

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

16 septembre 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Batailles règlementaires !

Alors que l'Europe s'interroge sur les moyens de regagner en compétitivité face à ces rivaux américains et asiatiques, en témoigne le nombre de rapports publiés au cours des derniers mois sur le sujet par messieurs Letta, Noyer et Draghi, et se trouve confrontée au défi de trouver les moyens de financer les transitions énergétique et digitale, les dernières annonces concernant la mise en application des règles de Bâle 3 aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ne sont pas de nature à rassurer sur la compétitivité des banques européennes. Le sujet est d'autant plus sensible que les banques européennes sont de loin, les principales sources de financement des entreprises.

Aux Etats-Unis, le vice-président de la Fed, en charge de la supervision bancaire, Michael Barr, a annoncé la semaine dernière souhaiter réduire de moitié par rapport à ce qui était un temps envisagé les exigences de capital qui incombent aux banques américaines. Plus précisément, la hausse des exigences en la matière serait limitée à 9% pour les grandes banques systémiques et à 4% pour les banques de taille plus modeste. Ces propositions qui restent à être discutées et adoptées par l'ensemble des organismes de régulation du secteur ne seront effectives qu'à la mi-2026 et seront par la suite déployées pour une montée en charge progressive. De son côté, le Royaume-Uni n'a pas tardé à emboîter le pas des Etats-Unis en décalant son calendrier de 6 mois pour une entrée en vigueur des nouvelles règles au 1er janvier 2026 et en allégeant leur impact à 1% d'augmentation des exigences pour les banques britanniques. Quant à l'Union européenne, la transposition de Bâle 3 en droit de l'Union s'est finalisée par l'adoption du nouveau paquet bancaire au printemps dernier. Si l'Union européenne a déjà réagi en reportant d'un an, au 1er janvier 2026, la mise en application des nouvelles règles, celles-ci pourraient s'avérer plus pénalisantes pour les banques européennes.

Contrairement aux autorités de supervision américaine et britannique, qui ont pour mandat secondaire la préservation de la compétitivité du secteur bancaire et de la croissance, les autorités européennes ont pour unique mandat, la stabilité financière. Alors, certes, les banques de l'Union européenne ont fait la preuve de leur solidité, notamment durant la crise des banques régionales américaines du printemps 2023, mais la rentabilité, talon d'Achille des banques du vieux continent est aussi un facteur de stabilité à moyen terme.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	13/09/24	28/06/24	T-12 mois	28/06/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,108	1,071	1,064	3,4 ↑	4,1 ↑
€ / £	0,844	0,847	0,858	-0,4 ↓	-1,6 ↓
€ / Yen	156,00	172,39	156,97	-9,5 ↓	-0,6 ↓
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	72	86	94	-17,1 ↓	-23,6 ↓
Indice CRB*	531	539	553	-1,5 ↓	-4,0 ↓
Prix de l'once d'Or	2 587	2 340	1 914	10,6 ↑	35,1 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 308	9 599	8 418	-3,0 ↓	10,6 ↑
Indice Baltic Dry**	1 890	2 050	1 340	-7,8 ↓	41,0 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2511	3714	999	-32,4 ↓	151,3 ↑

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

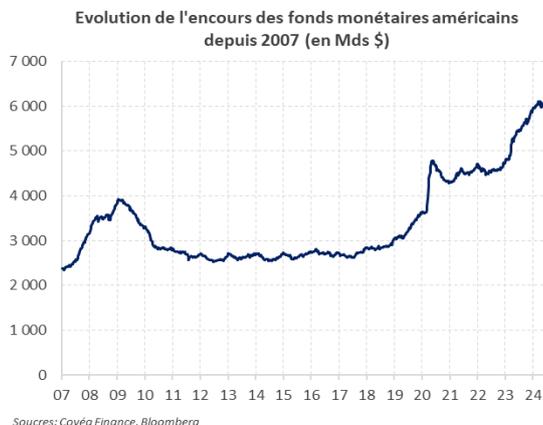
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés obligataires ont été rythmés par les chiffres économiques et les banques centrales. Aux Etats-Unis, la légère tendance inflationniste constatée dans l'indice de base des prix à la consommation a bouleversé les anticipations de baisse de taux par le marché pour la prochaine réunion du FOMC. Avant la publication, le marché tablait sur une probabilité à 32% pour une baisse de 50 points de base (pbs), après publication elle n'était plus que de 17%. Les changements d'anticipations se sont poursuivis, vendredi la probabilité est remontée à 49%. Dans ce contexte, les taux américains ont été orientés à la baisse sur la semaine, le taux 10 ans perdait 6 pbs à 3,65%.

En zone euro, le marché a été influencé par les Etats-Unis puis a été marqué par la réunion de la BCE. Le discours de Christine Lagarde a été perçu comme un peu moins accommodant. Les taux souverains ont clôturé en baisse dans un léger mouvement de pentification des courbes. Sur la maturité 10 ans, le taux allemand perdait 2 pbs à 2,15%, le taux français baissait de 4 pbs à 2,84% et l'Italie surperformait avec une baisse de 11 pbs à 3,51%. Les écarts de rendement contre Allemagne se sont réduits.

Sur le crédit, les primes de risque ont été assez volatiles. Sur les indices « cash », le crédit de catégorie Investissement en euro s'écartait de 3 pbs à 121 pbs. En revanche, l'ensemble des indices synthétiques étaient orientés au resserrement, ainsi l'Itraxx Crossover se resserrait de 16 pbs à 289 pbs. Sur le marché primaire, la semaine a été bien active avec 20,5 Mds€ d'émissions toutes catégories confondues, comptabilisant déjà 44 Mds€ d'émissions depuis début septembre. La semaine dernière, il y a eu 7,2 Mds€ pour les entreprises non financières de catégorie investissement, 4,5 Mds€ pour le haut rendement et 8,8 Mds€ pour les financières. Parmi les émetteurs de la semaine, on peut citer Orange, Carrefour et Akzo Nobel.



