

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

12 Août 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Jeux, set et match...

Sur les 15 derniers jours, la France, et en particulier sa capitale Paris, ont vécu à l'heure des Jeux, avec l'organisation dans la ville lumière de la 33ème édition de l'ère moderne.

Au-delà du succès sportif et populaire, les Jeux soulèvent régulièrement d'un point de vue économique et financier pour la ville hôte, et plus largement pour le pays, la question du rapport coût/bénéfice de l'organisation d'un tel évènement.

Sur les dernières décennies, de nombreuses études ont été réalisées sur le sujet, sans arriver, il faut le reconnaître, à déterminer clairement la rentabilité pour un pays d'organiser un évènement de cette dimension.

En cause, du côté des coûts, des budgets prévisionnels quasi systématiquement dépassés, des coûts indirects de maintenance de certaines infrastructures construites spécialement pour l'évènement sous-estimés (stades, village olympique pour accueillir les athlètes etc...), ou encore un service de la dette contractée pour financer les investissements nécessaires pouvant s'étaler sur plusieurs dizaines d'années. Du côté des bénéfices et des retombées attendues, des estimations difficiles à réaliser entre les impacts en amont de l'évènement (créations d'emplois...), les impacts à court terme (tourisme, confiance des ménages, dépenses...) et les impacts potentiels à long terme sur certains territoires (attractivité).

L'INSEE et le service statistique ministériel en charge de la jeunesse et des sports ont annoncé en juillet se mobiliser pour évaluer ces impacts économiques, mais aussi les impacts sociaux et environnementaux des Jeux sur l'économie française.

A court terme, l'INSEE prévoit dans sa dernière note de conjoncture de juillet un accroissement du Produit Intérieur Brut de l'ordre de 0,3 point au troisième trimestre 2024 en lien avec l'évènement, une hausse essentiellement due à l'enregistrement comptable des dépenses de billetterie et des droits de retransmission à l'été 2024. Il faudra attendre plusieurs années pour connaître le réel impact de l'héritage de ces jeux, autant au niveau des coûts qu'au niveau des bénéfices.

En attendant les résultats de ces travaux de longue haleine, espérons que la douce euphorie des Jeux se prolonge quelque peu et contribue à faire pour l'économie française de cet été 2024 une réussite économique !

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	09/08/24	28/06/24	T-12 mois	28/06/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,092	1,071	1,098	1,9	-0,6
€ / £	0,856	0,847	0,866	1,0	-1,2
€ / Yen	160,00	172,39	158,95	-7,2	0,7
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	80	86	86	-7,8	-7,8
Indice CRB*	536	539	557	-0,7	-3,8
Prix de l'once d'Or	2 432	2 340	1 914	4,0	27,0
Prix de la tonne de cuivre	8 867	9 599	8 386	-7,6	5,7
Indice Baltic Dry**	1 670	2 050	1 137	-18,5	46,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3254	3714	1044	-12,4	211,8

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 :

Après une journée de lundi de baisse des taux et d'aversion au risque marquée, en réaction aux chiffres de l'emploi américain et à la décision de la banque centrale japonaise, la tendance s'est inversée sur le reste de la semaine. Finalement, les taux 10 ans américains et allemands sont en hausse respectivement de 15 points de base (pbs) à 3,94% et de 6pbs à 2,23%. Le taux 10 ans français lui est stable à 2,97%.

De la même façon, après une hausse importante des primes de risque lundi, celles-ci se sont resserrées et terminent en baisse. C'est le cas pour l'écart de rendement entre l'Italie et l'Allemagne à 10 ans qui termine à 142pbs, en baisse de 4pbs et pour les primes de risque sur le crédit qui terminent également en légère baisse. Le marché primaire a été très fourni notamment aux Etats-Unis où la plus importante journée d'émission depuis le début de l'année a eu lieu mercredi avec 31,8Mds\$ d'émissions et de nombreux émetteurs comme Coca-Cola, Volkswagen ou Bank of America.

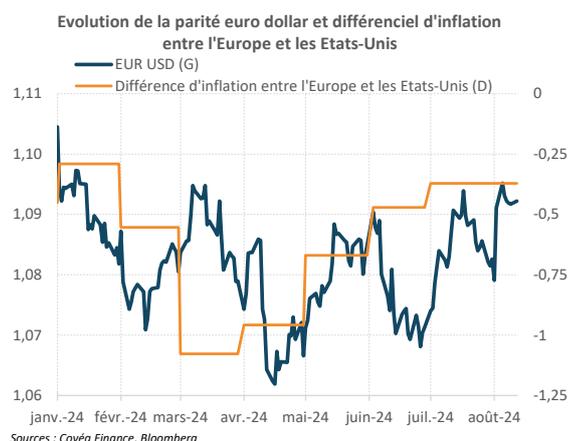
Le Focus de la semaine : Point sur la parité euro dollar

Après un début d'année 2024 qui a été en faveur du dollar, avec un point bas de la parité EURUSD atteint mi-avril à 1,0601, le second trimestre aura vu la devise européenne reprendre des couleurs. A début août l'euro performe de près de 3% par rapport au point bas de l'année, à 1,0917 à vendredi. Mais depuis le début de l'année, l'euro reste encore en retrait face au dollar de 1,3%. La volatilité sur la parité reste néanmoins sur des niveaux historiquement faibles autour de 5% pour la volatilité historique à un mois, contre une moyenne de 8,7% depuis la création de l'euro.

