

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

13 mai 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

L'immigration, une clé dans la compréhension des chiffres de l'emploi américain

Dans un rapport publié au premier trimestre 2024, le Congressional Budget Office (CBO), qui est une agence fédérale américaine travaillant pour le Congrès a sensiblement révisé les estimations de l'immigration nette sur le sol américain. Sur la base des données relevées aux frontières, ainsi que des données issues des demandes d'asiles et des réfugiés humanitaires en attente de documents légaux, le CBO estime désormais le solde net d'immigration pour 2023 et 2024 à 3,3 millions de personnes pour chacune de ces deux années. Dans le détail, plus de la moitié de ces personnes ont actuellement, soit le statut de demandeur d'asile (environ 1 million de personnes attendent une décision de justice pour pouvoir rester sur le sol américain), soit le statut de réfugié humanitaire (800.000 personnes, principalement des réfugiés Ukrainiens, Afghans, Cubains, Nicaraguayens ou Vénézuéliens). Dans les deux cas, ces immigrants en attente de statut peuvent travailler aux Etats Unis, parfois sans délai (cas des réfugiés Afghans ou Ukrainiens), parfois avec un léger délai (après 150 jours pour les demandeurs d'asile ou après 4 à 6 mois pour les réfugiés Cubains ou Vénézuéliens).

Au-delà des implications politiques que pourraient avoir ces chiffres dans le contexte d'une élection présidentielle américaine qui va rester très polarisée, ces nouvelles données, très différentes des estimations fournies par le Census Bureau (estimation d'un solde net d'immigration de seulement un million de personnes par an) nous donne un éclairage nouveau sur l'évolution de l'emploi aux Etats Unis. En effet, tout au long de 2023 et encore depuis le début de l'année 2024, les données mensuelles de créations nettes d'emplois fournies par l'enquête auprès des entreprises a surpris par sa vigueur (en moyenne 250.000 créations nettes mensuelles), tandis que l'enquête auprès des ménages (qui repose sur les données d'immigration du Census Bureau) montre des taux de chômage et de participation qui ne s'améliorent plus (pic du taux de participation en août 2023 à 62,8% et point bas du taux de chômage à 3,5% en juillet 2023). Ces éléments supposent que l'immigration est un puissant facteur de soutien au marché du travail en fournissant une main d'œuvre qui a tempéré les tensions salariales à l'œuvre aux Etats-Unis, limitant ainsi la hausse des salaires à 4% en 2023. Au-delà des effets sur l'emploi, ces chiffres suggèrent que l'immigration a aussi pu être un soutien à la consommation américaine, dont chacun a pu être surpris par sa résilience.

Ces éléments apportent un éclairage nouveau sur nos réflexions en cours sur les équilibres inflationnistes à moyen et long terme, et viennent alimenter nos Perspectives Economiques et Financières.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

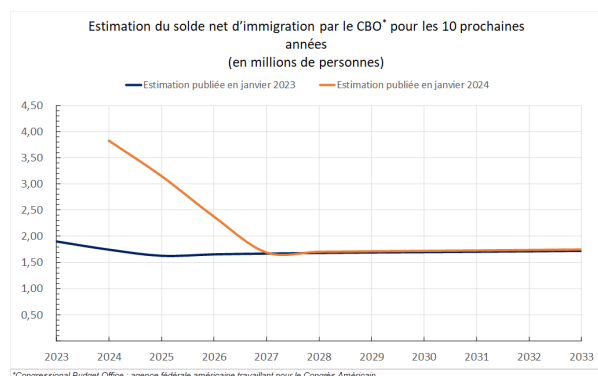
Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Focus de la semaine

« Une révision importante de l'estimation du solde net de l'immigration aux Etats-Unis »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	10/05/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,077	1,089	1,092	-1,1	-1,3
€ / £	0,860	0,855	0,872	0,6	-1,4
€ / Yen	167,76	162,31	146,88	3,4	14,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	83	85	75	-3,0	10,4
Indice CRB*	544	536	545	1,6	-0,1
Prix de l'once d'Or	2 375	2 162	2 021	9,9	17,5
Prix de la tonne de cuivre	10 004	9 072	8 164	10,3	22,5
Indice Baltic Dry**	2 129	2 374	1 608	-10,3	32,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2306	1773	983	30,1	134,5

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 :

La semaine dernière, les marchés obligataires n'ont pas connu de trajectoire très marquée, évoluant à la hausse comme à la baisse au gré des discours des banquiers centraux pour finir sur des niveaux proches de ceux de début de semaine, avec un taux 10 ans américain à 4,5 % en baisse de 1 point de base (pb) et un taux 10 ans français à 3 % en hausse de 3 pbs. Les courbes ont accentué leur inversion : sur la courbe allemande, le 2 ans est maintenant supérieur de 45 pbs au 10 ans. Concernant le marché du crédit, en raison de jours fériés dans plusieurs pays, les émissions primaires ont été moins nombreuses cette semaine. Les primes de risque se sont resserrées. Sur la catégorie haut rendement, elles sont en moyenne à 338 pbs, en baisse de 9 pbs pour un taux de 6,39%.

Le Focus de la semaine : Point d'étape sur le marché primaire du crédit euro

Avec plus de 310 Mds€ de dettes émises depuis le début d'année, le marché de la dette d'entreprises reste particulièrement actif en zone Euro. A ce stade, 2024 dépasse aujourd'hui les volumes d'émissions de l'année 2020 (en prorata temporis). Pour rappel, cette dernière fut pourtant historique, à la fois au niveau du contexte et du montant, avec près de 700 Mds€ de nouvelles émissions.