Le Focus de la semaine : Le succès des fonds monétaires américains

Aux Etats-Unis, l'encours des fonds monétaires a touché un record historique à 6 324 Mds\$, soit une hausse de 438 Mds\$ depuis le début d'année et de 1 589 Mds\$ depuis début 2023. Les niveaux de rendement élevés du marché monétaire et l'inversion de la partie courte de la courbe des taux américains expliquent en partie l'engouement pour ces placements de court terme. De plus, bien que les taux proposés sur les dépôts bancaires aient augmenté au cours du cycle de resserrement monétaire, les rendements offerts par les fonds monétaires restent attractifs.

Depuis début août, la collecte est de 189 Mds\$, comptabilisant 43% de la hausse depuis le début d'année. Cela peut paraître surprenant dans le contexte de renforcement des attentes de baisse de taux directeurs par la Réserve fédérale : pour l'année 2024 environ 110 points de base (pbs) de baisse sont maintenant attendus alors qu'il n'y en avait que 69 pbs fin juillet. Historiquement, les flux sortant des fonds monétaires arrivent une fois que la Fed est bien avancée dans son cycle d'assouplissement. Autrement dit, les investisseurs cherchent à profiter des fonds qui peuvent offrir des taux plus élevés pendant plus longtemps, notamment en comparaison aux dépôts bancaires. Par ailleurs, les dernières hausses d'encours ont pu être alimentées par la recherche d'actifs sûrs pendant les épisodes d'aversion aux risques avec les inquiétudes sur la santé de l'économie américaine.

Pour les mois à venir, les flux pourraient ralentir sans pour autant basculer vers la décollecte. L'incertitude quant au rythme et à l'ampleur des réductions de taux contribuera à maintenir les liquidités dans des investissements de court terme. De plus, la saisonnalité de fin d'année est généralement favorable à ce type de support.

Désormais, le nouveau débat est de savoir si les fonds monétaires vont rester aussi populaires une fois le cycle de baisse bien entamé, ou non. Dans ce cas, vers où migreront les liquidités qui y sont stockées ?

Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	13/09/24	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	3,65	4,25	4,25	4,50	4,50	-0,60 ↓	-0,60 ↓	-0,85 ↓	-0,85 ↓		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00	-0,25 ↓	-0,25 ↓	-0,50 ↓	-0,50 ↓		
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	3,65	3,71	4,40	3,88	4,29	-6 ↓	-74 ↓	-23 ↓	-64 ↓	7 ↑	33 ↑
Allemagne	2,15	2,17	2,50	2,02	2,59	-2 ↓	-35 ↓	12 ↑	-45 ↓	-6 ↓	28 ↑
France	2,84	2,88	3,30	2,56	3,12	-4 ↓	-46 ↓	28 ↑	-28 ↓	43 ↑	59 ↑
Italie	3,51	3,62	4,07	3,70	4,34	-11 ↓	-56 ↓	-19 ↓	-83 ↓	87 ↓	65 ↑
Royaume-Uni	3,77	3,89	4,17	3,54	4,35	-12 ↓	-40 ↓	23 ↑	-58 ↓	-3 ↓	59 ↑
Japon	0,85	0,85	1,06	0,61	0,72	-1 ↓	-21 ↓	23 ↑	13 ↑	45 ↓	117 ↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	53,5	56,3	60,9	58,1	70,3	-2,8 ↓	-7,5 ↓	-4,6 ↓	-16,8 ↓		
Indice Itraxx Crossover	289,5	305,3	319,2	309,9	393,7	-15,8 ↓	-29,7 ↓	-20,4 ↓	-104,3 ↓		

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

Analyse de l'évolution des marchés

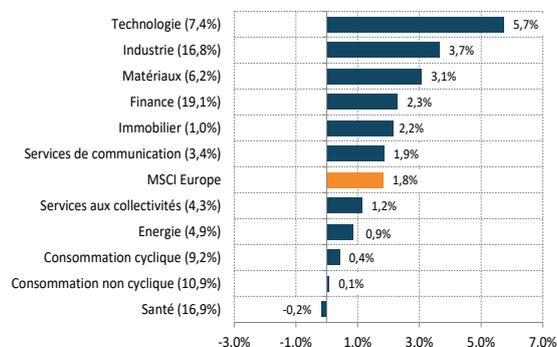
Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Après un début de mois compliqué en raison de craintes concernant les conditions d'atterrissage de l'économie américaine, les indices européens ont finalement rattrapé une partie de leur baisse. Ainsi, le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) progresse de 1,8% sur la semaine, soutenu par l'actualité des banques centrales et la baisse des rendements obligataires. La volatilité s'est maintenue sur des niveaux relativement élevés jusqu'à la baisse du taux directeur de la BCE jeudi, témoignant d'une certaine nervosité sur le marché. Dans une configuration inverse de la semaine précédente, les secteurs les plus sensibles à l'activité économique surperforment, avec en tête la technologie qui progresse de +5,7%, tirée entre autres par Dassault Systèmes, ASML ou Cap Gemini, qui reprennent chacune plus de 7% sur la semaine. L'industrie (+3,7%) et les matériaux (+3,1%) rebondissent également. Les secteurs les moins sensibles à l'activité économique ferment la marche. La baisse de Roche (-3,3%) pénalise l'ensemble du secteur de la santé (-0,2%), tandis que celle de L'Oréal (-4,2%) impacte celui de la consommation de base (+0,1%).

