

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

1er juillet 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Les banques françaises face à la hausse des taux souverains français

La France risque de connaître une période prolongée d'instabilité politique et c'est assurément une mauvaise nouvelle pour les banques françaises. Avant même le premier tour des élections législatives anticipées, l'écart de taux entre la dette française et la dette allemande à 10 ans, a bondi, passant de 47 points de base (pb) avant l'annonce de la dissolution de l'Assemblée nationale à 80pb en fin de semaine dernière avec un taux à 10 français qui a clôturé la semaine au plus haut de l'année à 3,30%. Or, la hausse des taux d'intérêt a deux effets négatifs sur les banques. D'une part, une hausse des moins-values sur les portefeuilles de titres de dettes domestiques et d'autre part, un renchérissement des coûts de financement de marché, compte tenu du lien fort existant avec la dette souveraine. Sur le premier point, selon l'Autorité bancaire européenne, les 5 premières banques françaises* qui se caractérisent par un modèle de Banque-Assurance avaient, en juin 2023, une exposition combinée de 366Md€ à la dette souveraine française ce qui correspond à près de 15% de la dette négociable et à 95% de leurs fonds propres de base de catégorie 1**. Toutefois, ce dernier chiffre est à relativiser dans la mesure où une grande majorité de ces titres est comptabilisée au coût amorti, sans impacter la solvabilité de la banque. En réalité, une baisse de valorisation de la dette française n'affecterait qu'à hauteur de 12%, en moyenne, les fonds propres des 5 établissements. C'est donc une sensibilité des fonds propres à la volatilité de la dette française qui paraît supportable. Sur le deuxième aspect du financement, on relève qu'aucune banque française n'est venue émettre sur des maturités longues depuis le 7 juin et que leur accès au marché pourrait être perturbé au moins pendant la période électorale. Cependant, les cinq banques disposent, à fin 2023, d'actifs liquides équivalents à 110% de leur dette à moins d'un an. De plus, les plans de financement à moyen long terme pour 2024 sont bien avancés, avec des taux de réalisation compris entre 50% et 85%, à fin mai. Enfin, la croissance des prêts a été atone depuis le début de l'année (+0,4%) et ne devrait pas se renforcer dans le contexte économique et politique à venir, ce qui limitera les besoins de financement.

Depuis le 7 juin 2024, les actions des établissements cotés ont subi des baisses de 10% à 15% et sur le marché du crédit, les primes de risque des titres de rang Senior des banques françaises à 10 ans se sont écartées contre la référence allemande d'une vingtaine de points de base, mais se sont resserrées contre la dette française de 5 à 10pb. Nous poursuivrons le suivi de l'évolution des risques notamment sur les marchés interbancaires mais nous étudierons également les opportunités sur ce marché, en privilégiant le statut de créancier à celui d'actionnaire.

*BNP Paribas, Groupe Crédit Mutuel, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole et Société Générale
**Actions ordinaires, bénéfiques non distribués et autres réserves

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

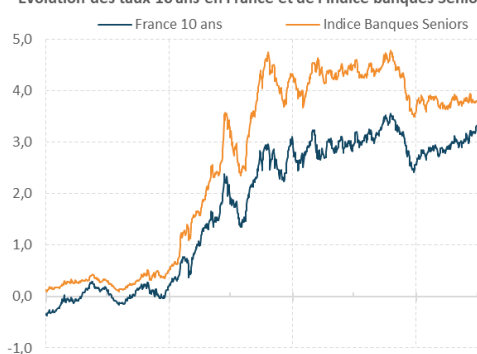
Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Les liens entre taux souverains et les banques »

Evolution des taux 10 ans en France et de l'indice banques Seniors EUR



Sources : Covéa Finance, IHS Markit, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	28/06/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,071	1,089	1,087	-1,6 ↓	-1,4 ↓
€ / £	0,847	0,855	0,861	-0,9 ↓	-1,6 ↓
€ / Yen	172,39	162,31	157,28	6,2 ↑	9,6 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	86	85	74	1,3 ↑	16,2 ↑
Indice CRB*	539	536	545	0,6 ↑	-1,1 ↓
Prix de l'once d'Or	2 340	2 162	1 918	8,2 ↑	22,0 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 599	9 072	8 178	5,8 ↑	17,4 ↑
Indice Baltic Dry**	2 050	2 374	1 112	-13,6 ↓	84,4 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3714	1773	954	109,5 ↑	289,5 ↑

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 :

Les taux ont été orientés à la hausse sur la semaine passée. Nous constatons toujours une volatilité importante et des marchés qui restent très réactifs aux différentes publications de données économiques. Les marchés en zone Euro sont restés très fébriles dans l'attente du premier tour des législatives en France. Au niveau des taux souverains, en zone Euro, le taux 10 ans allemand augmente de 9 points de base sur la semaine et termine ainsi à 2,50%. Le taux 10 ans français progresse lui aussi de 9 points de base et clôture la semaine à 3,30%. On constate un mouvement de pentification sur le segment 2-10 ans, porté par une hausse plus forte de la partie longue. Cet écart progresse respectivement de 5 et de 6 points de base pour l'Allemagne et la France. Avec les résultats électoraux de dimanche soir, les marchés ont ouvert ce matin en baisse, avec un taux français 10 ans à 3,28%. Aux Etats-Unis, le taux 10 ans prend 14 points de base et clôture à 4,40%. Cette hausse a été amorcée par l'inflation canadienne pour le mois de mai, sortie largement au-dessus des attentes, à 2,9% sur un an, contre 2,6% anticipé.