L'un des catalyseurs majeurs de cette année sur l'évolution de la parité EURUSD, qui est par ailleurs scruté avec attention par les banquiers centraux est l'inflation. Du côté européen, l'inflation a reflué plus fortement qu'aux Etats-Unis jusqu'au mois d'avril amenant l'écart avec l'inflation américaine au-delà de 1%. C'est probablement l'une des raisons qui a conduit la banque centrale européenne à déclencher ses premières baisses de taux directeur avant la banque centrale américaine. Depuis, l'inflation européenne stagne autour de 2,6% alors que l'inflation américaine affiche une baisse au mois de juin pour le 3ème mois consécutif et passe sous la barre des 3%, réduisant l'écart avec le chiffre européen.

Sur la période plus récente, les mauvais chiffres économiques américains ont fait craindre aux investisseurs la possibilité d'une récession aux Etats-Unis, qui inciterait la banque centrale américaine à baisser ses taux plus rapidement et plus fortement que ce qu'attendait le marché précédemment. L'écart de taux court entre l'Europe et les Etats-Unis, qui reflète les décisions des banques centrales, a diminué significativement pour atteindre les points bas de début d'année autour de 150 points de base. La parité EURUSD étant toujours fortement corrélée à cet écart de taux court, l'euro s'est apprécié contre dollar dépassant même les 1,10 en séance, niveau qui n'avait pas été vu depuis janvier dernier.

Le cycle de baisse des taux directeurs a débuté pour la banque centrale européenne, et est vraisemblablement sur le point de débiter pour la banque centrale américaine. Le rythme de ces baisses de part et d'autre de l'Atlantique sera déterminant pour la parité EURUSD à horizon fin d'année.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Xavier Bouscharin

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	09/08/24	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
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	0,00	0,00	0,00	0,00		
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,25	4,50	4,25	0,00	0,00	-0,25	0,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	0,00	0,00	-0,25	0,00		
Banque d'Angleterre	5,00	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		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,94	3,79	4,40	3,88	4,11	15	-46	6	-17	-12	28
Allemagne	2,23	2,17	2,50	2,02	2,53	5	-28	20	-30	-15	23
France	2,97	2,97	3,30	2,56	3,06	0	-33	41	-9	34	53
Italie	3,64	3,63	4,07	3,70	4,15	1	-43	-6	-50	75	64
Royaume-Uni	3,95	3,83	4,17	3,54	4,37	12	-23	41	-42	32	57
Japon	0,85	0,95	1,06	0,61	0,58	-10	-20	24	27	56	122
Crédit											
Indice Itraxx Main	61,9	62,9	60,9	58,1	72,7	-0,9	1,0	3,8	-10,8		
Indice Itraxx Crossover	328,8	331,9	319,2	309,9	406,4	-3,1	9,6	18,9	-77,6		

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 :

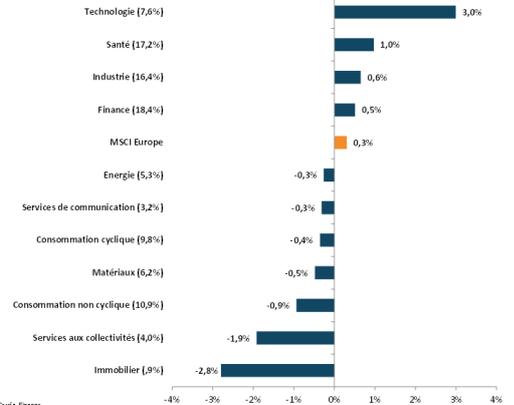
La semaine dernière, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) est en hausse de 0,3%. Le marché débute la semaine en baisse dans le sillage de la précédente et du fort recul de certains marchés internationaux (Japon notamment). Les craintes pesant sur la croissance américaine et le déboucement de certaines positions entraînent un pic de volatilité rarement vu historiquement. Le marché rebondira ensuite pour terminer à l'équilibre, mais reste volatil et dépendant des indicateurs macroéconomiques.

Concernant les matières premières, à la suite des tensions au Moyen-Orient, le cours du baril de pétrole (référence Brent) est en hausse de 3,1% sur la semaine et se rapproche du niveau de \$80/baril.

En termes d'évolution sectorielle, les variations traduisent la forte volatilité des marchés. Ainsi, la technologie (+3%) affiche la meilleure performance après la baisse de 7% de la semaine précédente. Ensuite, nous trouvons les secteurs de la santé (+1%) soutenu par la performance de Novo Nordisk et de l'industrie (+0,6%) qui avait bien corrigé la semaine dernière à cause des craintes sur la croissance économique.