Depuis le début de l'année le MSCI Europe progresse de 7,6%, l'indice n'étant plus qu'à 2% de ses plus hauts historiques. Santé, finance et services de communication affichent les meilleures performances à respectivement +17%, +14,1% et +13,3%. A l'inverse, l'énergie occupe la dernière place du classement à -4,9%, en lien avec la baisse du cours du baril de pétrole (référence Brent) depuis le début de l'année qui a même franchi à la baisse le seuil des 70\$ cette semaine.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 06/09/2024 au 13/09/2024 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

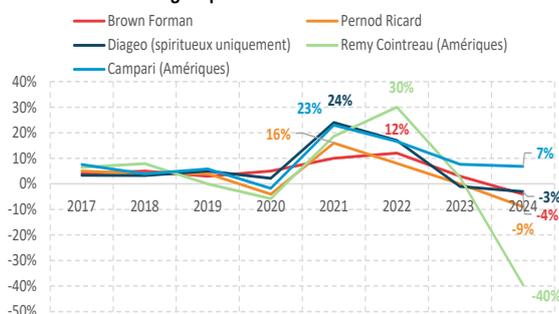
Le Focus de la semaine : La lente normalisation du marché des spiritueux aux Etats-Unis

Le marché américain des spiritueux se trouve actuellement dans une phase de normalisation, faisant suite à une période de croissance exceptionnelle post-Covid. Après une brève chute des volumes au début de la pandémie, les acteurs présents sur ce marché, Brown Forman (Etats-Unis), Pernod Ricard et Remy Cointreau (France), Diageo (Royaume-Uni) ou Campari (Italie), ont enregistré une phase d'expansion significative de leurs activités durant leurs exercices 2021 et 2022. Plusieurs éléments ont contribué à cette accélération des volumes qui s'est faite en deux temps. Les périodes de confinement prolongées sur 2020/2021 ont d'abord fortement stimulé la consommation domestique (« off-trade ») de spiritueux avant que vienne s'ajouter ensuite, dans la phase de réouverture des économies, la reprise de la consommation hors du domicile (« on-trade ») sur 2021/2022. Cette deuxième phase n'ayant pas pour autant entraîné le ralentissement de la consommation domestique. Pour y répondre, mais aussi pour pallier les difficultés rencontrées sur les chaînes d'approvisionnement, les distributeurs et détaillants ont alors accru leurs stocks. Tandis qu'en parallèle, les aides versées aux ménages par le gouvernement américain, ont contribué à soutenir le pouvoir d'achat des consommateurs. Enfin, la surperformance des catégories haut de gamme et les hausses de prix mises en œuvre pour compenser l'inflation de certains coûts (transport, verre, salaires), ont porté l'effet prix des ventes sur des niveaux exceptionnellement hauts, participant ainsi largement à l'accélération de la croissance organique sur la période.

Cependant, depuis l'été 2022, le marché des spiritueux américain connaît un net ralentissement, avec une croissance inférieure aux tendances historiques. Ce phénomène de normalisation, plus ou moins marqué suivant les catégories de produits, s'explique par une baisse de la demande liée à l'érosion du pouvoir d'achats, à un déstockage massif des grossistes et détaillants, à laquelle s'ajoute un net ralentissement de la hausse des prix. Un changement plus structurel des habitudes de consommation pose actuellement question en particulier sur le cognac, catégorie qui accuse la plus forte correction sur le marché américain. À ce stade, l'horizon de reprise des volumes de spiritueux reste incertain.

Ainsi, les sociétés du secteur sont confrontées à plusieurs problématiques qui les obligent à s'adapter pour faire face à ce ralentissement qui perdure, autant d'éléments que nous suivons avec attention dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

Croissance organique du chiffres affaires aux Etats-Unis



Sources : sociétés ; Covéa Finance

Exercices fiscaux décalés : clôture en mars pour Remy Cointreau, en avril pour Brown Forman, en juin pour Pernod Ricard et Diageo, en décembre pour Campari (dernier point : S1 24)

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	13/09/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	162	159	162	153	146	2,1	0,2	6,4	11,3	
MSCI EMU Mid Cap	1 035	1 016	1 012	966	943	1,9	2,3	7,1	9,7	
MSCI EMU Small Cap	421	415	410	426	392	1,4	2,5	-1,2	7,4	
MSCI Europe	173	170	172	161	155	1,8	0,6	7,6	11,5	
France CAC 40	7 465	7 352	7 479	7 543	7 309	1,5	-0,2	-1,0	2,1	
Allemagne DAX 30	7 184	7 031	7 006	6 629	6 254	2,2	2,5	8,4	14,9	
Italie MIB	33 568	33 291	33 154	30 352	28 873	0,8	1,2	10,6	16,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 273	8 181	8 164	7 733	7 673	1,1	1,3	7,0	7,8	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 803	9 692	9 636	8 920	8 946	1,2	1,7	9,9	9,6	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, la Corée du Sud et Taiwan ont bénéficié du rebond des valeurs technologiques, suite aux commentaires encourageants du directeur général de Nvidia concernant la demande de puces. Parallèlement, le marché indien a tiré parti de son profil défensif et d'une conjoncture domestique peu sensible aux problématiques chinoises ou américaines. En revanche, la bourse de Tokyo a été de nouveau pénalisée par les propos du responsable de la Banque du Japon en faveur de la poursuite du resserrement monétaire, favorisant une hausse du yen et une baisse concomitante des valeurs exportatrices. Enfin, les indices chinois ont affiché les plus forts replis, en lien avec des publications de données macroéconomiques décevantes. Dans la thématique du repli sur soi des économies, l'Inde a décidé d'imposer des droits de douane atteignant jusque 30% sur certains produits en acier en provenance de Chine et du Vietnam.