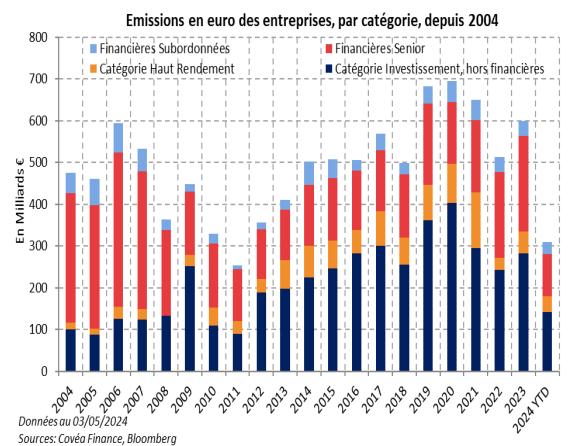
En détail, les dettes financières subordonnées et les dettes de catégorie haut rendement ont directement participé à ce bon démarrage depuis janvier, avec respectivement plus de 29 et 36 Mds€ d'émissions, soit 81% et 70% de leurs volumes respectifs d'émissions de 2023. Les émissions les plus risquées ont ainsi le vent en poupe sur ces derniers mois. Cependant, l'essentiel du volume provient naturellement des dettes de catégorie investissement, avec 142 Mds€ émis depuis janvier, et des dettes financières seniors, avec plus de 100 Mds€ proposés.

Au-delà des banques et autres émetteurs financiers, qui restent les plus grands émetteurs de dettes sur les marchés, le secteur industriel représente le secteur le plus actif depuis janvier. Ce dernier participe à lui seul, à hauteur de 31% des émissions de la catégorie « investissement » avec plus de 45 Mds€ émis à début mai. Parmi les autres secteurs, il convient de surveiller de près le segment de l'automobile. Comme nous l'avions montré au cours de nos Perspectives Economiques et Financières de novembre dernier, une part importante des dettes du secteur arrivent à échéance en 2024 (plus de 14% de la dette totale), ce qui induit des besoins importants de refinancement. Du côté allemand, Volkswagen et Mercedes-Benz ont déjà émis respectivement 3,25 Mds€ et 4,2 Mds€ depuis janvier.

Au global, la demande sur le marché représente en moyenne 3,8 fois la taille offerte par l'émetteur. La demande des investisseurs est donc encore très solide. Par ailleurs, le taux moyen à l'émission ressort à 3,91% pour les émetteurs non financiers de catégorie investissement. Ces émissions sont très recherchées par les investisseurs qui souhaitent capter des niveaux de rendement élevés en zone Euro, avant une potentielle baisse des taux directs de la part de la BCE en juin.

Du côté de l'offre, bien que les niveaux de taux soient relativement élevés, les primes de risque restent encore particulièrement resserrées. Les primes de risque du crédit catégorie investissement ressortent aujourd'hui en moyenne à 124 points de base contre la référence allemande (indice crédit Iboxx), tandis que la prime moyenne depuis 2000 est de 140 points de base. Ce contexte représente donc une fenêtre d'opportunité pour les entreprises.

Cette effervescence ne doit cependant pas masquer les risques spécifiques associés au crédit. Les exemples récents d'Altice, Atos ou Ardagh illustrent l'importance des fondamentaux et la nécessité d'appréhender correctement les risques liés à l'endettement.



Tanguy Jouanneau

Gestion OPC Tax



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	10/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	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	4,50	4,50	4,50	4,50	3,75	0,00	0,00	0,00	0,75			
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,25	0,00	0,00	0,00	0,75			
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,50	0,00	0,00	0,00	0,75			
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	4,50	4,51	4,31	3,88	3,38	-1	19	62	111	-37	14	
Allemagne	2,52	2,50	2,44	2,02	2,23	2	7	49	29	-45	13	
France	3,00	2,97	2,88	2,56	2,80	3	12	44	20	-4	48	
Italie	3,86	3,81	3,70	3,70	4,12	5	16	16	-26	37	52	
Royaume-Uni	4,17	4,22	4,10	3,54	3,80	-6	6	63	37	-13	48	
Japon	0,91	0,90	0,79	0,61	0,40	1	13	30	51	60	108	
Crédit												
Indice Itraxx Main	52,8	53,4	53,2	58,1	87,0	-0,6	-0,4	-5,3	-34,2			
Indice Itraxx Crossover	299,9	305,8	304,1	309,9	454,1	-5,9	-4,2	-10,0	-154,3			