Les secteurs de l'immobilier (-2,8%) et des services aux collectivités (-1,9%) affichent les pires performances de la semaine. Ces secteurs s'étaient bien comportés la semaine dernière avec la baisse des taux.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 02/08/2024 au 09/08/2024 (GICS)



Source : Bloomberg, Covèa Finance

Le Focus de la semaine : la chimie européenne encore à la peine

Sur les deux dernières années, le secteur de la chimie en Europe a connu de nombreuses difficultés. En 2022, les chimistes européens ont dû faire face à une forte augmentation des coûts énergétiques après l'arrêt des importations de gaz russe, puis en 2023, une faiblesse des volumes en raison de l'écoulement des stocks constitués lors de la pandémie de covid-19.

En l'espace de deux ans, la production allemande a chuté de 21 % selon les chiffres de la Fédération des industries chimiques (VCI) publié en début d'année. L'an dernier, les capacités de production de la branche ont été utilisées à hauteur de 77 % en moyenne, alors qu'un taux de 82 % est nécessaire pour avoir une activité rentable selon l'organisme. Les acteurs européens doivent s'adapter et faire évoluer leur modèle au cœur d'une année 2024 supposée être l'année de la reprise des volumes. Les derniers commentaires donnés lors des publications des résultats des sociétés de chimie sont toutefois pour le moins contrastés et la plupart des sociétés ont revu à la baisse leurs objectifs pour cette année.

Le Conseil européen de l'industrie chimique (Cefic) a d'ailleurs indiqué qu'une forte reprise en 2024 était finalement peu probable. En effet, la plupart des utilisateurs en aval de l'industrie chimique continuent de montrer des tendances d'activité à la baisse et les carnets de commandes ne se remplissent toujours pas davantage. Les derniers indicateurs économiques faisant craindre un ralentissement de la croissance ne vont pas non plus dans le sens d'une normalisation rapide.

Cependant, le ralentissement redouté a déjà eu lieu pour les acteurs de la chimie les plus en amont de la chaîne de valeur, ce qui explique la forte correction des titres cette année (Arkema -23%, Basf -15%, Syensqo -25%). Les sociétés ont pris des mesures drastiques pour faire face à cet environnement difficile. Le leader européen BASF, le plus pénalisé par la situation, a mis en place un plan d'économie de coûts d'un milliard d'euros dès la fin 2022, et a annoncé fin 2023 qu'il allait rendre commercialement indépendantes trois activités issues des six grandes branches du groupe afin de rendre leur gestion plus flexible (le pôle phytosanitaire, les matériaux pour batteries et les revêtements).

Début 2024, un quart des entreprises de chimie allemande prévoyait de délocaliser leur production selon la VCI, à l'image du chimiste de spécialité Lanxess qui a décidé de focaliser ses investissements aux Etats-Unis, où le coût des matières premières et de l'énergie est moins élevé qu'en Europe. Plus récemment, le belge Syensqo a décalé de deux ans son projet d'usine géante de matériaux pour batteries aux Etats-Unis à cause du ralentissement de la demande de véhicules électriques.

Les entreprises de chimie qui s'adaptent le mieux devraient bénéficier d'un fort effet de levier lorsque la reprise des volumes se concrétisera. Cette capacité d'adaptation à des changements structurels est un des thèmes que nous abordons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	09/08/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	156	155	162	153	149	0,6	↑	-3,7	↓	2,3	↑	4,9	↑
MSCI EMU Mid Cap	989	986	1 012	966	961	0,3	↑	-2,2	↓	2,4	↑	3,0	↑
MSCI EMU Small Cap	407	408	410	426	412	-0,4	↓	-0,9	↓	-4,4	↓	-1,3	↓
MSCI Europe	167	167	172	161	156	0,3	↑	-2,5	↓	4,2	↑	7,4	↑
France CAC 40	7 270	7 252	7 479	7 543	7 434	0,2	↑	-2,8	↓	-3,6	↓	-2,2	↓
Allemagne DAX 30	6 809	6 785	7 006	6 629	6 330	0,3	↑	-2,8	↓	2,7	↑	7,6	↑
Italie MIB	31 782	32 019	33 154	30 352	28 575	-0,7	↓	-4,1	↓	4,7	↑	11,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 168	8 175	8 164	7 733	7 619	-0,1	↓	0,0	↑	5,6	↑	7,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 548	9 594	9 636	8 920	8 796	-0,5	↓	-0,9	↓	7,0	↑	8,5	↑

Sources : Bloomberg, Covèa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, le début de semaine a été marqué par des dégagements importants de bénéfiques en Corée du Sud, à Taiwan et au Japon, en particulier dans le secteur technologique. La hausse des taux d'intérêt de la Banque du Japon (BoJ), le fort rebond du yen et les débouchements brutaux sur le marché japonais sont à l'origine de cet effet d'emballlement dans toute la région. Le Japon s'est toutefois bien repris dans les séances suivantes, grâce essentiellement aux commentaires d'apaisement du gouverneur adjoint de la BoJ, Mr Uchida. Dans cette période troublée, la Chine a été relativement épargnée et termine la semaine en territoire positif, suite notamment à des commentaires du Conseil d'Etat en faveur d'un nouveau plan de soutien à la consommation.