Aux Etats-Unis, les principaux indices américains enregistrent de forts rebonds, portés par des données d'inflation qui confortent les anticipations d'une première baisse des taux lors du FOMC de la semaine prochaine. Dans ce contexte, les investisseurs ont privilégié les grandes capitalisations et boudé les valeurs plus petites. Tous les secteurs ont terminé en hausse (à l'exception de l'énergie, pénalisée par la faiblesse des prix du baril), ceux bénéficiant de la thématique de l'IA (technologie, services de communication et consommation discrétionnaire) surperformant largement l'indice général tandis que les compartiments défensifs (consommation courante, services publics) étaient relativement peu recherchés. Cette semaine, la Chambre des Représentants a largement adopté (par 306 voix contre 81) le « BIOSECURE Act », un projet de loi qui vise à empêcher la Chine de collecter des données de santé sur la population américaine et à placer sur liste noire plusieurs sociétés chinoises de biotechnologie. Le texte attend désormais un vote au Sénat.

Le Focus de la semaine : Vers une réaccélération des tensions salariales aux Etats-Unis ?

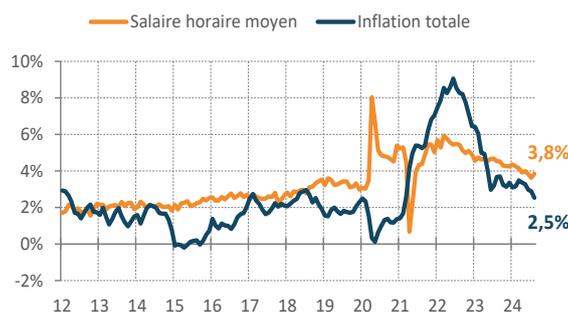
Bien qu'au niveau macroéconomique, l'indice des prix à la consommation soit retombé à son plus bas niveau depuis 3 ans aux Etats-Unis et que l'inflation salariale semble également se stabiliser sur ses points bas récents (à respectivement 2,5% et 3,8% au mois d'août), les tensions salariales restent un sujet à part entière pour les entreprises. La semaine dernière a été marquée par d'importantes négociations chez Amazon, American Airlines et Boeing ... dans un contexte parfois tendu.

Amazon a ainsi annoncé une augmentation de 7% du salaire minimum pour tous ses livreurs outre-Atlantique afin de « recruter et conserver des équipes performantes » selon la société ... mais surtout pour tempérer la menace grandissante d'une syndicalisation de ses livreurs. De son côté, American Airlines a signé un accord de 5 ans avec son personnel navigant (+20% d'augmentation immédiate) après des menaces de grèves importantes et généralisées au sein de l'industrie aéronautique en cas d'issue défavorable, ce qui est désormais le cas chez le principal employeur du secteur Boeing.

En effet, malgré un accord de principe inédit entre la direction de Boeing et le syndicat des travailleurs IAM* (augmentation de +25% des salaires sur 4 ans, prime immédiate de \$3.000 pour tous les salariés, engagement sur les sites de construction des futurs programmes, amélioration de la couverture santé des salariés, ...), les 33.000 employés concernés par cette proposition l'ont refusé à 95%, la jugeant trop éloignée de leur revendication (+40% d'augmentation salariale). Aussi, ils ont engagé une grève à effet immédiat au sein des sites de production des appareils 767, 777 et 737 Max, ce dernier modèle étant déjà une préoccupation majeure pour le groupe (enquête menée par la FAA suite aux problèmes de qualité sur les avions). Après avoir affiché plus de \$25 milliards de pertes nettes depuis 2020 et face à un endettement net supérieur à \$40 milliards, l'entreprise se retrouve désormais en difficulté opérationnelle et met également à risque l'intégralité de l'industrie, la société étant le principal donneur d'ordre aéronautique au niveau mondial. Le suivi de cette chaîne est au cœur de nos réflexions dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF), tant pour ses répercussions sur la croissance que sur l'inflation.

*IAM : Association Internationale des Machinistes et des Travailleurs de l'Aérospatiale.

Evolution annuelle de l'inflation et des salaires aux Etats-Unis



Sources : BLS, Refinitiv, Covéa Finance.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	13/09/24	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	5 626	5 408	5 460	4 770	4 505	4,0	↑	3,0	↑	18,0	↑	24,9	↑	4,1	↑	-0,3	↓	17,6	↑	20,0	↑
Etats-Unis - Dow Jones	41 394	40 345	39 119	37 690	34 907	2,6	↑	5,8	↑	9,8	↑	18,6	↑	2,7	↑	2,4	↑	9,5	↑	14,0	↑
Etats-Unis - Nasdaq	17 684	16 691	17 733	15 011	13 926	6,0	↑	-0,3	↓	17,8	↑	27,0	↑	6,0	↑	-3,5	↓	17,4	↑	22,0	↑
Japon Nikkei 300	552	557	600	500	511	-0,9	↓	-8,2	↓	10,3	↑	8,0	↑	0,2	↑	1,5	↓	10,1	↑	8,7	↑
Corée du Sud KOSPI	2 575	2 544	2 798	2 614	2 573	1,2	↑	-7,9	↓	-1,5	↓	0,1	↑	1,9	↑	-7,9	↓	-4,4	↓	-3,3	↓
Chine - Shanghai	2 704	2 766	2 967	2 975	3 127	-2,2	↓	-8,9	↓	-9,1	↓	-13,5	↓	-2,1	↓	-9,8	↓	-9,3	↓	-14,8	↓
Hong Kong Hang Seng	17 369	17 444	17 719	17 047	18 048	-0,4	↓	-2,0	↓	1,9	↑	-3,8	↓	-0,4	↓	-5,1	↓	1,7	↑	-7,2	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 082	1 075	1 086	1 024	982	0,7	↑	-0,4	↓	5,7	↑	10,2	↑	0,8	↑	-3,6	↓	5,4	↑	5,9	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Taxer la viande, un débat qui devient saignant