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

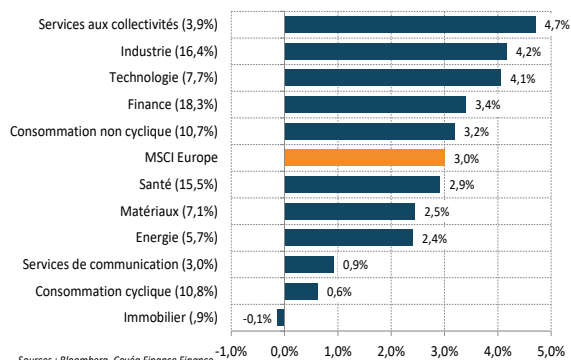
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Cette semaine est marquée par l'atteinte de nouveaux points hauts sur les marchés européens avec une progression de 3% de l'indice MSCI Europe (dividendes non réinvestis) soutenu par des discours favorables de certains banquiers centraux. Tous les secteurs sont en hausse sur la semaine à l'exception marginale de l'immobilier qui progressait fortement la semaine précédente. La hiérarchie est davantage le reflet des publications de résultats qui expliquent les plus fortes variations sur la semaine. Meilleure performance pour les services aux collectivités grâce à Orsted (+13%) et à EDPR (+9%) qui ont entraîné tout le secteur qui est maintenant en territoire positif depuis le début de l'année. Vient ensuite l'industrie, grâce à toute la sphère liée à l'électrification et les bons résultats de Prysmian (+8,7%) qui confirme son statut de bénéficiaire des changements structurels à l'œuvre. Legrand et Schneider Electric en ont également bénéficié sur la semaine avec des hausses de 8%. La technologie complète le trio de tête grâce à Infineon Technologies (+20,9%) qui a confirmé que le point bas était atteint pour son activité. A l'inverse, le secteur de la consommation cyclique, et plus précisément l'automobile, continue de sous performer dans le prolongement des résultats de Stellantis qui avait mis en avant un risque sur ses marges. Cette semaine, c'est la publication de résultats de Ferrari (-6%) et ses commentaires prudents sur les prises de commandes qui expliquent plus particulièrement la baisse du secteur.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 03/05/2024 au 10/05/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Une transformation à marche forcée pour les opérateurs de satellites et leur chaîne de valeur

Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous nous attachons à illustrer la capacité d'adaptation des entreprises face aux changements structurels que nous connaissons. Nous vous proposons cette semaine un éclairage sur un secteur d'activité particulièrement impacté par une transformation en profondeur de sa manière de fonctionner : les opérateurs satellites. L'annonce du rachat de l'acteur américain Intelsat par le luxembourgeois SES pour 2,8 milliards d'euros à la fin du mois d'avril est le dernier exemple en date, après le rapprochement entre Eutelsat et OneWeb finalisé à l'automne 2023 d'un segment qui doit se réinventer.

Ces opérateurs tiraient historiquement près de 70% de leurs chiffres d'affaires des activités liées à la diffusion vidéo, leur offrant de la visibilité avec des contrats qui couvraient souvent l'intégralité de la durée de vie des satellites lancés et des taux d'utilisation des capacités élevés. Les changements des modes de consommation vers davantage de vidéo à la demande et le développement de la concurrence des réseaux terrestres (fibre notamment) ont mis à mal ce pan le plus important de leur activité avec la construction de surcapacités qui ont pesé sur les prix de la capacité satellitaire.

Dans le même temps, les opérateurs ont dû faire face au développement de nouvelles technologies et l'émergence des constellations de satellites plus petits, plus flexibles et surtout plus performants que les traditionnels satellites géostationnaires. Placés en orbite basse ou moyenne et popularisés par les offres de Starlink / Elon Musk et maintenant d'Amazon / Kuiper, ces offres ont remis en cause l'autre partie du métier qui consistait à fournir de l'accès internet dans des zones non couvertes. Face à ces concurrents dont la force de frappe financière est bien plus grande que la leur, les opérateurs doivent fusionner pour s'y adapter, sans aucune garantie de succès. Rappelons que OneWeb et Intelsat étaient proches de la disparition avant d'être rachetés respectivement par Eutelsat et SES.

Enfin, notons que les difficultés de ces acteurs se sont même diffusées tout au long de la chaîne de valeur du secteur, d'abord au niveau des lanceurs de satellites en Europe qui ont dû s'adapter à cette nouvelle donne tout en gérant la transition entre ancienne et nouvelle génération (Ariane 5 vers Ariane 6) et en repensant leur modèle économique face à l'émergence de SpaceX et de ses lanceurs réutilisables. Ensuite chez les fabricants de satellites, où des mesures de restructuration et de réduction de coûts ont dû être mises en œuvre dans les divisions Espace d'Airbus et de Thales afin de faire baisser le point mort d'une activité qui devient structurellement en manque de demande.

Julien Chevalier

Responsable d'équipe Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	10/05/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	169	164	164	153	147	3,1	↑	3,0	↑	10,8	↑	14,9	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 067	1 035	997	966	954	3,0	↑	7,0	↑	10,4	↑	11,8	↑
MSCI EMU Small Cap	438	429	421	426	406	2,1	↑	3,9	↑	2,9	↑	7,9	↑
MSCI Europe	175	170	169	161	156	3,0	↑	3,1	↑	8,7	↑	12,0	↑
France CAC 40	8 219	7 958	8 164	7 543	7 382	3,3	↑	0,7	↑	9,0	↑	11,3	↑
Allemagne DAX 30	7 273	7 043	7 074	6 629	6 321	3,3	↑	2,8	↑	9,7	↑	15,1	↑
Italie MIB	34 657	33 629	33 940	30 352	27 099	3,1	↑	2,1	↑	14,2	↑	27,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 434	8 213	7 727	7 733	7 731	2,7	↑	9,1	↑	9,1	↑	9,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 806	9 575	9 038	8 920	8 861	2,4	↑	8,5	↑	9,9	↑	10,7	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés ont poursuivi sur leur lancée des dernières semaines. Les marchés chinois ont continué de rebondir, bénéficiant de la volonté du gouvernement de dynamiser la demande en supprimant une taxe de 20% appliquée sur les dividendes des valeurs cotées à Hong Kong. Parallèlement, les marchés coréens et japonais ont peu évolué, compte tenu de leur fermeture en début de semaine. Dans le secteur automobile, BYD (leader chinois des véhicules électriques) souhaite renforcer sa présence en Europe et envisage l'ouverture d'un second site de production en Europe, dans la continuité de son usine en Hongrie (production prévue en 2025). Parallèlement, le géant des télécoms chinois, Huawei, devrait souffrir de nouvelles restrictions d'importations américaines, ces derniers ayant décidé de révoquer les licences d'exportation de Qualcomm et Intel pour des puces d'anciennes générations.