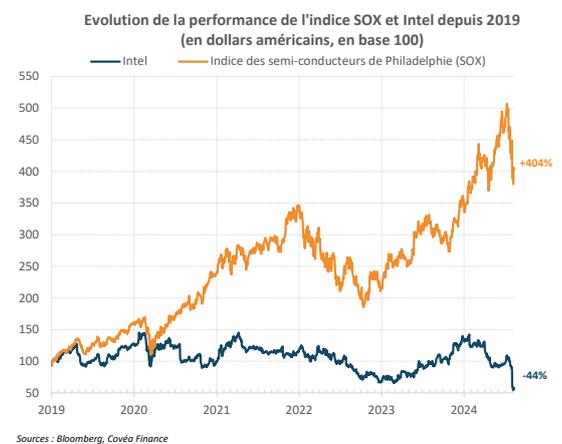
Etats-Unis, en début de semaine, dans un contexte d'envolée de la volatilité et des volumes, Wall Street a subi d'importants dégagements de bénéfiques, directement liés aux inquiétudes accrues d'une récession aux Etats-Unis et au débouclage brutal des opérations de portage sur le Yen. Grâce au rebond de fin semaine, le S&P500 finit inchangé. En parallèle, l'administration américaine renforce sa sécurité militaire en augmentant le contrôle des investissements étrangers à proximité de ses bases militaires.

Le Focus de la semaine : Intel Outside ?

La semaine dernière, Intel a, une nouvelle fois, publié des résultats trimestriels très décevants qui ont entraîné un plongeon de -26% de la valeur... Ce nouvel accident, reflétant une capitulation des actionnaires, met en lumière 10 années sans création de valeur boursière pour Intel, alors que dans le même temps, l'indice des semi-conducteurs (SOX) a été multiplié par 9 au cours de la période. Pour comprendre les raisons de cet échec, il faut s'intéresser à la stratégie mise en place ces dernières années.

Depuis l'arrivée de Patrick Gelsinger à la tête d'Intel en 2021, la stratégie du groupe repose sur deux piliers : une division « Produits » censée innover pour stopper les pertes de parts de marché sur les puces CPU (PC et serveurs), et une division « Production » censée investir massivement pour devenir la référence en matière de production américaine, tant pour ses propres puces que pour d'autres fabricants. Cette seconde unité doit permettre de réduire la dépendance des américains aux empreintes manufacturières étrangères, notamment Taiwanoises ou Coréennes. Une double stratégie qui nécessitait donc d'importants investissements et une rapide montée en compétence pour être capable de rivaliser au niveau mondial face à des concurrents, d'une part plus agiles (AMD ou Nvidia sous-traitants leur production, peuvent investir massivement sur l'innovation), et d'autre part plus efficaces, à l'image de TSMC qui maîtrise parfaitement la complexité des processus de production des puces les plus avancées au niveau mondial. Trois ans plus tard, cette stratégie s'avère être un échec : les pertes de parts de marché n'ont cessé de s'accroître au profit d'AMD ou de Nvidia selon les marchés finaux (serveurs classiques ou serveurs IA), et dans sa nouvelle activité de « fondeur », la stratégie peine à porter ses fruits car d'un côté, Intel continue de sous-traiter une partie de sa propre production à TSMC, et de l'autre, peu de concurrents semblent s'être engagés contractuellement avec Intel. En conséquence, Intel a annoncé un ajustement de ses dépenses d'investissement à venir (-17% environ sur 2025) afin de financer uniquement ses propres besoins en matière de production, ainsi que le petit nombre de contrats de sous-traitance déjà signés. Un recalibrage majeur donc... mais qui s'apparente surtout à un constat d'échec.

Cette vision stratégique, établie pour répondre aux ambitions de souveraineté des Etats-Unis en matière de production de semi-conducteurs, se heurte donc à des défis opérationnels qu'Intel ne parvient pas à surmonter. Cette relocalisation devrait finalement reposer sur les nouvelles usines de TSMC et Samsung construites aux Etats-Unis, et donc sans Intel, l'acteur national historique.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	09/08/24	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	5 344	5 347	5 460	4 770	4 469	0,0	↓ -2,1	↓ 12,0	↑ 19,6	↑ -0,1	↓ -4,0	↑ 13,3	↑ 20,3
Etats-Unis - Dow Jones	39 498	39 737	39 119	37 690	35 176	-0,6	↓ 1,0	↑ 4,8	↑ 12,3	↓ -0,7	↓ -0,9	↑ 6,0	↑ 12,9
Etats-Unis - Nasdaq	16 745	16 776	17 733	15 011	13 721	-0,2	↓ -5,6	↑ 11,6	↑ 22,0	↓ -0,2	↓ -7,3	↑ 12,8	↑ 22,8
Japon Nikkei 300	531	543	600	500	488	-2,2	↓ -11,6	↑ 6,1	↑ 8,8	↓ -2,3	↓ -4,8	↑ 3,3	↑ 8,0
Corée du Sud KOSPI	2 588	2 676	2 798	2 614	2 602	-3,3	↓ -7,5	↑ -1,0	↓ -0,5	↓ -3,6	↓ -8,5	↓ -5,0	↓ -3,3
Chine - Shanghai	2 862	2 905	2 967	2 975	3 255	-1,5	↓ -3,5	↓ -3,8	↓ -12,1	↓ -1,5	↓ -4,1	↓ -3,5	↓ -10,9
Hong Kong Hang Seng	17 090	16 946	17 719	17 047	19 248	0,9	↓ -3,5	↑ 0,3	↓ -11,2	↑ 0,9	↓ -5,2	↑ 1,5	↓ -10,4
Marchés Emergents - MSCI	1 063	1 061	1 086	1 024	1 008	0,2	↓ -2,1	↑ 3,9	↑ 5,5	↑ 0,2	↓ -3,9	↑ 5,0	↑ 6,1