D'après le Programme des Nations Unies pour l'Environnement, les émissions générées par le bétail représentent environ 32% des émissions de méthane d'origine humaine. Puissant gaz à effet de serre, l'effet de réchauffement du méthane est 80 fois supérieur à celui du dioxyde de carbone. Le dernier rapport de l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), quant à lui, estime que l'élevage de bétail dans le monde représente plus d'émissions de CO₂ que les Etats-Unis et la France réunis. La consommation de viande est ainsi l'un des modes d'alimentation les plus émissifs (cf. graphique ci-contre). Par ailleurs, l'élevage est également considéré comme l'une des principales causes de la déforestation, notamment en Amazonie.

Aux inquiétudes environnementales s'ajoutent des préoccupations sanitaires, une consommation importante de viande rouge étant identifiée comme un facteur de risque de cancer et de maladies cardiovasculaires. Une étude menée par des chercheurs de l'institut international de recherche sur les politiques alimentaires (IFPRI), basé à Washington, estime le coût annuel des problèmes de santé liés à la surconsommation de viande rouge à 285 milliards de dollars pour les différents systèmes de santé dans le monde.

Parallèlement, la croissance démographique a fait augmenter la consommation mondiale de viande de plus de 500% entre 1992 et 2016. Cette tendance devrait se poursuivre à l'avenir, en particulier dans les marchés émergents. La réponse à cette demande croissante s'est traduite par un recours accru à l'élevage intensif, accentuant la question du bien-être animal et plus récemment, du rôle de l'élevage intensif dans la propagation des maladies et dans l'augmentation de l'antibiorésistance.

Pour ces raisons, le principe d'une taxation de la viande (rouge, dans un premier temps) gagne du terrain en Europe ces dernières années. L'idée sous-jacente étant que la viande induit des coûts externes significatifs pour la société qui ne sont pas reflétés dans son prix au consommateur. En Allemagne par exemple, la presse révélait en février dernier que le ministre de l'Agriculture avait pour projet la création d'une taxe sur tous les produits et sous-produits carnés. Outre-Rhin, la question d'augmenter la TVA sur la viande, soumise à un taux préférentiel, avait pourtant été abandonnée quelques années plus tôt. Les associations de consommateurs craignaient que les plus modestes, pénalisés par cette mesure, se tournent vers la viande bon marché issue de l'élevage intensif : ce qui aurait été contre-productif. Le gouvernement néerlandais quant à lui a déploré « la trop lente érosion de la consommation de viande » et a annoncé un financement public de 60 millions d'euros pour soutenir la formation d'un écosystème autour de l'agriculture cellulaire. Cultivée en laboratoire à partir de cellules animales prélevées, la viande *in vitro* en est encore à ses débuts, bien que la recherche s'accélère.

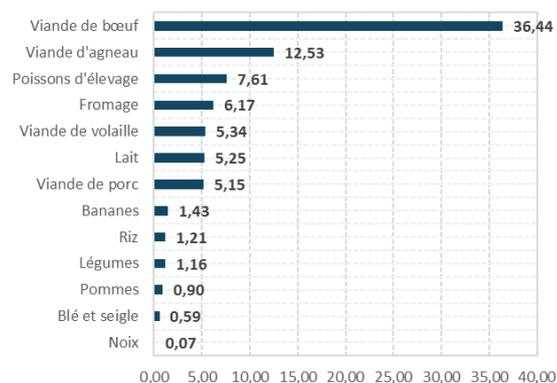
C'est finalement le Danemark qui a pris la mesure la plus forte. Avant l'été, le gouvernement danois a annoncé la mise en place d'une taxe carbone sur l'élevage, appliquée progressivement à partir de 2030. Après prise en compte des déductions fiscales, les agriculteurs danois auront à payer 120 couronnes danoises par tonne d'équivalent CO₂ émise en 2030 (environ 16€), et 300 couronnes la tonne émise à horizon 2035 (environ 40€). Les recettes générées par cette taxe carbone seront réinvesties pour financer la transition verte de l'industrie agricole.

De quoi susciter la colère de certains agriculteurs, alors que les normes environnementales étaient déjà pointées du doigt quant à leur impact sur la viabilité des exploitations. Cette hausse de coûts, qui se répercutera *in fine* sur les consommateurs, illustre le retour du Politique précédemment évoqué dans nos Perspectives Economiques et Financières. Jusqu'à présent, l'action politique des gouvernements en matière d'environnement avait plutôt tendance à se concentrer sur l'incitation à des changements progressifs (tels que le recyclage) plutôt que sur des choix de mode de vie très personnels tels que la réduction de la consommation de viande. Comme toute taxe « comportementale », l'objectif du gouvernement en question est en effet d'influencer la consommation du produit visé (la taxe sur le tabac dans plusieurs pays en est le parfait exemple).

Mais alors, quels impacts potentiels pour les investisseurs? L'agroalimentaire est un secteur auquel les investisseurs sont exposés. Pour l'instant, l'initiative danoise reste un cas trop isolé pour imaginer un impact sur la valorisation des entreprises du secteur à court terme. En revanche, les investisseurs pourraient s'intéresser de façon croissante aux entreprises les plus exposées aux protéines végétales, moins à risque sur le long terme. Ces entreprises gagneront à quantifier le potentiel d'atténuation climatique de la diversification des protéines pour l'atteinte de leurs objectifs dans le cadre de leurs plans de transition, au-delà de l'enjeu marketing.