Aux Etats-Unis, le S&P500 poursuit son rebond (+1,9%), porté par de bonnes publications trimestrielles et les espoirs d'une politique monétaire plus accommodante dès l'automne prochain. Profitant d'une légère détente des rendements obligataires, les secteurs des services publics, de l'immobilier et de la finance ont surperformé l'indice général. A l'inverse, les compartiments de la consommation discrétionnaire et de la technologie ont été moins recherchés. Malgré les récentes et nombreuses rencontres diplomatiques avec la Chine, l'administration américaine se prépare à mettre en place de nouveaux tarifs douaniers afin de protéger les secteurs stratégiques des véhicules et des batteries électriques. Cette mesure, qui relève de l'article 301 du « Trade Act » de 1974, fait suite à celle du mois dernier sur l'acier et l'aluminium chinois et s'efforce de répondre aux « pratiques économiques déloyales et à la surcapacité industrielle » de la Chine. Parallèlement, les Etats-Unis ont décidé de lancer une nouvelle enquête sur l'industrie de la construction navale chinoise.

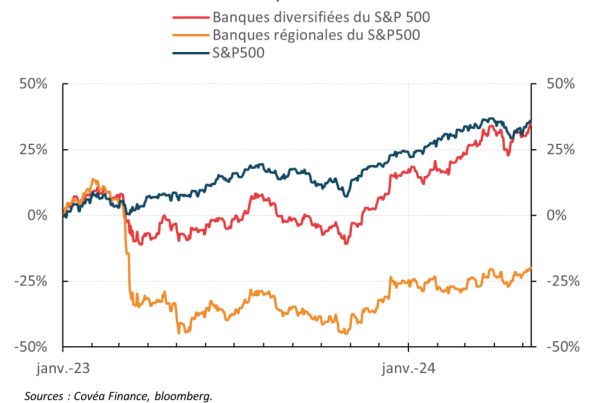
Le Focus de la semaine : Les performances contrastées du secteur bancaire américain

Au premier trimestre, les résultats des banques américaines ont été caractérisés par une poursuite de la contraction des marges nettes d'intérêt (hausse des taux de rémunérations des dépôts, en particulier dans les banques régionales) et un repli des encours de prêts (entre -0,6% et -1,5%). Du côté des banques d'affaires, les commissions ont été généralement supérieures aux attentes, grâce à l'augmentation des volumes de transactions et au retour des opérations de financement (nouvelles émissions d'actions et d'obligations).

Bien que la qualité du crédit soit restée généralement solide, les créances douteuses (dans l'immobilier de bureaux surtout) ont augmenté au sein des banques de moins de 100 Mds de dollars d'actifs. Les réserves n'ayant pas été accrues, le ratio de couverture moyen est revenu à environ 200%, contre 250% au 4T23.

Les capitaux propres ont été maintenus à des niveaux élevés au sein des plus grands établissements (12,9% en moyenne pour JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo et Citigroup) et ont été renforcés dans toutes les autres banques (pour atteindre environ 10,5%). Dans ce contexte, les 4 plus gros établissements ont augmenté leur dividende (+11% a/a) et les programmes de rachats de titres (13 Mds de dollars au 1T23 contre 6 Mds au 4T23). Au total, les directions n'ont guère relevé leurs perspectives bénéficiaires, évoquant toujours une politique monétaire restrictive qui renchérit la rémunération des dépôts et obère une reprise de la demande de prêts. Cependant, ces publications ont confirmé la solidité opérationnelle des 4 plus grandes banques et les difficultés structurelles des établissements régionaux.

Performances des banques Américaines et du marché



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	10/05/24	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	5 223	5 128	5 117	4 770	4 131	1,9	2,1	9,5	26,4	1,8	3,2	12,2	28,1
Etats-Unis - Dow Jones	39 513	38 676	38 715	37 690	33 310	2,2	2,1	4,8	18,6	2,1	3,2	7,4	20,2
Etats-Unis - Nasdaq	16 341	16 156	15 973	15 011	12 329	1,1	2,3	8,9	32,5	1,0	3,4	11,6	34,3
Japon Nikkei 300	582	584	573	500	437	-0,3	1,6	16,4	33,0	-2,1	-1,7	8,0	16,5
Corée du Sud KOSPI	2 728	2 677	2 667	2 614	2 491	1,9	2,3	4,4	9,5	1,1	0,3	1,2	7,8
Chine - Shanghai	3 155	3 105	3 055	2 975	3 310	1,6	3,3	6,0	-4,7	1,7	4,0	6,9	-7,1
Hong Kong Hang Seng	18 964	18 476	16 721	17 047	19 744	2,6	13,4	11,2	-4,0	2,5	14,8	13,9	-2,4
Marchés Emergents - MSCI	1 072	1 061	1 035	1 024	978	1,0	3,6	4,7	9,6	0,9	4,7	7,3	11,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les crédits-carbone continuent d'enflammer les débats

La SBTi (*Science-Based Targets Initiative*) fait partie des noms bien connus des acteurs de la finance durable. Partenariat créé en 2015 dans le contexte de la COP 21 entre le *Carbon Disclosure Project*, le Pacte mondial des Nations Unies, le *World Resources Institute* et le Fonds mondial pour la nature, la SBTi délivre des lignes directrices, des critères et des conseils aux entreprises pour la réduction de leurs émissions de gaz à effet de serre (GES). La certification SBTi des objectifs carbone des entreprises est notamment considérée comme un gage de crédibilité par les investisseurs. A ce jour, 800 entreprises ont vu leurs stratégies net-zéro validées par la SBTi, tandis que 2000 autres se sont engagées à les mettre en place dans un avenir proche.