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Un dilemme de l'allocation des ressources des sociétés des services aux collectivités

Selon le rapport de l'IEA*, lors de la dernière COP28 qui s'est déroulée à Dubaï, les gouvernements de plus de 200 pays, ont pris de nouveaux engagements et établi les objectifs nécessaires pour limiter le réchauffement climatique à 1,5°C. Parmi ces objectifs figure notamment le triplement des capacités de génération d'origine renouvelable. Selon l'IEA, plusieurs pays ont explicitement prévu d'augmenter leur capacité renouvelable avec un facteur 2 ou 3 d'ici 2030, dont la Chine, les Etats Unis, l'Inde, l'Allemagne et l'Espagne. Néanmoins, cet effort semble insuffisant puisque toutes les ambitions actuelles des pays en matière des capacités renouvelables complémentaires ne représentent que 30% de l'objectif du triplement (11 000 GW) d'ici 2030. Or, l'augmentation des capacités de génération de l'électricité d'origine renouvelable est importante : elle permet de remplacer les capacités de génération fossiles émettant des gaz à effet de serre mais également de répondre à de nouveaux besoins en électricité (électrification des industries, véhicule électrique, etc.).

L'atteinte de cet objectif nécessite des investissements dans des infrastructures de génération de l'électricité d'origine renouvelable de la part des entreprises du secteur des services aux collectivités. Les investissements requis portent principalement sur : les actifs de génération de l'électricité renouvelable (éolienne, photovoltaïque, hydroélectrique, géothermale, etc.) et de stockage; les réseaux électriques de transmission et de distribution permettant de relier les générateurs au réseau et d'améliorer sa résilience; les solutions de l'efficacité énergétique, avec comme objectif d'améliorer la distribution de l'électricité et d'en réduire les pertes (par exemple, avec le développement de réseau électrique intelligent).

En règle générale, les réseaux électriques de transmission et de distribution de l'électricité font partie des activités régulées. Cela signifie que les acteurs exploitant ces actifs se trouvent en situation de monopole. En contrepartie, le régulateur national en charge de ces réseaux fixe et actualise à fréquence régulière le taux de rémunération (ROE) de l'exploitant ainsi que sa Base d'Actifs Régulée (BAR) utilisée pour le calcul de sa rétribution. Ce taux de rémunération prend en compte le coût moyen pondéré du capital, intégrant ainsi le coût de la dette et des capitaux propres.

En revanche, les actifs de la génération de l'électricité (dont renouvelable) ne sont généralement pas régulés. Afin de s'assurer du taux de rémunération convenable, plusieurs variables doivent être scrutées par des investisseurs, tel le rapport au coût d'investissement/durée de vie de l'actif, le prix de l'électricité générée, la nature des contrats (marché comptant, « Power Purchase Agreements ») et la structure du financement.

Dans le contexte actuel des taux élevés, la question du financement des investissements non régulés est au centre des préoccupations des investisseurs. Les taux durablement plus longs pourraient créer des coûts complémentaires substantiels pour des développeurs des actifs de génération de l'électricité renouvelable. A cela s'ajoute la normalisation des prix de l'électricité après une forte hausse en 2022 provoquée par le conflit russo-ukrainien. Pour autant, ce contexte macroéconomique doit être mis en perspective d'importants moyens débloqués, avec des montants d'investissements conséquents et soutenus requis par la transition énergétique. Pour illustrer, Engie a prévu d'investir 22 à 25Mds€ entre 2023 et 2025 (soit +50% par rapport à la période triennale précédente), EDP Energias de Portugal 25Mds€ entre 2023 et 2026, Iberdrola 36 Mds€ pour la période 2024 à 2026.

Pour améliorer l'allocation des fonds, et pouvoir boucler leur plan de financement dans le contexte des taux élevés, certains acteurs ont recours à la rotation d'actifs (remplacement des actifs du portefeuille par cession/acquisition) et aux partenariats (partage du risque aux côtés d'investisseurs tiers dans une co-entreprise). En plus du plan d'investissements ambitieux, une autre variable importante est la politique de rémunération de l'actionnaire, qui a été historiquement généreuse pour les acteurs du secteur des services aux collectivités. A titre d'exemple, le taux de distribution du dividende** moyen d'un échantillon de 16 entreprises nord américaines et européennes faisant partie du secteur des services aux collectivités électriques a été de 81,7% en 2023, leur dividende a progressé de +4,6% en 2023 par rapport à 2022.