D'autres opportunités émergent également du côté de la chimie, où certains acteurs développent des solutions limitant la méthanogenèse du régime alimentaire des ruminants. Des additifs alimentaires permettent effectivement de réduire les émissions de méthane entérique, ou autrement dit, empêchent directement la production de méthane dans l'estomac des bovins laitiers et de boucherie. Disponibles à la vente dans plusieurs pays, leur production à grande échelle n'est plus qu'une question de temps. Voilà qui pourrait susciter l'intérêt des éleveurs danois.

Emissions de GES (kgCO₂eq) pour 1000 kcal



Andréa Lemaire-Suau

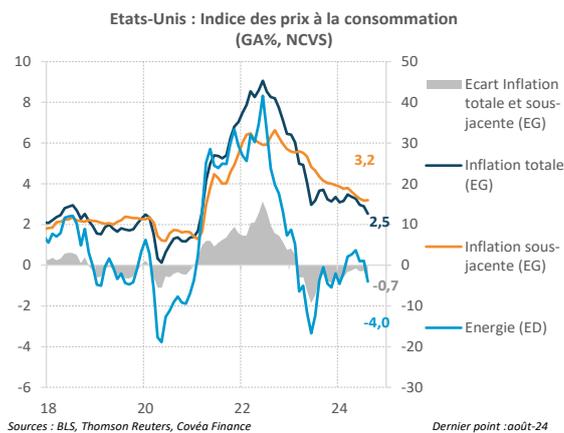
Analyste financier et extra-financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation reflue, malgré la persistance de pressions dans les services »

Après plusieurs mois de publications favorables, les chiffres d'inflation pour le mois d'août sont sortis légèrement au-dessus des attentes. L'indice des prix à la consommation a progressé de 0,2% en glissement mensuel, tandis que l'indice hors alimentation et énergie progresse de +0,3%, la plus forte hausse mensuelle depuis avril. **En rythme annuel, l'inflation fléchit à 2,5%, au plus bas depuis mars 2021, mais l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) est stable à 3,2%, ce qui rappelle que les pressions inflationnistes ne sont pas encore totalement dissipées.** Les prix de l'énergie reculent de 0,8% sur le mois et ceux de l'alimentation enregistrent une modeste hausse de 0,1%. La dynamique des prix a été tirée par les loyers imputés aux propriétaires qui enregistrent leur plus forte progression depuis janvier (+0,5%). La composante logement, dont le poids atteint 36% dans l'indice des prix, reste la principale contribution à la croissance des prix. Par ailleurs des éléments plus volatils tels que l'hôtellerie (+1,7%) et les billets d'avion (+3,8%) ont contribué à la vigueur sur le mois. Les prix des services hors alimentation, énergie et loyers progressent de 0,3%, la plus forte hausse depuis avril. Cette publication illustre le fait que le retour de l'inflation à la cible de 2% n'est pas encore acquis, ce qui devrait conduire le comité de politique monétaire (FOMC) à privilégier une démarche prudente dans l'amorce d'assouplissement monétaire qui devrait être décidé lors de la réunion des 17 et 18 septembre.



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéo Finance

Dernier point : août-24

Du côté des données d'enquête, l'indice NFIB qui mesure l'optimisme des PME s'est dégradé de 2,5 points en août, effaçant l'embellie enregistrée en juillet. A 91,2 points, l'indice reste sur un niveau proche des points bas postpandémie. Les perspectives sur l'économie se dégradent (-6 points) tout comme celles sur le niveau des ventes (-9) et les résultats (-7), renvoyant l'image d'un pessimisme croissant.

Une tendance qui n'affecte pas (encore) le consommateur si l'on en croit l'indicateur d'enquête de l'Université du Michigan auprès des ménages. L'indice s'est redressé en septembre à 69 points (67,9 en août), au plus haut depuis mai dernier, mais reste sur un niveau relativement faible. La progression sur le mois concerne à la fois la composante situation présente et les perspectives, sur fond de recul des tensions inflationnistes. Les anticipations d'inflation des ménages à horizon un an se réduisent et atteignent 2,7%, le plus faible niveau depuis 2020.

Concernant l'élection présidentielle du 5 novembre, le premier débat entre Kamala Harris et Donald Trump s'est tenu cette semaine en Pennsylvanie, un Etat décisif dans la course à la Maison-Blanche. Kamala Harris est apparue offensive vis à vis d'un Donald Trump moins à l'aise que face à Joe Biden. **Les intentions de vote n'ont toutefois pas évolué significativement, les deux candidats restant au coude à coude dans les principaux Etats clés.** Ce weekend, l'ancien Président Donald Trump a été la cible d'une tentative d'assassinat présumée en Floride, près de deux mois après une première tentative d'assassinat en Pennsylvanie lors d'un meeting. Cet événement relance les interrogations sur la sécurité de l'ancien Président et pourrait avoir des répercussions sur la campagne.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
Indice de confiance NFIB	Indice	août-24	91,2	93,7	92,4	90,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	sept.-24	69,0	67,9	59,0	65,4
Inflation	IPC, GA% NCVS	août-24	2,5	2,9	8,0	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA% NCVS	août-24	3,2	3,2	6,2	4,8