Le 9 avril dernier, le Conseil d'Administration de la SBTi annonçait que les entreprises pourront désormais recourir aux « Certificats d'attribut environnementaux », incluant les crédits-carbone, pour atteindre leurs objectifs de réduction de leurs émissions de Scope 3. A la suite de cette annonce, de nombreux membres du personnel, dont 49 membres du Groupe consultatif technique (TAG) et du Groupe consultatif scientifique (SAG), ont signé une première lettre indiquant leur « *profonde préoccupation* », et une seconde appelant à la démission du Président et des membres du Conseil d'Administration. Mais pourquoi une telle polémique ?

La possibilité de recourir aux crédits-carbone pour réduire certaines émissions du Scope 3 est un revirement par rapport à la position actuelle de la SBTi, qui jusqu'alors n'autorisait pas l'utilisation de compensation carbone pour les objectifs à court et moyen terme des entreprises.

Outre le changement radical de position sur les leviers de décarbonation, les membres des groupes consultants de la SBTi ont pointé du doigt le contournement des procédures de gouvernance de l'organisation. En effet, le Conseil technique de la SBTi, qui est chargé d'examiner et d'approuver les normes et la documentation du SBTi, n'aurait pas été consulté au sujet de cette décision.

Un crédit-carbone est un instrument transférable, certifié par des gouvernements ou des organismes de certification indépendants pour représenter une réduction d'émission d'une tonne métrique de CO₂, ou d'une quantité équivalente d'autres GES. L'achat d'un crédit-carbone permet ainsi de compenser des émissions qui se produisent à un endroit différent de celui où a lieu la réduction.

Selon ses détracteurs, le crédit-carbone ne s'attaque pas à la racine du problème. Il permet aux entreprises de payer pour polluer, ce qui les détourne de la véritable décarbonation. Mais avant tout, c'est le sérieux des mécanismes de compensation carbone qui fait l'objet de nombreuses critiques ces dernières années (*The Guardian* a publié en janvier 2023 une enquête selon laquelle 94% des crédits-carbone n'auraient eu aucun effet bénéfique sur le climat).

Même si la compensation des émissions carbone existe depuis deux décennies, le manque de standardisation a eu pour conséquence une grande variabilité dans la qualité des compensations d'un instrument à l'autre. En particulier, de nombreux projets auraient été financés sans qu'une vérification de la réduction d'émissions de GES promise soit et puisse être effectuée.

Une autre problématique concerne la continuité de la compensation carbone sur le long-terme. Prenons l'exemple d'un projet de reboisement utilisé pour éliminer le carbone de l'atmosphère. Si ces forêts sont ensuite abattues ou détruites, elles cessent d'effectuer leur rôle indispensable de puits de carbone. Une entreprise peut donc avoir payé pour une compensation carbone qui n'est plus valable et qui n'a pas permis de réduire durablement les émissions de GES.

Toutefois, la qualité des projets de compensation carbone ne cesse de s'améliorer, de même que leur capacité à atteindre d'autres objectifs de développement durable. Les projets de compensation des émissions de carbone sont souvent entrepris dans les pays en développement et peuvent offrir des opportunités économiques aux communautés locales. Un aspect non négligeable à une période où le concept de « Transition Juste » est recherché.

Le 12 avril, soit trois jours après son annonce controversée, le Conseil d'Administration de la SBTi a publié une « déclaration de clarification ». Cette mise au point affirme qu'aucune modification n'a été apportée aux méthodologies du SBTi. De plus, l'éventuelle inclusion de certificats d'attributs environnementaux dans les objectifs de décarbonation suivra les procédures habituelles.

En juillet prochain, le projet de révision de la norme SBTi « Net Zéro »¹ et les travaux similaires dans le cadre du *GHG Protocol*² seront l'occasion d'aligner les règles des différentes normes. La définition par la CSRD³ de l'objectif net zéro, qui fixe clairement le seuil de 5 à 10% pour la neutralisation des émissions résiduelles en dehors des chaînes de valeur de l'entreprise, pourrait servir de base. De nombreux industriels incontournables ou stratégiques, acteurs identifiés dans la déclinaison de nos Perspectives Économiques et Financières comme bénéficiant des changements structurels et politiques, pourront tirer avantage de l'acceptation croissante du recours aux crédits-carbone dans l'atteinte des objectifs de décarbonation du Scope 3.

¹ La SBTi a un statut juridique d'association caritative. Le standard « Net Zéro » de la SBTi est un cadre de référence pour les entreprises ayant pour objectif l'atteinte de la neutralité carbone à un horizon défini.

² Protocole international proposant un cadre pour mesurer et gérer les émissions de gaz à effet de serre provenant des activités des secteurs privé et public. Le GHG Protocol est à l'origine de la définition des Scope 1, 2 et 3 des émissions de GES.

³ La CSRD est une réglementation européenne fixant un cadre de reporting obligatoire pour les entreprises concernées (applicable depuis le 1er janvier 2024, avec un champ d'application s'élargissant par palier jusqu'en 2028).

Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra-financier

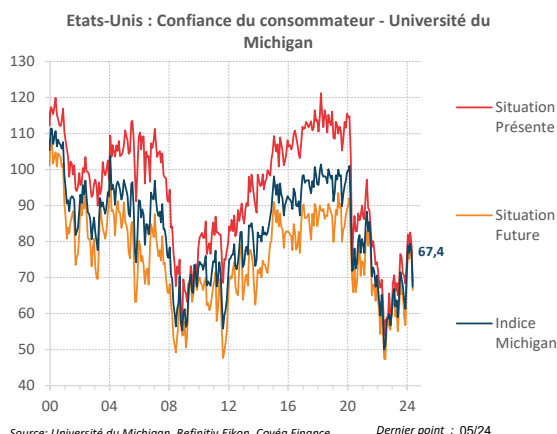
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« A l'approche des élections américaines, les tensions commerciales se ravivent avec la Chine »

Sur le plan monétaire, le Président de la Réserve fédérale de Richmond, M. Barkin, membre votant en 2024, a fait part de sa prudence quant à un assouplissement du taux directeur, tout en restant optimiste sur la poursuite du mouvement de désinflation. Il estime que les risques d'une inflation trop élevée sont supérieurs à ceux d'un affaiblissement de l'économie, au regard de l'emploi qui reste robuste. De même, M. Williams (Président de la Réserve fédérale de New York, membre votant permanent) s'est montré prudemment optimiste quant à une poursuite du recul de l'inflation.

L'indicateur de confiance du consommateur de l'Université du Michigan s'est nettement dégradé en mai, passant de 77,2 à 67,4 points. L'indice atteint ainsi un point bas depuis novembre dernier. Ce déclin concerne à la fois l'évaluation de la situation présente et les perspectives, sur fond de persistance des pressions inflationnistes. En témoigne le rebond des anticipations d'inflation des ménages à horizon un an qui passent de 3,2% à 3,5%.



L'enquête sur la demande et les conditions de crédits publiée par la Réserve fédérale (SLOOS) pour le premier trimestre 2024 fait état d'une poursuite de la baisse de la demande et du resserrement des conditions de crédits, tant pour les entreprises (prêts immobiliers commerciaux et prêts industriels et commerciaux) que pour les ménages (prêts immobiliers résidentiels et prêts à la consommation). Toutefois, si une majorité des banques indiquent avoir durci leurs conditions, leur part diminue légèrement, suggérant une modération de la tendance au resserrement.

A l'approche des élections présidentielles américaines de novembre, les signaux de regain de tensions commerciales entre la Chine et les Etats-Unis se multiplient. Après avoir évoqué le mois dernier des hausses de droits de douanes sur l'acier et l'aluminium chinois, l'administration Biden serait sur le point d'annoncer des hausses de droits de douanes sur un certains nombres de biens en provenance de Chine, tels que les panneaux solaires, les batteries, les équipements médicaux, mais aussi et surtout les véhicules électriques. Ces derniers, actuellement taxés à hauteur de 27,5%, pourraient se voir appliquer des droits de douanes de 102,5%. Un porte-parole du ministère chinois des affaires étrangères a dénoncé ces projets de l'administration Biden et suggéré que des mesures de représailles interviendraient. Donald Trump a pour sa part réagi à ces développements en évoquant des droits de douanes de 200% sur les véhicules électriques chinois.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	mai-24	67,4	77,2	59,0	65,4

*Du 06/05/2024 au 12/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

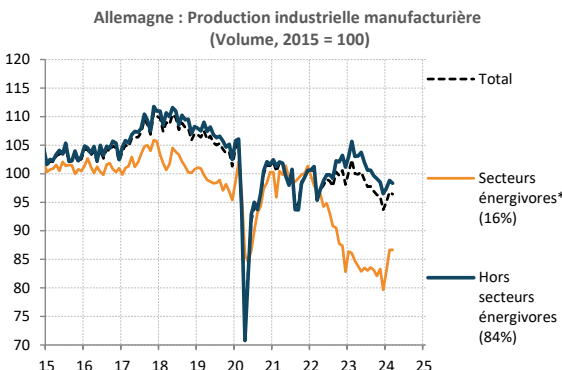


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'industrie toujours à la peine dans la zone euro »

Les discours des banquiers centraux européens se suivent et se ressemblent : il se confirme qu'une première baisse des taux directeurs européens devrait être décidée lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du 6 juin, mais tous, qu'ils soient considérés comme plutôt accommodants ou plutôt stricts, refusent de s'engager sur un rythme de baisse au second semestre. Tout au plus, Gediminas Simkus (président de la banque centrale de Lituanie) a-t-il déclaré : « Je pense qu'il y aura d'autres baisses de taux d'intérêt à l'avenir, mais je ne m'étendrai pas sur leur nombre, même si j'ai déjà dit que je m'attendais à trois baisses cette année ». L'augmentation de la confiance dans la capacité du Conseil des gouverneurs à décider d'une baisse des taux lors de la prochaine réunion du Conseil des gouverneurs, accompagnée d'un refus de s'engager sur les perspectives pour les mois suivants est aussi ce qui ressort du compte-rendu de la réunion de politique monétaire du 11 avril dernier.