Sur le marché du crédit, les primes de risque sont restées stables au cours de la semaine. Plusieurs émetteurs continuent de profiter des niveaux actuels pour émettre. Plus de 11 Mds€ de dettes ont ainsi été émises la semaine dernière en zone Euro notamment par Heineken, CMA CGM et Pirelli

Le Focus de la semaine : retour du politique et incertitudes croissantes sur les émissions de dettes souveraines en zone Euro

Avec plus de 1 300 Mds€ d'émissions de dettes anticipées pour 2024, les différents Etats de la zone Euro sont les principaux emprunteurs sur le marché. En euros. Ces émissions brutes de dettes servent principalement à financer les différents déficits budgétaires, ainsi que les dettes arrivant à échéance au cours de l'année. Tous les pays de la zone Euro n'ont donc pas, selon leur économie et leur profil d'endettement, des besoins identiques. On distingue donc les émissions brutes des émissions nettes des remboursements. Il est ainsi intéressant de souligner que l'Italie est le plus gros émetteur de dette souveraine en 2024 avec 350 Mds€, mais n'est que le deuxième émetteur net avec 86 Mds€ de dettes additionnelles. La France de son côté, compte émettre 315 Mds€ en 2024, ce qui représente près de 130 Mds€ d'émissions nettes. La France sera donc le premier emprunteur net en zone Euro en 2024.

Dans l'ensemble, ces émissions de dettes souveraines ont été bien absorbées sur la première partie de l'année. Les adjudications souveraines ont été largement souscrites, y compris pour les émissions les plus longues. Cependant, nous observons depuis mai un retour des risques politiques en zone Euro.

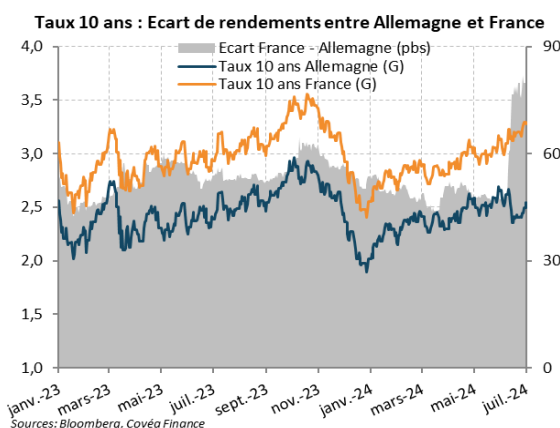
La dette française, avec la dégradation de la notation par l'agence S&P, l'ouverture d'une procédure de déficit excessif par la Commission Européenne, la récente dissolution de l'Assemblée nationale et les nouvelles élections législatives, en est un bon exemple. Cette incertitude est particulièrement visible sur les marchés obligataires. Celle-ci peut être appréhendée avec l'écart de rendement entre la dette française et la dette allemande. Cet écart de rendement, inférieur à 50 points de base en début d'année sur la référence 10 ans, atteint 80 points de base aujourd'hui.

Aux vues de ces différents éléments, il convient de s'interroger sur la capacité du Trésor français à remplir son programme d'émission pour 2024, sans faire trop dériver le coût de financement. La France n'a aujourd'hui réalisé qu'un peu plus de 60% de son programme d'émissions pour l'année. Les marchés vont donc rester très attentifs aux prochaines émissions de dettes.

Le Trésor vient de passer un premier test en émettant, le 20 juin, plus de 13 Mds€ sur des maturités allant de 3 à 8 ans. Un second test, plus difficile, attend le Trésor jeudi prochain avec une adjudication de dettes de long terme. Cette émission, qui a lieu dans l'entre-deux tours des émissions législatives, est à risque compte tenu des incertitudes qui demeurent avant le deuxième tour du scrutin. La taille de la future émission a été, dans ce cadre, revue à la baisse, pour un volume estimé entre 8 et 10 Mds€.

Dernier facteur d'importance, le comportement de la Banque Centrale Européenne (BCE) doit être suivi de près. Répétée à maintes reprises par les différents gouverneurs, la BCE possède les outils pour limiter tous risques de fragmentation entre les pays de la zone Euro. En cas d'écartement trop significatif des taux français contre ses homologues européens, celle-ci pourrait mettre en place de nouvelles mesures non-conventionnelles. Une solution technique qui trouverait ses limites face au risque politique d'éclatement de l'Union Européenne.

La dette française est donc aujourd'hui à la fois source de risques et d'opportunités pour les investisseurs. Ce retour du politique, évoqué au cours de nos dernières Perspectives Economiques et Financières, complexifie quoi qu'il en soit la politique d'émission de l'Agence France Trésor.



Tanguy Jouanneau

Gestion OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	28/06/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	0,00	0,00	0,00	0,25		
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,25	4,50	4,00	0,00	0,00	-0,25	0,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,75	4,00	3,50	0,00	0,00	-0,25	0,25		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	5,00	0,00	0,00	0,00	0,25		
Banque du Japon	0,10	0,10	0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,20	0,20		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,40	4,26	4,40	3,88	3,84	14	0	52	56	-36	16
Allemagne	2,50	2,41	2,50	2,02	2,42	9	0	48	8	-33	19
France	3,30	3,21	3,30	2,56	2,95	9	0	74	35	18	45
Italie	4,07	3,94	4,07	3,70	4,10	13	0	37	-3	54	54
Royaume-Uni	4,17	4,08	4,17	3,54	4,32	9	0	64	-14	-2	49
Japon	1,06	0,98	1,06	0,61	0,39	8	0	44	67	69	120
Crédit											
Indice Itraxx Main	60,9	62,1	60,9	58,1	77,1	-1,2	0,0	2,8	-16,2		
Indice Itraxx Crossover	319,2	324,8	319,2	309,9	415,9	-5,7	0,0	9,3	-96,8		