*Du 09/09/2024 au 15/09/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

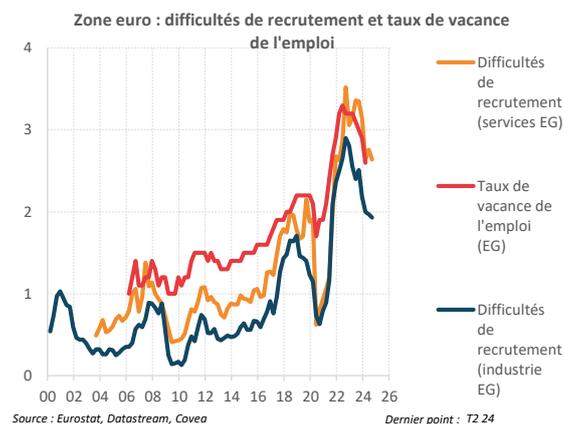


Suivi Macroéconomique

Europe

« Rassurée, mais prudente, la BCE baisse ses taux directeurs »

Sans surprise, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de baisser une nouvelle fois, après juin, ses taux de dépôt, de refinancement principal et de la facilité marginale de prêts. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, cité pour la première fois comme LE taux directeur, est réduit de 25 points de base, à 3,50%. Les deux autres taux pratiqués par le Système européen de banques centrales baissent un peu plus en raison de l'entrée en application avec le début de la prochaine période de constitution des réserves obligatoires des banques (le 18 septembre), de la réforme du cadre opérationnel de la politique monétaire de la BCE. Le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement sera désormais établi à 15 points de base au-dessus de celui de la facilité de dépôt contre 50 points de base jusque-là. Il est donc ramené à 3,65%, alors que le taux d'intérêt appliqué à l'utilisation de la facilité marginale de prêts revient à 3,90%. Par ailleurs, les équipes de la BCE ont légèrement réduit leurs prévisions de croissance pour cette année, 2025 et 2026 (-0,1 point dans les trois cas). Elles ont maintenu leurs attentes pour l'inflation totale et relevé légèrement (+0,1 point) leurs projections d'inflation sous-jacente en 2024 et 2025. Cette dernière est toujours attendue sous le seuil de 2,0% en 2026. Pour le reste, la confiance du Conseil des gouverneurs en la poursuite de la baisse de l'inflation vers son objectif de moyen terme est encore renforcée, ce qui a permis cette nouvelle étape de diminution des taux. Mais, alors que certaines composantes des prix à la consommation restent plus dynamiques, que les salaires devraient encore augmenter plus que ce qui est jugé compatible avec le retour rapide de l'inflation à 2% et que des risques perdurent de maintien d'un rythme de progression des prix plus élevé que souhaité, les banquiers centraux européens jugent qu'il est nécessaire que la politique monétaire reste restrictive ces prochains mois. Cela n'empêche pas d'imaginer la poursuite de la baisse des taux directeurs, mais le rythme devrait en rester mesuré. En tout état de cause, les futures décisions de la Banque Centrale Européenne resteront dépendantes des données, et plus particulièrement de celles qui concernent les perspectives d'inflation, l'état des tensions inflationnistes sous-jacente et la force de la transmission. Dans le « service après-vente » de cette décision, François Villeroy de Galhau (Banque de France), Joachim Nagel (Bundesbank) et Olli Rehn (Banque de Finlande) ont tenu la même ligne. Le gouverneur de la Banque de France a toutefois ajouté qu'il faut désormais se montrer aussi attentif à ce que l'inflation ne baisse pas trop. De son côté, Olli Rehn estime que la baisse des taux va soutenir la croissance, mais que l'Europe doit surtout travailler à redresser la productivité de son économie.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	juil.-24	-2,2	-4,1	2,3	-2,2
FR	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-24	-2,2	-1,7	0,1	0,6
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-24	-3,2	-2,9	0,4	-2,1
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-24	-0,4	0,2	2,2	-1,2
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	juil.-24	-1,2	-1,5	-3,5	-0,4

*Du 09/09/2024 au 15/09/2024

Sources : Refinitiv, Covea Finance

Bonne nouvelle pour la BCE, la baisse du taux de vacance de l'emploi (nombre d'emplois disponibles déclarés non-pourvus par les entreprises rapporté à l'emploi total) semble s'amplifier dans la zone euro. Il est revenu à 2,6% au deuxième trimestre, contre 2,9% en début d'année. Son recul atteint ainsi 0,7 point depuis le plus haut, atteint deux ans auparavant. Si ce mouvement signale un apaisement des tensions sur le marché du travail, cet indicateur reste au-dessus de son niveau de fin 2019, alors qu'il était déjà sur une tendance haussière de long terme.

Dans la zone euro, la production industrielle a reculé de 0,3% au mois de juillet, soit -2,2% sur un an. Par rapport à juin comme comparé à juillet 2023, seule la production de biens de consommation non-durables a progressé au sein des branches manufacturières.

En Allemagne, les négociations salariales ont débuté dans la métallurgie. Le syndicat du secteur, IG Metall a confirmé sa revendication d'une augmentation moyenne de 7% des rémunérations (cette négociation concerne directement 3,64 mlns de personnes, soit 8,5% de l'ensemble des salariés en Allemagne). Avant l'été, le syndicat patronal du secteur avait communiqué que ses entreprises adhérentes ne pouvaient se permettre aucune augmentation des salaires lors de cette négociation.

La stratégie de la Chine pour diviser les Européens avant un vote à la majorité qualifiée, qui doit intervenir en octobre, sur la mise en œuvre des droits de douanes compensatoires annoncés par la Commission européenne sur les véhicules électriques importés de Chine semble commencer à porter ses fruits. Si le gouvernement allemand n'a pas annoncé de position officielle après la visite d'Olaf Scholz en Chine, il subit la pression de son industrie automobile, menacée de voir ses exportations vers la Chine de véhicules thermiques de grosse cylindrée rendues plus difficiles. La semaine dernière, le Premier ministre espagnol, Pedro Sanchez, en visite dans l'Empire du Milieu, a déclaré qu'il n'était pas convaincu de l'opportunité de mettre en place cette surtaxe sur les véhicules chinois. L'Espagne espère accueillir sur son sol des investissements de fabricants de véhicules électriques chinois et elle est sensible à la menace chinoise d'imposer des droits de douanes élevés aux importations de viande de porc d'Europe.