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 : mars 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	mars-24	6,5	6,5	6,8	6,6
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	mars-24	0,5	-0,6	1,1	-2,1
AL	Ifo - Climat des affaires Indice	avr.-24	89,4	87,9	90,4	88,9
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mars-24	-4,4	-5,9	-0,7	-1,7
FR	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mars-24	0,7	-0,6	0,1	0,4
	PMI Services Indice	avr.-24	54,3	54,6	50,7	51,7
IT	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	mars-24	-1,6	-1,8	0,2	-2,8
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	mars-24	-3,3	-3,3	0,4	-2,1
ES	PMI Services Indice	avr.-24	56,2	56,1	52,5	53,6
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	mars-24	-1,2	1,3	2,2	-1,2
RU	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	mars-24	0,5	1,0	-3,5	-0,4
	PIB Vol, CVS, GA%	T1 24	0,2	-0,2	4,4	0,1

* Du 06/05/2024 au 12/05/2024 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Du point de vue de l'activité, la progression des ventes au détail au mois de mars (+0,7% en glissement mensuel (GM) et +2,0% en glissement annuel (GA)) confirme que la poursuite d'une vive progression des revenus des ménages dans un contexte d'inflation plus faible dans la zone euro soutient leur comportement de consommation. De plus, l'activité dans les services reste dynamique. D'après l'estimation d'Eurostat, elle a progressé de 1,0% en février par rapport au mois précédent et de 4,9% sur un an. En revanche, la production industrielle a renoué avec la baisse au mois de mars en Allemagne et en Italie, avec des reculs respectifs par rapport à février de 0,4% et 0,5%. Dans les deux cas, les évolutions sur douze mois sont à nouveau négatives. En Allemagne, les branches manufacturières les plus exposées à l'énergie ont vu leur activité stagner en mars.

La balance commerciale de l'Allemagne a enregistré un excédent de 22,3Mds€ en mars. Les statistiques confirment une tendance, encore timide, au redressement des exportations, notamment vers l'Union européenne hors zone euro et vers le reste du monde. Les importations ont également légèrement progressé en séquentiel. Toutefois, les échanges de marchandises de l'Allemagne restent moins importants qu'un an auparavant (-8,3% pour les exportations et -9,6% pour les importations sur un an). En France également, la récente tendance au redressement des exportations et importations reste très insuffisante pour rattraper la baisse intervenue entre mi-2022 et fin 2023. En mars, le déficit commercial est resté quasiment stable par rapport au mois précédent, à 5,5Mds€.

La visite de Xi Jinping en Europe ne semble pas devoir donner des résultats spectaculaires. Lors de son passage en France, Emmanuel Macron a obtenu du président chinois qu'il renonce à taxer le cognac français et Xi a promis d'accélérer l'accès aux marchés publics chinois des télécoms et la santé, mais sans précision ni de calendrier ni de procédure. Comme il l'avait fait face à Janet Yellen, le président chinois nie l'existence de surcapacités industrielles chinoises, il estime que l'industrie des nouvelles énergies de son pays permet d'accroître l'offre mondiale et ainsi de diminuer les tensions inflationnistes globales. Pour la suite de son voyage sur le vieux continent, il a entretenu ses relativement bonnes relations avec les dirigeants européens les moins alignés sur les positions dominantes au sein de l'UE, notamment avec les présidents hongrois et serbe.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre a maintenu son taux directeur inchangé, et reste ambiguë quant au calendrier de baisse des taux. La Banque d'Angleterre a de nouveau maintenu son taux directeur à 5,25%. Le Comité de politique monétaire était une nouvelle fois divisé, puisque 7 membres étaient en faveur du statu quo tandis que 2 membres ont voté en faveur d'une baisse de taux de 25 points de base. Lors de la conférence de presse, le gouverneur Andrew Bailey a indiqué que, bien que la dynamique d'inflation soit encourageante, les futurs points de données seront déterminants pour les prochaines décisions de politique monétaire. Selon lui, **une baisse de taux lors de la réunion de la BoE en juin n'est « ni exclue ni un fait accompli »**. Il a néanmoins ajouté qu'il était probable que la BoE procède à des baisses de taux au cours des prochains trimestres, peut être même plus que ce qui est actuellement attendu par le marché (les attentes étaient de deux baisses de taux en 2024 au moment de la réunion). **Les prévisions de la BoE suggèrent que l'inflation pourrait se rapprocher, voire atteindre la cible des 2% durant le deuxième trimestre** (en raison notamment de la baisse du plafond des prix de l'énergie imposé par le régulateur britannique), avant de remonter de nouveau durant le deuxième semestre. Selon le communiqué du Comité de politique monétaire, la persistance de l'inflation dans les services et les incertitudes autour des statistiques du marché de l'emploi ne permettent pas d'être certain que l'inflation retournera durablement à la cible des 2%, ce qui pourrait retarder la première baisse de taux. Par ailleurs, interrogé sur la dépendance aux décisions de la Réserve fédérale américaine, Andrew Bailey a rappelé que les sources d'inflation entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis étaient différentes et qu'il n'existe pas de « loi stipulant que la Réserve fédérale doit bouger avant les autres banques centrales ».

L'activité britannique a renoué avec la croissance au premier trimestre. Le produit intérieur brut a connu une progression supérieure aux attentes sur les trois premiers mois de l'année (+0,6% en glissement trimestriel), après deux trimestres consécutifs de déclin fin 2023. Toutes les composantes (à l'exception des stocks) ont contribué positivement à la croissance. L'amélioration du solde commercial a été le principal contributeur, mais cela reflète avant tout la baisse des importations (-2,3% en glissement trimestriel), qui a compensé le recul des exportations (-1,0%). Concernant la demande interne, comme le suggèrent les données mensuelles de ventes au détail, la consommation des ménages a rebondi au premier trimestre (+0,2% en glissement trimestriel), dans un contexte d'amélioration du pouvoir d'achat. L'investissement est également en hausse (+1,4% en glissement trimestriel), tiré par l'investissement résidentiel.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