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

Analyse de l'évolution des marchés

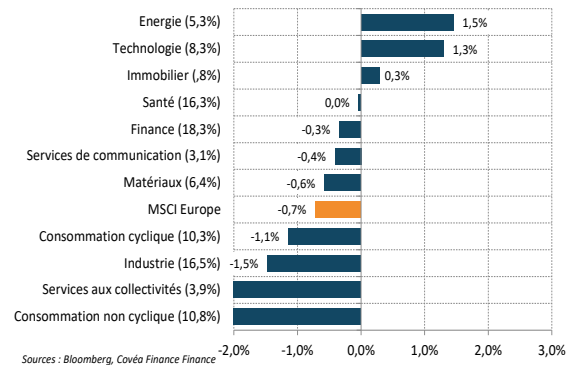
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) abandonne 0,7% sur fond de progression des rendements obligataires en zone euro et de risque politique accru, celui-ci se reflétant largement sur l'indice français qui lui perd 2%. Dans ce contexte peu favorable aux indices actions, deux secteurs parviennent tout de même à progresser : l'énergie à +1,5% et la technologie à +1,3%, aidés par la bonne performance de SAP (+4,7%). A l'inverse, la consommation non cyclique affiche la plus forte baisse (-3,1%), particulièrement pénalisée par l'Oréal (-6,9%), qui pâtit d'un marché de la beauté atone et d'une croissance en Chine qui peine à repartir. Les services aux collectivités sous performant également à -2,3% tandis que l'industrie termine la semaine à -1,5%, tirée à la baisse par l'avertissement sur résultats d'Airbus (-13,7%).

Depuis le début de l'année, le MSCI Europe progresse de 6,9% avec un classement sectoriel sensiblement identique avec la technologie qui continue de creuser l'écart à +23,8%, suivie de la santé à +14%. A l'opposé, les dernières places sont occupées par les services aux collectivités à -6,1%, l'immobilier à -4,2%, et la consommation de base à -3,4%, trois secteurs sensibles à la remontée des taux d'intérêt observée depuis le début de l'année.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 21/06/2024 au 28/06/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Comment se positionner sur la chaîne de valeur des centres de données en Europe ?

Avec la numérisation croissante de l'économie mondiale et l'essor de l'Intelligence Artificielle, la demande en infrastructures numériques, telles que les centres de données, a considérablement augmenté. Au-delà du simple stockage de données, la construction de ces centres est essentielle pour assurer la souveraineté et la sécurité numériques de chaque pays, un point souligné dans nos Perspectives Economiques et Financières.

La chaîne de valeurs liée à la construction et à la gestion de ces centres de données mobilise de nombreux acteurs, spécialisés tant dans les infrastructures physiques (électriques, refroidissement, communications) que dans l'exploitation des sites (sécurité, gestion technique, maintenance). Les principaux gestionnaires de centres de données sont majoritairement basés aux Etats-Unis, avec des leaders comme Equinix ou Digital Realty. En Europe, bien que les acteurs soient de taille plus modeste, certains comme OVH Cloud se distinguent et tentent de monter en puissance malgré les rachats par des entreprises américaines, comme celui d'Interxion par Equinix en 2020. Aujourd'hui, l'Europe possède surtout des champions en amont de la chaîne. Schneider et Legrand, par exemple, réalisent une part significative de leur activité sur la fourniture d'équipements électriques pour les centres de données, avec respectivement 20% des commandes et 14% du chiffre d'affaires. Spie, quant à elle, joue un rôle clé dans l'installation des réseaux (refroidissement, électricité, communications) et la maintenance des sites, où elle générerait une dizaine de pourcents de son chiffre d'affaires.

En outre, la consommation énergétique des centres de données, représentant 1 à 1,3% de la consommation électrique mondiale selon l'Agence Internationale de l'Energie (AIE), constitue un défi majeur dans un contexte de raréfaction des ressources et de nécessaire décarbonation de l'économie. Répondre à la demande croissante tout en adoptant des pratiques durables et sécurisées est donc crucial pour l'ensemble des acteurs de la chaîne de valeur des centres de données.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	28/06/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	162	163	164	153	147	-0,5	↓	-1,3	↓	6,2	↑	10,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 012	1 024	997	966	937	-1,1	↓	1,5	↑	4,7	↑	8,0	↑
MSCI EMU Small Cap	410	415	421	426	398	-1,1	↓	-2,6	↓	-3,6	↓	3,1	↑
MSCI Europe	172	173	169	161	153	-0,7	↓	1,4	↑	6,9	↑	11,9	↑
France CAC 40	7 479	7 629	8 164	7 543	7 313	-2,0	↓	-8,4	↓	-0,8	↓	2,3	↑
Allemagne DAX 30	7 006	6 978	7 074	6 629	6 312	0,4	↑	-1,0	↓	5,7	↑	11,0	↑
Italie MIB	33 154	33 309	33 940	30 352	27 928	-0,5	↓	-2,3	↓	9,2	↑	18,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 164	8 238	7 727	7 733	7 472	-0,9	↓	5,7	↑	5,6	↑	9,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 636	9 741	9 038	8 920	8 675	-1,1	↓	6,6	↑	8,0	↑	11,1	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les performances sont disparates sur la semaine. D'un côté, le Japon progresse et surperforme assez largement, en lien avec la faiblesse de la devise, profitant aux valeurs exportatrices. Aussi, l'Inde affiche une performance robuste, comme souvent lorsque les marchés chinois ont tendance à sous performer. En effet, la Chine se replie largement, suite à la publication de données macroéconomiques décevantes et malgré la volonté de la NDRC (commission nationale du développement et de la réforme) de prendre des mesures de soutien notamment à la consommation. Dans la transition énergétique, LG Energy Solution, champion mondial des batteries de véhicules électriques, a interrompu une partie de la construction de son usine de batteries de plusieurs milliards de dollars en Arizona en raison de l'évolution de l'environnement du marché des batteries. Dans les secteurs stratégiques, et notamment dans la technologie à Taïwan, TSMC envisagerait de construire une nouvelle usine d'emballage pour puces les plus avancées. Dans le même temps, ASE Technology, champion mondial des services d'emballage de puces, a annoncé qu'il allait ajouter des capacités aux États-Unis et au Mexique.

