la faiblesse des résultats du groupe constitue une contrainte au financement de ces aléas climatiques.

Outre le rail, ce sont toutes les infrastructures physiques (pipelines, lignes électriques...) qui sont concernées par ces phénomènes naturels. Néanmoins, la gestion des risques naturels fait partie intégrante du métier de gestionnaire d'infrastructures. En Californie du Sud, le Col Cajon, délimitant les massifs montagneux de San Bernardino et de San Gabriel, est un point de passage important entre la Californie et le désert Mojave, qui mène à Las Vegas : pipelines, voies ferrées de fret et lignes électriques le traversent. Ce col ayant été créé par un mouvement de la faille de San Andreas, dont on attend avec angoisse le réveil (the « big one »), on comprend mieux que les gestionnaires d'infrastructures ont déjà l'habitude de gérer des risques naturels. Seulement, aujourd'hui, le réchauffement climatique les amplifie, à la fois en termes d'occurrence et d'intensité.

Devant l'hypothèse d'un dérapage des trajectoires carbone, l'adaptation au changement climatique devient un sujet brûlant parmi les détenteurs d'infrastructures, qui devraient ainsi investir plus que prévu face à des aléas climatiques plus fréquents. SNCF Réseau a étudié la vulnérabilité de son réseau en prenant l'hypothèse d'un réchauffement à 4°C. Sur le terrain, le groupe a mis en place des objets connectés reliés à des systèmes d'alerte pour prévenir une surchauffe des rails ou une trop forte pluviométrie. Son budget annuel consacré au débroussaillage à proximité des voies est passé de 50 millions d'euros dans les années 2010 à plus de 200 millions d'euros aujourd'hui. Plus globalement, Bruno Le Maire a demandé à toutes les grandes entreprises publiques (SNCF, RTE, EDF...) de lui présenter leur plan d'adaptation d'ici la fin 2024, pour s'assurer qu'elles soient prêtes face à ces aléas climatiques plus nombreux, induits par un réchauffement climatique plus rapide qu'anticipé.

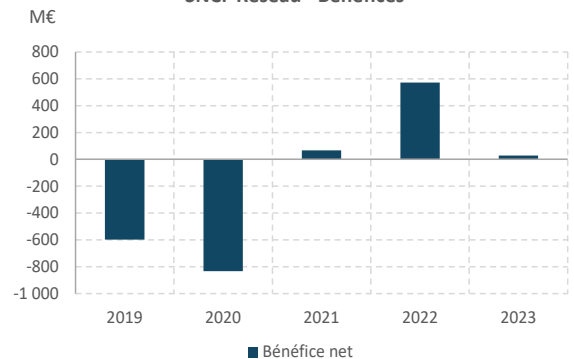
Dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons identifié le transport et les infrastructures comme des bénéficiaires des plans d'investissements des Etats. Dans le domaine ferroviaire, citons le plan d'investissement de 100 milliards d'euros annoncé au printemps 2023 par le gouvernement Borne, destiné à moderniser le réseau français, ou le plan italien de 190 milliards d'euros de FS Group, l'entreprise ferroviaire nationale, annoncé en 2022 et s'étendant jusqu'en 2031. Certaines sociétés de niche devraient profiter des retombées de ces investissements, comme l'italien Salcef SpA, spécialiste des travaux civils dans le ferroviaire. La société, introduite en Bourse en 2019 et récemment rachetée par un consortium comprenant un fonds d'investissement spécialisé dans les infrastructures, est spécialisée dans l'entretien, le renouvellement et la maintenance des lignes ferroviaires, ainsi que des systèmes d'électrification et de signalement.

SNCF Réseau - Flux d'activité et d'investissement



Sources : Covéa Finance, S&P Capital IQ

SNCF Réseau - Bénéfices



Sources : Covéa Finance, S&P Capital IQ

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Jerome Powell se déclare en faveur d'une baisse de taux »

Le Président de la Réserve fédérale américaine a clairement ouvert la porte, au cours de son allocution au symposium de Jackson Hole vendredi 23 août, à une première baisse du taux directeur lors de la prochaine réunion de politique monétaire, prévue les 17 et 18 septembre. Face à des « risques sur l'inflation en diminution » et des « risques de dégradation de l'emploi en hausse », **Jerome Powell a déclaré que « l'heure est venue d'ajuster la politique monétaire »**. Il n'a pas précisé l'ampleur de la baisse et a préféré ajouter que le calendrier et le rythme des baisses de taux seraient dépendants de « l'évolution des données, des perspectives et de l'équilibre des risques ».