Au Royaume-Uni, la dynamique de croissance observée au premier semestre ralentit. Selon les données fournies par l'Office for National Statistics (ONS), le PIB mensuel est resté stable en juillet pour un deuxième mois consécutif. Les services enregistrent une croissance modeste (+0,1% en glissement mensuel), tirée par le secteur de l'information-communication. Du côté de l'industrie, la production manufacturière s'est contractée de 1,0% sur le mois, avec un repli marqué dans le secteur automobile (-3,5%).

En parallèle, la modération des pressions salariales se poursuit. La croissance des salaires britannique a ralenti à 5,1% en glissement annuel pour la période de mai à juillet, après 5,4% sur la période précédente (avril-juin).

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

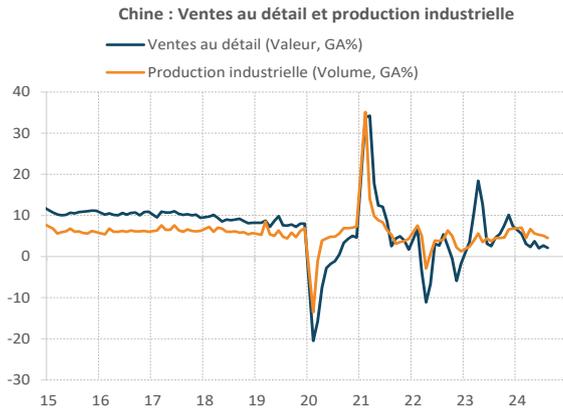


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les données d'activité chinoises restent de mauvaise facture »

L'activité chinoise poursuit son ralentissement, pénalisée par le secteur immobilier. La croissance de la production industrielle a ralenti à 4,5% en août en glissement annuel (GA) en volume, après 5,1% en GA en juillet. Alors que les secteurs associés à la construction, comme la production d'acier et de ciment, poursuivent leur dégradation, les secteurs tournés vers la demande extérieure, comme l'électronique, sont mieux orientés. Côté consommation, la croissance des ventes au détail a ralenti à 2,1% en GA en valeur, contre 2,7% en juillet, reflétant la faiblesse de la confiance des consommateurs. Les données d'investissement sont également en modération. Les investissements en infrastructure ont nettement ralenti en août (6,2% en GA) après la dynamique solide de juillet (10,8%), probablement en lien avec des conditions météorologiques défavorables et, d'autre part, les difficultés financières auxquelles demeurent confrontées les autorités locales. Les investissements dans le secteur manufacturier s'inscrivent également en modération (8% en GA, après 8,3% en juillet).



Dans l'ensemble, le principal frein à l'activité reste le secteur immobilier avec des investissements qui continuent de décliner fortement (-10,2% en GA, après -10,8% en juillet). Les données de ventes de logements, de mises en chantier et les prix de l'immobilier restent en forte contraction en dépit des mesures d'assouplissement annoncées par les autorités.

Le ralentissement de la demande chinoise est également visible dans les données de crédit. La croissance des financements agrégés à l'économie s'est à nouveau modérée en août (8,1% en GA après 8,2% en juillet). Si les émissions d'obligations souveraines ont été dynamiques sur le mois, la croissance des prêts bancaires a atteint un nouveau plus bas historique à 8,5% en GA.

La faiblesse de la demande domestique favorise le redressement de l'excédent commercial chinois en août. Il atteint 91 Mds\$, après 84,6 Mds\$ en juillet, reflétant une accélération de la croissance des exportations (8,7% en GA) alors que la dynamique des importations s'est modérée (0,5%). La croissance des exportations a été particulièrement dynamique à destination de l'Union européenne (13,7%) et des pays émergents, tandis que celles vers les États-Unis ont légèrement ralenti (5,3%). Par secteur, les exportations restent particulièrement dynamiques dans l'automobile et les produits électroniques. Les exportations de téléphones mobiles ont fortement augmenté (17% en GA), probablement soutenues par la sortie de l'iPhone 16. Côté importations, la faible croissance illustre une demande intérieure atone. Les importations de pétrole brut, de fer et de cuivre ont toutes décliné en volume, celles de charbon restent positives en GA (3,4%) mais en net ralentissement par rapport à juillet (17,7%).

Les autorités chinoises annoncent une hausse de l'âge légal de la retraite face au déclin démographique. Il s'agit de la première modification significative de ces règles depuis les années 1950. L'âge de départ à la retraite sera progressivement relevé au cours

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	août-24	3,4	3,6	5,1	3,0
	Total des flux de crédit	GA%	août-24	8,1	8,2	9,6	9,5
	Prod. Industrielle	Voi, NCVS, GA%	août-24	4,5	5,1	3,4	4,6
	Ventes au détail	Voi, NCVS, GA%	août-24	2,1	2,7	-0,8	7,8
	Exportations	Voi, NCVS, GA%	août-24	8,7	7,0	5,6	-4,7
	Importations	Voi, NCVS, GA%	août-24	0,5	7,2	0,7	-5,5

*Du 09/09/2024 au 15/09/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

des 15 prochaines années pour atteindre 63 ans pour les hommes, contre 60 aujourd'hui. Les femmes cadres travailleront jusqu'à 58 ans, au lieu de 55 ans, et celles non-cadres jusqu'à 55 ans, au lieu de 50 ans.

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.