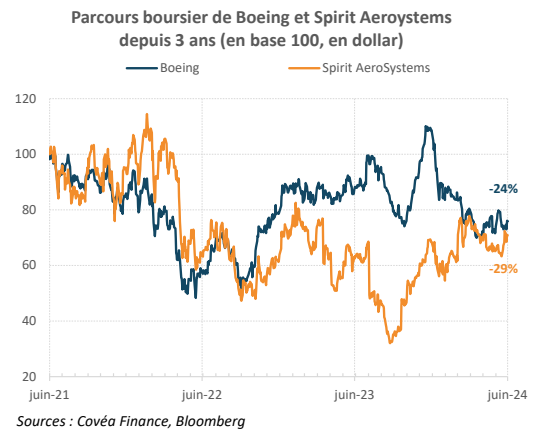
Aux Etats-Unis, les marchés terminent la semaine en légère baisse, les investisseurs poursuivant leurs prises de profits notamment sur le secteur technologique. D'un point de vue sectoriel, l'énergie, tirée par la poursuite de la hausse du prix du pétrole et les services de communications ont surperformé l'indice. A l'inverse, les matériaux et les services aux collectivités affichaient les plus fortes baisses. Au cours de la semaine, plusieurs sociétés de consommation (Nike, Walgreens ou encore Levis's) ont révisé leurs perspectives de croissance sur fond d'affaiblissement de la demande du consommateur américain. Les grandes banques américaines ont quant à elles annoncé l'augmentation de leurs dividendes après avoir passé avec succès les tests de résistance de la Réserve Fédérale.

Le focus de la semaine : Boeing répond à ses manquement face au Congrès

Il y a quelques jours, le Pdg de Boeing, Dave Calhoun, a été convoqué devant les membres du Congrès des Etats-Unis afin d'apporter des éléments d'explications quant aux problèmes de fiabilité des avions. Cette audition, officiellement intitulée « Boeing's Broken Safety Culture », intervient après que plusieurs instances de régulation (SEC, FAA, NTSB, DoJ et donc le Congrès) aient ouvert des enquêtes sur les défaillances récurrentes dans le processus de « contrôle-qualité » du groupe, mis en lumière récemment suite à l'arrachement de la porte d'un avion 737 Max-9 en plein vol.

Malgré plusieurs promesses de D. Calhoun concernant les améliorations opérationnelles à venir (augmentation du nombre d'heures de formation pour les salariés, ralentissement de la production pour augmenter les contrôles, ...), les sénateurs de la sous-commission d'enquête se sont montrés critiques et perplexes, ces derniers redoutant de nouveaux incidents. Toutefois, l'annonce de l'acquisition du fabricant de structures aéronautiques Spirit AeroSystems la semaine dernière pourrait changer la perception de la gestion de la chaîne d'approvisionnement du groupe. En effet, Spirit était initialement une division de Boeing jusqu'en 2004, date à laquelle la société s'en sépara pour des objectifs d'amélioration de la rentabilité, et qui coïncide également avec les premiers problèmes de qualité rencontrés sur les appareils.

L'ouverture d'une commission d'enquête sur Boeing reflète donc une problématique que nous mettons régulièrement en avant dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) : les tensions sur la chaîne d'approvisionnement aéronautique sont vives et l'intense pression qu'exercent les avionneurs sur leurs fournisseurs afin d'honorer des carnets de commandes records crée des risques financiers et humains. Cette problématique impacte également Airbus qui a annoncé, la semaine dernière, un ralentissement du rythme de production de ses avions en raison des difficultés que rencontrent les motoristes dans leurs approvisionnements. Ce sujet d'ordre mondial est au cœur de nos réflexions en matière d'investissement.