Afin que la transition énergétique du secteur puisse se réaliser de manière optimale, les investisseurs doivent s'assurer que la politique de dividende menée par l'entreprise soit adaptée à son potentiel de croissance en considération des flux de trésorerie disponibles pour l'actionnaire, de l'évolution du taux de distribution et du montant des investissements.

A travers sa politique d'engagement actionnarial, Covéa Finance exerce une vigilance particulière sur la politique de distribution du dividende des entreprises de son périmètre de vote en prenant en considération ces paramètres.

*IEA: International Energy Agency ou Agence Internationale de l'Energie

** taux de distribution du dividende correspond au dividende par action divisé par le bénéfice par action

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



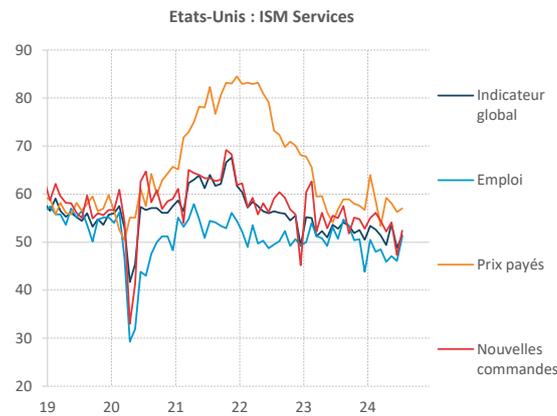
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les banquiers centraux cherchent à rassurer »

Aux Etats-Unis, le **PMI non-manufacturier de l'ISM a rebondi de 2,6 points en juillet**, après avoir chuté de 5 points le mois précédent. Les sondés annoncent un rebond de la demande, notamment étrangère, et de la production, alors que les délais de livraison de leurs fournisseurs ont diminué le mois dernier. Leurs effectifs ont progressé en juillet. En revanche, les coûts restent orientés en nette hausse. Ils ont même encore accéléré par rapport au mois précédent. De plus, même s'ils sont signalés en baisse depuis deux mois, les stocks sont toujours considérés comme trop élevés.

L'enquête trimestrielle de la Réserve Fédérale Américaine (Fed) sur les conditions de crédit bancaire montre que le durcissement s'est poursuivi au deuxième trimestre pour les prêts industriels et commerciaux, mais dans une moindre mesure qu'en début d'année. La demande des entreprises pour ce type de financements, en forte baisse depuis plusieurs trimestres, se stabilise. En revanche, la demande de crédit à l'immobilier commercial reste orientée à la baisse. Les conditions de prêts immobiliers aux ménages sont restées stables mais la demande continue à diminuer. Parmi les raisons du durcissement supplémentaire des conditions de prêts aux entreprises, ressortent notamment la dégradation des perspectives économiques (générales et sectorielles), la volonté de limiter la prise de risque et l'incertitude politique.



Source: ISM, Covéa Finance.

Dernier point : juil 24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Services	Indice	juil.-24	51,4	48,8	56,1	52,8
Importations	Val, NCVS, GA%	juin-24	3,1	4,3	14,5	-4,9
Exportations	Val, NCVS, GA%	juin-24	4,3	3,9	17,6	-2,3

*Du 05/08/2024 au 11/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Après la surprise du rapport sur le marché du travail de juillet et la réaction des marchés, les banquiers centraux américains ont été amenés à se prononcer sur les conséquences de ces mouvements sur les perspectives de politique monétaire. L'idée générale est que la communication qui a suivi la dernière réunion du FOMC reste d'actualité : la banque centrale se montre vigilante face aux signes de dégradation de la conjoncture et du marché du travail ; elle se tient prête à agir, mais sans précipitation. Mary Daly (San Francisco) ou Austan Goolsbee (Chicago), par exemple, ont indiqué que le dernier rapport sur l'emploi confirme la tendance des derniers mois et qu'il ne montre pas d'augmentation du risque de récession. Thomas Barkin (Richmond) a ajouté que l'apaisement des tensions sur le marché du travail résulte plus d'un ralentissement des embauches que d'une accélération des licenciements. Ces évolutions justifient de se montrer vigilant et, sans doute, de relâcher un peu la pression de la politique monétaire afin de ne pas accentuer le ralentissement de l'activité et la dégradation du marché du travail, mais elles n'appellent pas de précipitation. Le président de la Fed de Chicago a toutefois rappelé que des décisions d'urgence, hors du calendrier des réunions du FOMC, font partie de l'arsenal de la Fed. Le président de la Fed de Richmond a aussi indiqué que, malgré la forte baisse intervenue début août, les principaux indices boursiers américains sont restés en hausse par rapport au début de l'année. Jeff Schmid (Kansas-City), qui a pris note de la nervosité des marchés, rappelle que les conditions de financement sont des éléments à surveiller, mais que les banquiers centraux doivent avant tout se concentrer sur l'emploi et l'inflation. Tous saluent la reprise de la tendance à la baisse de l'inflation au deuxième trimestre, dont ils attendent la poursuite.