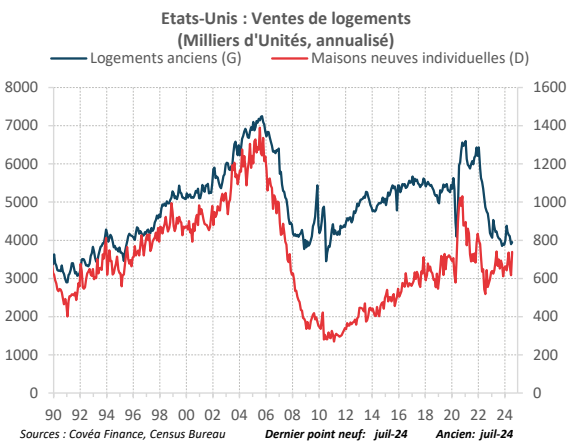
Ces déclarations sont venues confirmer le teneur des minutes de la réunion du 30-31 juillet du comité de politique monétaire (FOMC) publiées le 21 août, qui suggéraient l'imminence de l'assouplissement monétaire. Malgré le statu quo voté à l'unanimité, **plusieurs membres ont envisagé une baisse de 25 points de base (bp) en juillet et une grande majorité d'entre eux se disaient prêts à baisser le taux lors de la réunion de septembre** si les données évoluent comme prévu. Or depuis cette réunion, le rapport d'emploi de juillet a signalé un ralentissement du marché du travail et l'inflation a poursuivi sa décrue.

Concernant l'équilibre des risques, la majorité des participants estiment que le risque portant sur l'objectif d'emploi a progressé, tandis que plusieurs pensent que le risque sur l'inflation a reflué. L'attention des membres du FOMC semble ainsi se porter de plus en plus sur la situation du marché du travail. Jerome Powell n'a pas paru inquiet lors de son intervention à Jackson Hole en estimant que la progression de l'emploi a ralenti mais restait solide. Il a toutefois ajouté qu'un « refroidissement supplémentaire des conditions du marché du travail n'est ni recherché, ni le bienvenu », ce qui marque une inflexion avec la communication développée jusqu'alors, qui mettait en avant les tensions salariales alimentant l'inflation.

Le Bureau des Statistiques du Travail (BLS) a justement publié cette semaine sa révision annuelle préliminaire des données de l'emploi, qui fait part d'une croissance plus faible, de l'ordre de 818 000 postes par rapport à l'estimation initiale, sur la période avril 2023 à mars 2024. Il s'agit de la plus forte révision baissière depuis 2009. **La croissance mensuelle moyenne de l'emploi sur la période passe ainsi de 242 000 postes par mois à 174 000, un rythme qui reste toutefois encore solide.** Cette publication pourrait suggérer que la politique monétaire est finalement plus restrictive que ce que ne laissait penser la vigueur des créations de postes précédemment publiées. Cela devrait contribuer à convaincre les banquiers centraux d'amorcer un assouplissement de la politique monétaire lors de la réunion de septembre, la question portant maintenant davantage sur le rythme de la baisse. Le rapport d'emploi qui sera publié début septembre sera à ce titre déterminant.

Dans l'immobilier, les ventes de maisons neuves ont rebondi de 10,6% en glissement mensuel en juillet, tandis que les données de juin étaient révisées en hausse. Toutes les régions enregistrent une progression, mais le dynamisme concerne particulièrement la région ouest. Dans l'ancien, le rythme des ventes est nettement moins soutenu. Avec une hausse de 1,3% en glissement mensuel en juillet, le niveau actuel reste proche des points bas atteints fin 2023.