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
	28/06/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale					en €				
						J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois		
Etats-Unis - S&P500	5 460	5 465	5 117	4 770	4 396	-0,1 ↓	6,7 ↑	14,5 ↑	24,2 ↑	-0,3 ↓	8,5 ↑	18,0 ↑	26,0 ↑		
Etats-Unis - Dow Jones	39 119	39 150	38 715	37 690	34 122	-0,1 ↓	1,0 ↑	3,8 ↑	14,6 ↑	-0,3 ↓	2,7 ↑	7,0 ↑	16,3 ↑		
Etats-Unis - Nasdaq	17 733	17 689	15 973	15 011	13 591	0,2 ↑	11,0 ↑	18,1 ↑	30,5 ↑	0,1 ↑	12,8 ↑	21,7 ↑	32,3 ↑		
Japon Nikkei 300	600	581	573	500	486	3,4 ↑	4,8 ↑	20,1 ↑	23,6 ↑	2,4 ↑	-1,3 ↓	8,4 ↑	12,7 ↑		
Corée du Sud KOSPI	2 798	2 784	2 667	2 614	2 550	0,5 ↑	4,9 ↑	7,1 ↑	9,7 ↑	1,4 ↑	2,9 ↑	3,8 ↑	6,8 ↑		
Chine - Shanghai	2 967	2 998	3 055	2 975	3 182	-1,0 ↓	-2,9 ↓	-0,3 ↓	-6,8 ↓	-1,3 ↓	-2,2 ↓	0,6 ↑	-5,6 ↓		
Hong Kong Hang Seng	17 719	18 029	16 721	17 047	18 934	-1,7 ↓	6,0 ↑	3,9 ↑	-6,4 ↓	-1,9 ↓	7,9 ↑	7,1 ↑	-4,7 ↓		
Marchés Emergents - MSCI	1 086	1 087	1 035	1 024	987	-0,1 ↓	5,0 ↑	6,1 ↑	10,0 ↑	-0,2 ↓	6,7 ↑	9,3 ↑	11,6 ↑		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Point d'étape

A mi-parcours entre le protocole de Kyoto, signé en 1997 pour prévenir toute « interférence humaine » dangereuse avec le système climatique, et l'objectif de zéro émission nette d'ici à 2050, où en sommes-nous réellement ?

Contrairement à l'impression générale, il n'y a pas eu de décarbonation absolue à l'échelle mondiale. Le bilan à mi-parcours de la transition énergétique mondiale prévue montre une légère baisse relative de la part des combustibles fossiles dans la consommation mondiale d'énergie primaire. Cette part est en effet passée de près de 86% en 1997 à environ 82% en 2022. Cependant, cette diminution relative se doit d'être complétée par l'évolution en absolu de cette même donnée : en 2022, le monde a consommé près de 55% d'énergies fossiles de plus qu'en 1997, produisant près de 8,2 milliards de tonnes de charbon, près de 4,5 milliards de tonnes de pétrole brut et 2,8 milliards de tonnes de gaz naturel.

Atteindre l'objectif de zéro émission nette d'ici à 2050 représente une tâche herculéenne. En termes de production d'énergie, nous devrions remplacer plus de 4 térawatts de capacité de production d'électricité actuellement installée dans les grandes centrales à charbon et à gaz par des sources d'énergie sans carbone. Dans le secteur des transports, il faudrait substituer près de 1,5 milliard de moteurs à combustion (essence et diesel) dans les véhicules routiers et non routiers, ainsi que près de 25 000 avions de ligne en activité qui constituent la base du transport mondial à longue distance (alimentés au kérosène). Enfin, dans l'industrie, il nous faudrait trouver de nouvelles sources de chaleur, d'air chaud et d'eau chaude utilisées dans une grande variété de processus industriels (de la fonte du fer à la fabrication du ciment et du verre), qui consomment actuellement près de 30% de l'énergie totale.

De plus, à l'heure de l'essor des technologies de stockage de CO₂, il semble utile de rappeler que la première grande transition énergétique n'est toujours pas achevée, plus de deux siècles après son commencement. Près de 3 milliards de personnes (en Afrique, en Asie et en Amérique latine) dépendent encore, principalement pour la cuisine, parfois aussi pour le chauffage, des énergies traditionnelles de la biomasse. Le bois de feu (et le charbon de bois fabriqué à partir de celui-ci), la paille et les bouses séchées fournissaient encore environ 5% de l'énergie primaire mondiale en 2020.

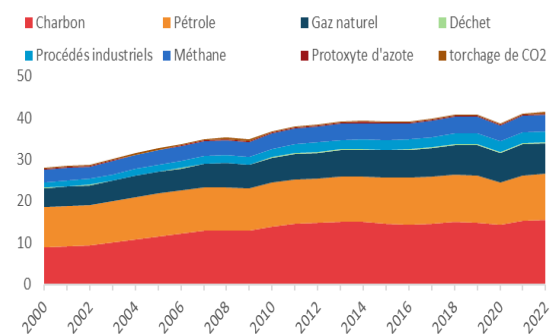
Enfin, même la réputation « verte » de certains pays mériterait d'être nuancée. Par exemple, le Danemark est souvent cité comme un exemple de réussite avec la moitié de son électricité désormais d'origine éolienne. Depuis 1995, le pays a réduit ses émissions liées à l'énergie de façon significative (56% contre une moyenne européenne d'environ 22%). Cependant, contrairement à ses voisins, le Danemark ne produit plus de métaux importants tels que l'aluminium, le cuivre, le fer ou l'acier. De plus, il ne fabrique pas de papier, de verre flotté et ne synthétise pas d'ammoniaque. Tous ces produits ont une forte intensité énergétique et le transfert des émissions associées à leur production vers d'autres pays apporte un éclairage différent sur les contributions réelles de ce pays à la décarbonation.

Pour pallier la délocalisation des secteurs présentant un risque de fuite de carbone et des émissions de carbone élevées (ciments, fer et acier, aluminium, engrais, électricité et hydrogène), l'Union européenne a introduit le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF) depuis octobre 2023. Les produits importés sont ainsi soumis à une tarification carbone équivalente à celle appliquée aux industriels européens fabriquant ces produits. Le MACF a aussi mis en place des obligations d'achat de certificats d'émission au prix du CO₂ pour les produits importés issus de procédés de production plus émetteurs que leur équivalent européen.

Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous surveillons de près les développements dans l'industrie de l'acier liés à la transition énergétique, ainsi que les sociétés engagées dans d'autres matières premières critiques. Environ 30 % de l'acier mondial est fabriqué à partir du recyclage de la ferraille, dans des fours électriques à arc. Pour réduire significativement les émissions, ces fours peuvent être alimentés par de l'hydrogène vert comme substitut aux sources fossiles. La demande en acier pour 2050 est estimée à 2,6 milliards de tonnes, soit environ 1,8 milliards de tonnes d'acier dont la production devra être réalisée avec un objectif net zéro. Cela représente un peu plus de 95 millions de tonnes d'hydrogène vert à produire.

En 2023, l'Agence Internationale de l'énergie a estimé qu'en 2030, la production mondiale d'hydrogène vert pourrait atteindre 38 millions de tonnes, mais seulement si tous les projets prévus étaient menés à bien. Comblé ce déficit est un enjeu majeur pour le succès de la transition énergétique.

Émissions mondiales de gaz à effet de serre liées à l'énergie, 2000-2022 (unité : GtCO₂ eq)



Source: Covéa Finance, IEA

Benjamin Biyogo

Analyste financier et extra financier

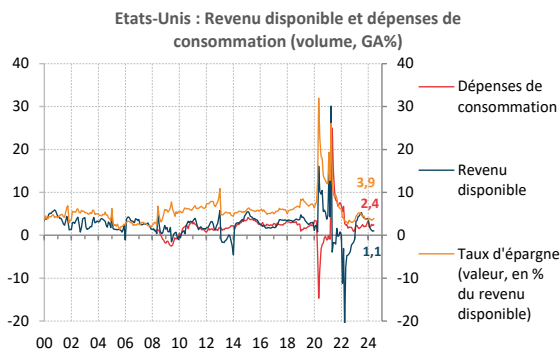


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le revenu et la consommation des ménages restent solides, sur fond de modération de l'inflation »

Les dépenses personnelles de consommation ont rebondi assez nettement en mai (+0,3% en glissement mensuel en volume), tirées par les dépenses en biens durables (+1,1%). La dynamique est particulièrement soutenue pour les biens de loisirs (équipements électroniques, vidéo..., +2,6%) et le mobilier et équipements de maison (+0,9%). En revanche, les achats de véhicules restent moroses (-0,1% sur le mois et -4,2% en rythme annuel). Par ailleurs les dépenses ont été robustes pour l'habillement (+1,1%) et les carburants (+1,3%). Les services affichent une progression plus modeste de 0,1% sur le mois, avec une nouvelle baisse des dépenses dans la restauration, hôtellerie (-0,5% sur le mois), ce qui pourrait signaler un début d'arbitrage sur les dépenses jugées non essentielles. Le revenu disponible a progressé de 0,5% en volume en glissement mensuel, ce qui entraîne une remontée du taux d'épargne qui passe de 3,7% à 3,9%.



Etats-Unis : Revenu disponible et dépenses de consommation (volume, GA%)
Sources : Covéa Finance, BEA
L'épargne personnelle est la différence entre revenu personnel disponible (Revenu personnel - Impôts sur le revenu et cotisations sociales) et les dépenses personnelles (dépenses de consommation, paiements d'intérêts et transferts courants). Définition différente de la FED qui considère l'identité Epargne Investissement.
Dernier point : mai 24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	mai-24	619	698	637	666
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	juin-24	100,4	101,3	104,5	105,4
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	mai-24	1,1	0,9	-6,0	4,1
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	mai-24	2,4	2,3	2,5	2,2

*Du 24/06/2024 au 30/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du côté des prix, l'inflation mesurée par les prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) s'est modérée, à l'instar de l'indice CPI publié précédemment. L'indice est stable sur le mois, et les prix hors alimentation et énergie ne progressent que de 0,1%, ce qui fait fléchir l'inflation sous-jacente à 2,6% en rythme annuel (2,8% en avril). Cette publication est rassurante pour la Réserve fédérale en termes de dynamique des prix, en revanche la solidité de la demande des ménages devrait l'inciter à maintenir une position prudente.

La confiance du consommateur du Conference Board a légèrement reflué en juin, passant de 101,3 à 100,4 points. L'appréciation de la situation présente s'améliore, notamment celle concernant le marché du travail, tandis que les perspectives se dégradent. Malgré cette légère embellie, le niveau actuel de l'indice demeure dégradé comparativement à la situation pré-pandémie.

Dans l'industrie, la dynamique d'activité reste faible. Les commandes de biens durables ont progressé de 0,1% en glissement mensuel en mai, grâce à une bonne performance de la défense (+4,8%). Les commandes de biens intensifs en capital hors défense et aviation, qui approchent le mieux l'investissement des entreprises, enregistrent en revanche un recul de 0,6% sur le mois. En rythme annuel, elles s'affichent en contraction de 0,2%, ce qui suggère une poursuite de l'atonie de l'activité manufacturière.

Dans l'immobilier, la dégradation est plus marquée. Les ventes de logements neufs ont reculé de 11,3% en glissement mensuel en mai, et sont au plus bas depuis novembre dernier. Alors que le nombre de maisons neuves à vendre continue de progresser, le prix médian s'inscrit en baisse de 0,9% en rythme annuel, à rebours de la dynamique toujours favorable dans l'ancien.