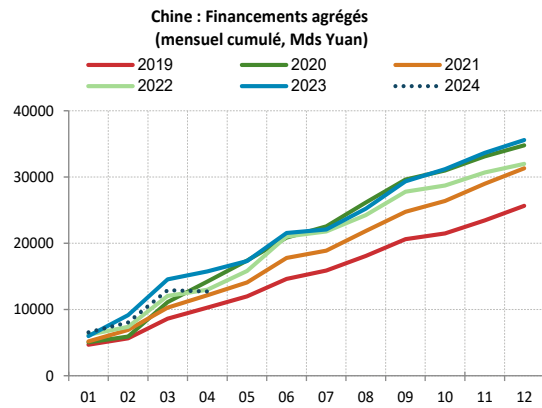
« Pour la première fois depuis 2005, les financements agrégés à l'économie chinoise reculent en avril »

En Chine, les exportations se sont légèrement redressées en avril (+1,5% en glissement annuel), après des données de mars décevantes (-7,5%). Par produits, les exportations ont de nouveau été soutenues par la vigueur dans l'automobile ainsi que par le redressement des exportations de biens électroniques. En revanche, sur un an, les exportations de biens de consommation à forte intensité de main d'œuvre ont chuté. En parallèle, les importations ont rebondi de 8,4% avril en glissement annuel (GA), après une baisse de 1,9% en mars. Les importations ont été soutenues par la demande du secteur technologique chinois, comme l'illustre la hausse des importations de circuits électroniques. Côté énergie, les importations de pétrole brut et de charbon se sont également fortement redressées. Ainsi, l'excédent commercial mensuel se redresse à 72 Mds\$ contre 59 Mds\$ en mars.

L'inflation chinoise reste peu vigoureuse malgré de légers signes de redressement en avril. La croissance de l'indice des prix à la consommation (IPC) a accéléré à 0,3% en GA, après 0,1% en mars, principalement soutenue par les prix des services et des carburants alors que les prix de l'alimentation restent en contraction. L'inflation sous-jacente a atteint 0,7% (après 0,6% en mars). En outre, l'indice des prix à la production (IPP) continue d'afficher une franche contraction, bien que légèrement moins marquée qu'en mars (à -2,5% en GA après -2,8%). Bien que soutenus par la hausse du prix du pétrole et d'autres matières premières, les prix continuent de pâtir d'une demande insuffisante pour absorber la production.

Les données de nouveaux financements agrégés à l'économie ont enregistré leur première contraction mensuelle depuis 2005. En glissement annuel, la croissance de l'encours de ces financements s'inscrit en net ralentissement à 8,3%, un plus bas historique. Si cette détérioration a été largement généralisée, elle reflète surtout la faiblesse des émissions d'obligations d'Etat qui ont reculé en avril. Alors que les gouvernements locaux font face à des difficultés financières croissantes, ces émissions ont été bien plus faibles sur les quatre premiers mois de 2024 que lors des mêmes périodes en 2022 et 2023. Au lendemain de la publication de ces données, le gouvernement a annoncé qu'il commencerait cette semaine à émettre les obligations d'Etat à long terme d'une valeur de 1 000 Mds de yuans (138 Mds\$) qui avaient été annoncées lors du rassemblement annuel de l'Assemblée nationale populaire en mars dernier. Ces fonds, destinés à soutenir l'économie, devraient notamment servir à financer la reconstruction des zones sinistrées du pays et à améliorer les infrastructures de prévention du drainage urbain afin de renforcer la capacité de la Chine à résister aux catastrophes naturelles, selon les médias d'Etat.

Au Japon, la croissance des salaires ralentit en mars. Les salaires sont en hausse de 0,6% en mars en glissement annuel, après une hausse de 1,4% en février (révisé à la baisse, +1,8% en première estimation). La faiblesse du mois de mars est toutefois surtout imputable à un effet de base lié aux primes exceptionnelles (liées à l'inflation) qui ont été



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

* Du 06/05/2024 au 12/05/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

accordées en mars 2023. La croissance des salaires contractuels, une composante plus durable des salaires, est restée robuste à 1,7%. Les salaires progressent toujours beaucoup moins vite que les prix, comme l'illustre la contraction de 2,5% des salaires réels.

La Banque du Japon (BoJ) envoie un signal restrictif en réduisant ses achats d'obligations souveraines. La BoJ a indiqué qu'elle proposerait l'achat de 425 Mds Yens d'obligations d'Etat d'une maturité de 5 à 10 ans pour ses opérations prévues le 14 mai, soit 50 Mds de Yens de moins que lors de la précédente opération de ce type. Les achats devraient ainsi être inférieurs aux montants des titres arrivant à échéance, ce qui impliquerait une réduction de la détention de ces obligations par la BoJ.

En Australie, la Banque centrale (RBA) a maintenu le statu quo. Le comité de politique monétaire a laissé le taux directeur inchangé à 4,35% et a conservé une communication très ouverte, considérant que « la trajectoire des taux d'intérêt qui garantira au mieux le retour de l'inflation à l'objectif dans un délai raisonnable reste incertaine et le conseil n'exclut rien ». La RBA considère que l'inflation est « en train de se détendre », mais « plus lentement que prévu ». Les projections d'inflation pour décembre 2024 ont, en effet, été révisées à la hausse de 0,6 point à 3,8%, soit toujours bien au-dessus de la fourchette cible (2 à 3%). La perspective d'une première baisse de taux semble ainsi s'éloigner encore davantage. Dans sa conférence de presse, la gouverneure Bullock a en revanche indiqué que l'option d'augmenter les taux d'intérêt avait été discutée lors de la réunion.

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.