Les indicateurs d'enquête PMI de S&P global au mois de juillet font part d'une poursuite de la dichotomie entre les services et le secteur manufacturier. L'indice PMI services passe de 55 à 55,2 décrivant une croissance robuste, tandis que le manufacturier se dégrade à 48 après 49,6 en juin, ce qui renvoie à une contraction de l'activité.



| Indicateurs de la semaine* | Période                       | Valeur | Préc. | Moy. 2022 | Moy. 2023 |
|----------------------------|-------------------------------|--------|-------|-----------|-----------|
| Ventes logements neufs     | Milliers d'unités<br>juil.-24 | 739    | 668   | 637       | 666       |
| Ventes logements anciens   | Milliers d'unités<br>juil.-24 | 3950   | 3900  | 5087      | 4101      |

\* Du 19/08/2024 au 25/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

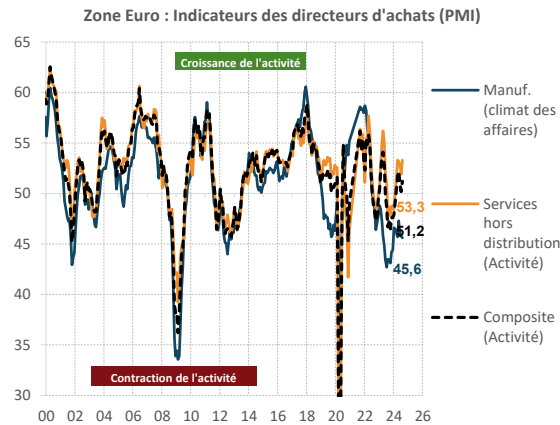


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La BCE défend son approche d'une détente progressive de sa politique monétaire »

Les membres de la BCE qui se sont exprimés la semaine dernière ont plaidé en faveur de la poursuite de la baisse des taux directeurs européens. Olli Rehn (Banque de Finlande), comme Fabio Panetta (Banque d'Italie) ou Martin Kazaks (Lettonie) se sont déclarés en faveur d'une nouvelle détente de la politique monétaire dès la réunion du Conseil des gouverneurs prévue le 12 septembre. Ces propos s'inscrivent dans la tonalité des débats tenus lors de la précédente réunion destinée à examiner l'orientation de la politique monétaire. C'est ce qui ressort du compte-rendu qui indique que « la réunion de septembre était largement vue comme un bon moment pour re-estimer le niveau de restriction de la politique monétaire ».



Sources : S&P Global, Covéo Finance

Dernier point : août 2024

| Indicateurs de la semaine* |              |        | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2022 | Moy. 2023 |
|----------------------------|--------------|--------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| ZE                         | PMI Services | Indice | août-24 | 53,3   | 51,9  | 52,1      | 51,2      |
|                            | PMI Manuf.   | Indice | août-24 | 45,6   | 45,8  | 52,1      | 45,0      |
| AL                         | PMI Services | Indice | août-24 | 51,4   | 52,5  | 51,1      | 51,6      |
|                            | PMI Manuf.   | Indice | août-24 | 42,1   | 43,2  | 51,8      | 42,6      |
| FR                         | PMI Services | Indice | août-24 | 55,0   | 50,1  | 53,7      | 48,8      |
|                            | PMI Manuf.   | Indice | août-24 | 42,1   | 44,0  | 51,8      | 45,5      |
| RU                         | PMI Services | Indice | août-24 | 53,3   | 52,5  | 53,7      | 52,0      |
|                            | PMI Manuf.   | Indice | août-24 | 52,5   | 52,1  | 51,6      | 46,4      |

\* Du 19/08/2024 au 25/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

**51Mds€ en juin**, après +38Mds€ en mai et +30Mds€ un an plus tôt. L'augmentation du surplus est concentrée sur les échanges de biens (+11Mds sur un an) et sur le poste des revenus primaires (+8Mds€). Dans son commentaire, la BCE indique que la hausse de l'excédent des échanges de marchandises provient en grande partie de la baisse des prix du gaz importé. Cumulé sur un an, le surplus est passé de 30Mds€ un an auparavant (0,2% du PIB) à 370Mds€ de juillet 2023 à juin 2024 (2,5% du PIB).