Le premier débat télévisé opposant Donald Trump et Joe Biden a renforcé les doutes quant à l'état de santé de l'actuel Président et interroge jusque dans la presse démocrate sur sa capacité à briguer un second mandat. Si les Responsables démocrates se sont empressés de serrer les rangs autour de Joe Biden, la possibilité d'un remplacement ne semble plus inimaginable, sans qu'aucun candidat évident n'émerge à ce stade. La convention nationale démocrate, qui désignera officiellement le candidat, se tiendra du 19 au 22 août.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

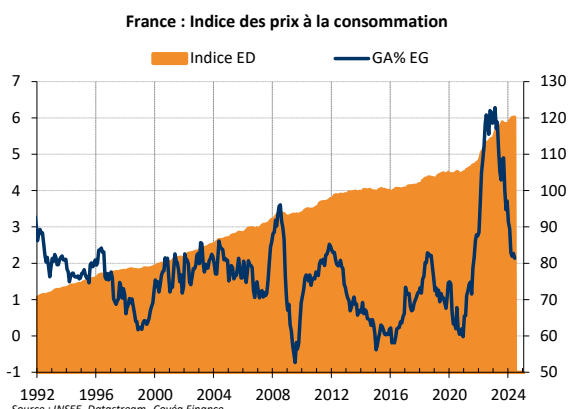
Europe

« L'incertitude perdure sur l'issue des élections en France »

En France, l'inflation mesurée par l'indice national des prix à la consommation est revenue de 2,3% en mai à 2,1% en juin. Le recul s'explique par le ralentissement des prix des produits alimentaires et de l'énergie. Les prix des produits manufacturés étaient stables sur un an, comme le mois précédent. Le rythme de hausse sur un an des prix des services est également resté stable, à 2,8%. Mesurée par l'IPCH (indice harmonisé des prix à la consommation conçu pour rendre comparable les mesures des différents pays de l'Union européenne, l'inflation a reculé de 0,1 point en juin, à 2,5%. **Les prix à la consommation ont aussi ralenti en Espagne**, avec une hausse de 3,5% sur un an de l'IPCH (après 3,8% en mai). Comme en France, le ralentissement des prix s'explique par les composantes énergie et produits alimentaires, alors que l'inflation sous-jacente (qui exclut ces deux catégories) est restée stable, à 3,0%. Plus faible que dans le reste de la zone euro depuis la fin de l'année dernière, **l'inflation italienne a légèrement augmenté en juin** (mesurée par l'ICPH), à 0,9% contre 0,8% en mai. Le recul sur un an des prix des biens s'est accentué alors que la hausse des prix des services a un peu augmenté. L'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) a progressé de 0,2 point, à 2,1% en juin.

En France, comme le laissent attendre les sondages, le Rassemblement National (RN) est arrivé en tête du premier tour des élections législatives anticipée, avec 33,2% des suffrages au niveau national. L'alliance de gauche Nouveau Front Populaire (NFP) en rassemble 28,0% et le centre 20,8%. Le taux de participation a atteint 66,7%, du jamais vu depuis 1997 et on dénombre plus de 310 circonscriptions (sur 577) dans lesquelles plus de deux candidats sont qualifiés pour le second tour, qui aura lieu dimanche. Alors que les déclarations des états-majors des partis sur les consignes de désistement ne sont pas toutes des plus claires, **il est difficile d'établir des projections sur la future configuration de l'Assemblée nationale avant mardi 18h, limite de déclaration de candidature pour le second tour. Le scénario d'une majorité absolue du NFP semble toutefois pouvoir être écarté. L'issue la plus probable semble être une absence de majorité, même si une majorité absolue pour le RN ne pas être exclue à ce stade.**

Comme attendu, **le Conseil européen, qui réunissait jeudi et vendredi les chefs d'Etats et de gouvernements des pays de l'Union européenne, a confirmé la volonté de la majorité des participants de voir Ursula Von der Leyen (PPE) conserver son poste à la tête de la Commission européenne**, Antonio Costa (PSD) succéder à Charles Michel à la tête du Conseil et la première Ministre estonienne Kaja Kallas (Renew) prendre la responsabilité de la diplomatie de l'UE. Ces trois nominations doivent maintenant être confirmées par un vote du Parlement réuni en assemblée plénière, dont la première de ce « nouveau Parlement » se tiendra du 16 au 19 juillet. Alors que Giorgia Meloni se serait abstenue (quand Viktor Oban votait contre) lors du vote de confirmation de ces candidatures, Forza Italia, membre de la coalition dirigée par Mme Meloni en Italie, a annoncé que ses représentants au Parlement soutiendront la reconduction de Mme Von der Leyen, mais qu'ils s'opposent à celle de M. Costa.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	mai-24	0,3	0,2	6,4	0,5
AL	IFO - Climat des affaires	Indice	juin-24	88,6	89,3	90,4	88,9
FR	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	mai-24	0,9	0,0	-2,3	-1,6
ES	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	mai-24	0,3	0,1	0,9	3,0

*Du 24/06/2024 au 30/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les statistiques de la BCE montrent que la croissance de M3 continue à augmenter progressivement, à 1,6% sur un an en mai, au plus haut depuis mars 2023. Ce mouvement reflète la poursuite du redressement de l'agrégat M1 sous l'effet de l'arrêt de la baisse des dépôts à vue -notamment des entreprises-, mais aussi une dynamique toujours soutenue des dépôts à terme de moins de deux ans et des actifs monétaires dont la rémunération dépend des taux de marché, à l'instar des OPCVM monétaires. Du côté de l'actif des banques, la contrepartie du redressement des agrégats monétaires est la poursuite du redressement -certes très progressif- des crédits aux entreprises et aux ménages.