Enfin sur le plan politique, Kamala Harris a désigné son colistier pour la campagne présidentielle. Il s'agit de Tim Walz l'actuel gouverneur du Minnesota. Bien qu'inconnu du grand public en dehors de son Etat, son profil pourrait rassurer les électeurs plus ruraux, notamment dans le Mid-West où le vote de certains Etats pourrait être clé pour l'élection présidentielle.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

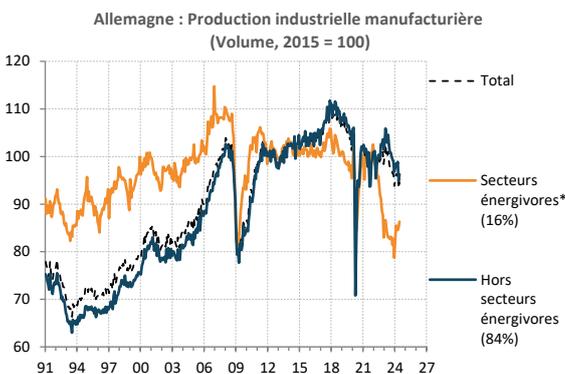


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'industrie allemande reste faible »

La consommation des ménages reste peu dynamique dans la zone euro. Les ventes au détail en volume ont reculé de 0,3% en juin par rapport au mois précédent et d'autant sur un an. La nouvelle hausse des ventes de carburant dans les stations services n'a pas suffi à compenser la rechute des achats de produits alimentaires et la poursuite de la baisse des ventes des autres produits. On notera toutefois que cette estimation pour l'ensemble de la zone est établie, comme le mois dernier, en l'absence de donnée pour l'Allemagne en raison de délais liés à l'implémentation de changements méthodologiques.



Sources : DeStatis, Datastream, Covéa Finance
*Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques
Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point : juin 2024

La production industrielle allemande a rebondi de 1,4% par rapport au mois précédent en juin, après toutefois une chute plus forte qu'initialement annoncé en mai. Elle a baissé de 1,3% en séquentiel au deuxième trimestre et son recul atteint 4,1% sur un an. Le rebond d'un mois à l'autre a notamment été tiré par les secteurs automobile et des équipements électriques. L'office des statistiques met en avant la poursuite du redressement de l'activité dans les branches les plus énergivores (1,4% sur le mois et +1,3% au deuxième trimestre, mais également +3,8% par rapport à juin 2023). La production de ces industries reste toutefois très inférieure à son niveau prépandémique.

En juin également, **les exportations allemandes de biens se sont contractées** de 3,4% par rapport au mois précédent, portant leur recul sur un an à 4,4%. Les importations ayant, au contraire, légèrement progressé par rapport au mois précédent, l'excédent commercial de l'Allemagne a diminué en juin, à 20,4Mds€ contre 25,3Mds en mai. La baisse des livraisons à l'étranger concerne autant la zone euro que les pays de l'UE hors ZE, ainsi que le reste du monde. Elles ont toutefois progressé de 3,4% vers la Chine, alors qu'elles ont chuté de 7,7% vers les Etats-Unis.

Selon Olli Rehn, gouverneur de la Banque centrale de Finlande, **la BCE pourra continuer à réduire ses taux directeurs si sa confiance en la poursuite de la baisse de l'inflation se renforce.** Il a rappelé que le chemin de la désinflation est désormais plus chaotique, mais aussi que le Conseil des gouverneurs prend ses décisions au regard des indicateurs disponibles à chacune de ses réunions. Par ailleurs, il a jugé que les forts mouvements de marchés des derniers jours lui semblent correspondre à des surs réactions des intervenants dans un contexte d'incertitude et de faible liquidité estivale, plus qu'à une dégradation des fondamentaux économiques. Il a ajouté que les banques centrales ne réagissent pas habituellement pas aux seuls mouvements de marchés et que la BCE continue à surveiller de près la situation économique et les risques sur la stabilité financière.

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

*Du 05/08/2024 au 11/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Jean-Louis Mourier

Economiste

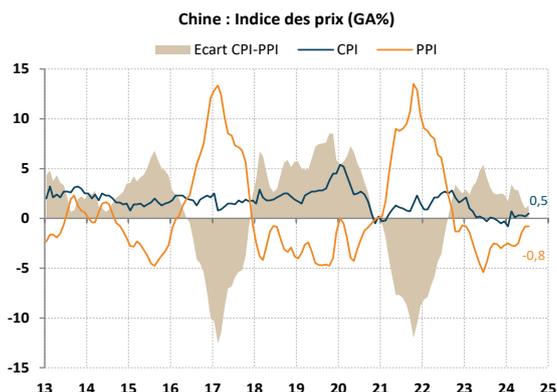


Suivi Macroéconomique

Asie

« Le léger rebond de l'inflation chinoise semble surtout refléter des effets temporaires »

En Chine, l'inflation reste faible mais se redresse quelque peu à 0,5% en juillet, après 0,2% en juin. Néanmoins, cette reprise semble principalement refléter des phénomènes temporaires. En effet, l'inflation a principalement été soutenue par les prix de l'alimentation, dont le redressement sur le mois (à 0% en glissement annuel contre -2,1% en juin) semble surtout associé aux inondations et aux températures anormalement élevées dans plusieurs régions du pays. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est en revanche modérée à 0,4% contre 0,6% en juin, témoignant d'une demande domestique qui demeure faible. Les prix des carburants ont également quelque peu ralenti à 5,1% contre 5,6% en juin. Concernant les prix à la production, l'inflation IPP est restée inchangée en territoire négatif, à -0,8% en juillet, dans un contexte de recul du prix des matières premières.