**La Commission a modifié à la marge son projet d'imposition de droits de douane compensatoires sur les véhicules électriques importés de Chine.** L'approche différenciée par constructeur est confirmée, mais les taxes supplémentaires ont été revues en légère baisse, de 17,0% à 36,3% contre 17,4% à 37,6% annoncés en juillet. Pour le moment, et depuis l'annonce des résultats provisoires, les montants de ces droits compensatoires sont consignés sur un compte bancaire. Ils ne seront réellement perçus qu'à partir de fin octobre si aucun accord n'est trouvé d'ici-là avec les autorités chinoises et si la décision de la Commission est entérinée par les Etats-membres à la majorité qualifiée (elle ne doit pas être rejetée par 15 pays représentant 65% de la population de l'UE). Ces surtaxes seraient appliquées pendant 5 ans.

L'association des constructeurs automobiles chinois estime que la décision de la Commission européenne génère d'énormes risques et de l'incertitude pour les opérations et investissements dans l'UE. Elle ajoute que ces surtaxes auront des conséquences négatives importantes sur le développement de l'industrie automobile européenne, la croissance de l'emploi en Europe et dans la capacité de l'UE à atteindre ses objectifs de développement vert et soutenable. Par ailleurs, **le ministre chinois du Commerce a rencontré les constructeurs automobiles pour évoquer la possibilité de surtaxer les importations de véhicules thermiques de forte cylindrée.** Une manière de faire pression sur les Allemands et leurs sous-traitants tchèques, slovaques, slovénes ou polonais avant le vote prévu en octobre pour l'application définitive des droits compensatoires sur les importations dans l'UE de véhicules électriques chinois.

**Au Royaume-Uni, l'activité économique reste dynamique en août.** Le PMI composite est de nouveau en hausse à 53,4, grâce à une hausse de l'activité qui s'observe tant dans le secteur des services que dans le secteur manufacturier. Les perspectives sont bien orientées, puisqu'on note une hausse des carnets de commandes et de l'emploi, dans un contexte de regain de confiance des entreprises britanniques.

Lors d'un discours prononcé à Jackson Hole, le **gouverneur de la Banque d'Angleterre (BoE) Andrew Bailey a mis en avant la modération des pressions inflationnistes, mais a maintenu un ton prudent.** Il a déclaré que la BoE avait revu à la baisse son évaluation des pressions inflationnistes domestiques, principal moteur de l'inflation des derniers mois, mais qu'il était encore trop tôt pour « crier victoire ».

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

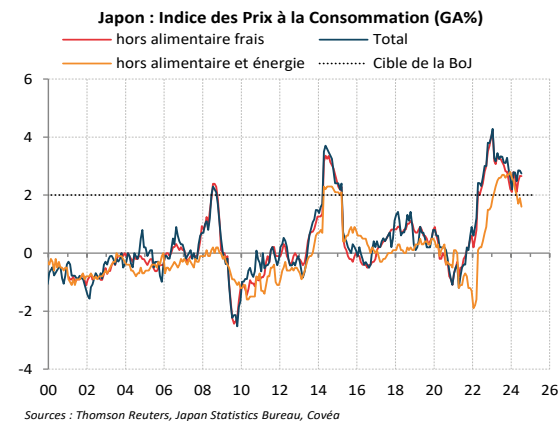
« Les interrogations se maintiennent sur le caractère durable de l'inflation japonaise »

**L'inflation japonaise reste dynamique en juillet, mais soutenue par des facteurs temporaires.** La croissance de l'indice des prix à la consommation se maintient à 2,8% en glissement annuel (GA), comme en juin. Toutefois, le maintien de cette dynamique reflète notamment la fin des mesures de soutien du gouvernement aux prix de l'électricité et du gaz, comme l'illustre la forte accélération des prix de l'énergie (+12% en GA). Cet effet devrait néanmoins s'inverser en septembre, dans la mesure où le gouvernement a décidé de réintroduire des mesures de soutien énergétique à compter de ce mois jusqu'à fin novembre. L'inflation sous-jacente, hors énergie et alimentation, poursuit toutefois sa modération à 1,6% (contre 1,9% en juin), soit un net repli par rapport au pic de 2,8% atteint en décembre dernier. Le ralentissement observé en juillet semble notamment refléter des effets de base à la baisse sur les prix des services (en particulier dans la téléphonie mobile) mais il souligne également l'absence, pour l'heure, de transmission significative des hausses de salaires sur les prix. Ce