Devenu très erratique depuis quelques mois, **l'indicateur de sentiment économique de la zone euro**, construit par la Commission européenne, a **légèrement reculé en juin**. Sa baisse reflète une moindre confiance dans les entreprises manufacturières et de services, ainsi que des secteurs du commerce de détail et de la construction. Seule la poursuite du redressement progressif de la confiance des consommateurs a contribué à limiter le recul de l'indice global de confiance. L'indicateur de climat de l'emploi a chuté de plus d'un point et demi, pour passer sous sa moyenne de longue période pour la première fois depuis plus d'un an. Le volet trimestriel de ces enquêtes compilées par la Commission européenne montre un net redressement des intentions d'investissement des entreprises de la zone euro, en particulier en Allemagne.

Selon la presse chinoise, Pékin aurait proposé au ministre allemand de l'économie, Robert Habeck, actuellement en visite en Chine quelques jours après l'annonce de la Commission des premiers résultats de son enquête sur le subventionnement de la chaîne de valeur des véhicules électriques en Chine, de baisser les droits de douane (actuellement de 15%) sur les véhicules thermiques de forte cylindrée importés en Chine en provenance d'Europe si Berlin parvenait à convaincre l'UE de renoncer à l'augmentation annoncée des droits de douane sur les véhicules électriques chinois. Rappelons que la procédure suivie pour l'examen de ces subventions et la détermination de droits de douanes compensatoires est aux mains de la Commission, sous le contrôle d'un comité composé de représentants des Etats-membres. Par ailleurs, les autorités chinoises ont ouvert une enquête anti-dumping sur les exportations européennes de viande de porc en Chine.

Jean-Louis Mourier

Economiste

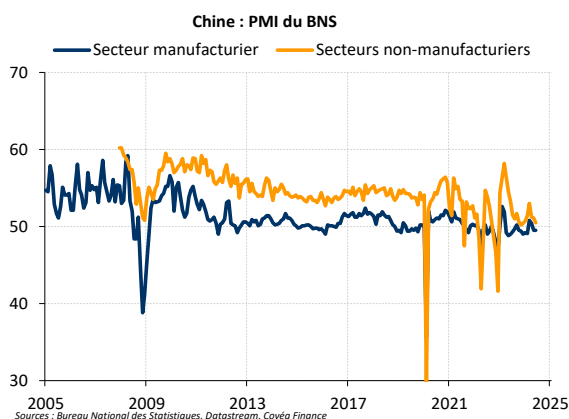


Suivi Macroéconomique

Asie

« Activité hésitante en Chine, en reprise au Japon »

En Chine, le PMI manufacturier du bureau national des statistiques (BNS) est resté stable, à 49,5 en juin. Comme souvent, les signaux diffèrent du côté de Caixin, avec une légère hausse du PMI manufacturier, à 51,8. Dans cette dernière enquête, les indicateurs de prix payés et facturés sont au-dessus de 50. Le PMI non-manufacturier du BNS a reculé de 0,6 point, à 50,5, avec un ralentissement dans les services et dans la construction. Pour ce dernier secteur, le NBS signale que l'activité a été freinée en juin par des conditions météo défavorables dans le sud du pays.



Les résultats de l'enquête Tankan de la Banque du Japon décrivent une amélioration de la confiance des entreprises au deuxième trimestre. L'indicateur de climat des affaires pour les grandes entreprises manufacturières a atteint +13, contre 11 en mars. La confiance des entreprises non-manufacturières reste à un niveau élevé, malgré une baisse d'un point, à +33. Cependant, les entreprises s'attendent à ce que l'offre de main d'œuvre reste tendue. L'inflation espérée à long terme est également à la hausse, à 2,2% toutes entreprises confondues.

De leur côté, les institutions financières restent également optimistes quant au climat économique, à +28 contre 26 précédemment. Néanmoins elles s'inquiètent aussi d'un manque de main d'œuvre.

Au Japon, l'industrie se redresse en mai. Après un début d'année marqué par d'importantes contraintes d'offre (en lien avec un séisme et la fermeture d'usines automobiles), la production industrielle poursuit son redressement saccadé avec une hausse solide de 2,8% en mai. La hausse a essentiellement été tirée par la reprise vigoureuse de la production automobile (+18,1% en glissement mensuel) qui retrouve pratiquement son niveau de décembre 2023, soit avant qu'un scandale de falsification des résultats de tests d'homologation de plusieurs modèles se soit traduit par des fermetures d'usines. La production a également progressé dans les autres secteurs de l'industrie à l'exception notable des machines de production (-6,9%). Pour le mois de juin, l'enquête PMI manufacturier (50,1) et l'enquête du gouvernement auprès des entreprises indiquent une activité industrielle moins bien orientée.

La consommation japonaise reste solide. Les ventes au détail ont augmenté de 1,7% en glissement mensuel en mai après une progression déjà importante en avril (1,2%). Cette vigueur illustre surtout le rebond des ventes d'automobiles, qui profitent de la dissipation des contraintes d'offre (comme évoqué plus haut), et une hausse solide des ventes de

Sources : Bureau National des Statistiques, Datastream, Covéa Finance

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

*Du 24/06/2024 au 30/06/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

produits pharmaceutiques. Les ventes ont en revanche décliné dans l'alimentation. Lors des prochains mois, les ménages japonais devraient bénéficier des résultats favorables des négociations salariales de printemps et, à partir de juin, de la baisse d'impôt temporaire annoncée par le gouvernement pour entretenir leur consommation. En outre, le pouvoir d'achat des ménages sera soutenu par la prolongation de subventions sur l'énergie jusqu'à la fin de l'année, annoncée par le gouvernement la semaine passée.

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.