Source : Covêa Finance, NBS

L'excédent commercial chinois se réduit en juillet, à 84,7 Mds\$ contre 99 Mds\$ en juin.

La croissance des exportations s'est modérée à 7% sur le mois en glissement annuel (GA), contre 8,6% en juin. Les exportations restent très dynamiques dans les secteurs de l'électronique, des machines et des véhicules électriques mais elles ont faibli dans les secteurs intensifs en main d'œuvre comme le textile. Par pays, le ralentissement des exportations en juillet est principalement marqué à destination des économies asiatiques (Japon, Corée du Sud et ASEAN) et, dans une moindre mesure, des Etats-Unis, alors que les exportations accélèrent à destination de l'UE. En revanche, les importations se sont fortement redressées en juillet, avec une croissance de 7,2% en GA après une contraction de 2,3% un mois auparavant, notamment soutenues par les importations de matières premières comme le pétrole et le minerai de fer.

Au Japon, la Banque centrale cherche à rassurer après les turbulences financières des deux dernières semaines.

Le 31 juillet, la Banque du Japon (BoJ) est sortie de sa prudence habituelle en annonçant une hausse, largement inattendue, du taux directeur à 0,25%, qui s'est ajoutée à l'annonce d'un programme de réduction de moitié des achats d'obligations souveraines d'ici au T1 2026. Le gouverneur Ueda avait en outre clairement indiqué que d'autres hausses de taux seront progressivement mises en place. Cette accélération inattendue de la normalisation monétaire, couplée aux craintes de dégradation de la conjoncture économique américaine et aux perspectives de baisses de taux de la Réserve fédérale, s'est traduite par une appréciation rapide du Yen et, ainsi, des perturbations sur les marchés financiers, notamment en lien avec le poids des opérations visant à profiter de l'écart de taux entre le Japon et les autres économies (« carry trade ») qui ont gagné en importance au cours des dernières années. Ces événements ont amené, la semaine dernière, Shinichi Uchida, gouverneur adjoint de la BoJ, à adopter un ton plus rassurant sur l'évolution de la politique monétaire. Il a indiqué que la BoJ n'annoncerait pas de nouvelles

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Salaires	CVS, GA%	juin-24	4,4	1,9	1,8	1,2
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	juil.-24	0,5	0,2	2,0	0,2
CH	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	juil.-24	0,4	0,6	0,9	0,7
	Exportations	Val, NCVS, GA%	juil.-24	7,0	8,6	5,6	-4,7
	Importations	Val, NCVS, GA%	juil.-24	7,2	-2,3	0,7	-5,5

*Du 05/08/2024 au 11/08/2024

Sources : Refinitiv, Covêa Finance

hausse de taux tant que les marchés financiers seront instables. Par ailleurs, il a réitéré que la politique monétaire restait très accommodante avec un taux directeur qui demeure très faible, et ce en particulier en termes réels. Il a indiqué que la BoJ continuera donc de soutenir l'économie en maintenant des conditions financières très accommodantes.

La dynamique des salaires japonais atteint un plus haut depuis 1994. La croissance des salaires a rapidement accéléré à 4,5% en GA en juin, après 2% en mai. Néanmoins, cette dynamique illustre principalement la vigueur des « paiements spéciaux », une composante volatile comprenant surtout les primes, qui a progressé de 7,6%. La croissance des salaires négociés, une composante plus durable, affiche également une solide progression, à 2,3% contre 2,1% en mai, reflétant probablement les résultats favorables des négociations salariales annuelles du printemps. Ce bulletin statistique a également été marqué par une progression plus rapide des salaires que des prix pour la première fois depuis avril 2022, comme l'illustre la croissance positive du salaire réel à 1,1% en GA. A partir d'octobre prochain, la dynamique des salaires devrait également bénéficier d'une hausse significative du salaire minimum, que le gouvernement a proposé à hauteur de 5%.

En Australie, la Banque centrale (RBA) conserve une communication restrictive. Les membres du comité de politique monétaire ont maintenu le taux directeur à 4,35% en août et indiqué qu'une baisse n'était pas prévue à court terme. La gouverneure Bullock a précisé qu'une hausse de taux supplémentaire avait été discutée lors de cette réunion alors que la possibilité de baisser les taux n'avait pas été abordée. Elle a également déclaré que les anticipations des marchés financiers sur les baisses de taux à venir n'étaient pas alignées avec la perception actuelle de la RBA.

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.