dernier point est central pour la Banque du Japon qui justifie la normalisation de sa politique monétaire par la constitution d'un cercle vertueux entre dynamisme économique, progression des salaires et hausse des prix qui permettrait d'atteindre durablement la cible d'inflation de 2%. **Convoqué à une audition parlementaire 23 août, à la suite des turbulences financières ayant suivi la hausse inattendue du taux directeur en début de mois, le gouverneur Ueda a réaffirmé la position de la BoJ.** Il a indiqué que la politique monétaire restait très accommodante, que les taux réels restaient négatifs et qu'un taux directeur bien plus élevé était justifié si l'inflation restait durablement au-dessus de la cible. Il a également jugé « appropriés » les propos du gouverneur adjoint Uchida qui, le 7 août dernier, avait indiqué qu'il n'y aura pas de hausse de taux tant que les marchés financiers resteront instables.

**L'activité économique japonaise est un peu mieux orientée en août, selon l'enquête PMI.** Côté manufacturier, l'indice PMI progresse de 0,4 point mais reste en zone de contraction de l'activité, à 49,5. L'enquête rapporte une amélioration de la demande mais qui, en août, se limiterait au marché domestique. La sous-composante de l'enquête sur les nouvelles commandes à l'exportation a en effet reculé sur le mois, reflétant probablement l'appréciation rapide du Yen en début de mois. Au cours de l'été, notons que l'enquête manufacturière a été perturbée par la volatilité de la production automobile qui est affectée par des contraintes d'offre. Du côté des services, l'activité reste en revanche vigoureuse. L'indice PMI services a progressé de 0,3 point à 54 en août, indiquant donc une dynamique prononcée du secteur. Cette vigueur semble indiquer la poursuite de la bonne dynamique de la demande domestique observée au deuxième trimestre ainsi que la vigueur du secteur du tourisme. L'économie japonaise semble donc rester à deux vitesses, entre dynamisme des services et faiblesse de l'industrie.

**Les autorités chinoises lancent une enquête « antidumping » sur les importations de produits laitiers en provenance de l'Union européenne.** Cette décision suit de très près



| Indicateurs de la semaine* |                | Période  | Valeur | Préc. | Moy. 2022 | Moy. 2023 |
|----------------------------|----------------|----------|--------|-------|-----------|-----------|
| PMI Services               | Indice         | août-24  | 54,0   | 53,7  | 50,4      | 53,5      |
| PMI Manuf.                 | Indice         | août-24  | 49,5   | 49,1  | 52,1      | 49,0      |
| Inflation                  | IPC, NCVS, GA% | juil.-24 | 2,7    | 2,8   | 2,5       | 3,3       |
| JP Inflation sous-jacente  | IPC, NCVS, GA% | juil.-24 | 1,6    | 1,9   | 0,2       | 2,5       |
| Exportations               | Vol, CVS, GA%  | juil.-24 | 8,3    | 8,3   | 18,2      | 2,9       |
| Importations               | Vol, CVS, GA%  | juil.-24 | 10,7   | 11,4  | 40,3      | -7,1      |

\* Du 19/08/2024 au 25/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

les dernières annonces de l'UE concernant l'imposition de droits de douane sur les véhicules électriques fabriqués en Chine évoquées en page précédente. Un communiqué du ministère chinois du Commerce a indiqué que l'enquête, qui devrait durer un an, portera sur divers produits à base de fromage, de lait et de crème, en provenant de huit pays de l'UE. Il s'agit de la France, l'Autriche, la Belgique, la Finlande, la Roumanie, l'Irlande, la République tchèque et l'Italie. Les pays concernés ont été invités à réagir à l'enquête dans les 20 jours.

**En Corée du Sud, la Banque centrale maintient le statu quo mais adopte une communication plus souple.** Les membres du comité ont voté à l'unanimité le maintien du taux directeur à 3,5%. Néanmoins, sur les sept membres du comité, quatre se déclarent désormais ouverts à une baisse de taux dans les trois mois alors qu'ils n'étaient que deux lors de la réunion de juillet. Plus largement, la communication de la Banque de Corée est désormais davantage orientée vers un assouplissement, comme l'indiquent également les projections de croissance et d'inflation qui ont été révisées à la baisse. Toutefois, le gouverneur s'est opposé à l'idée d'une réduction rapide des taux, évoquant notamment les risques sur les prix immobilier et l'endettement des ménages.

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.