

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

22 janvier 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Les flux sur les fonds de droit américain en 2023

Les politiques des banques centrales dans leur lutte contre l'inflation auront rythmé les flux des investisseurs tout au long de l'année 2023. Le dernier trimestre se termine dans un enthousiasme boursier alimenté par l'anticipation d'une normalisation rapide des politiques monétaires ; un regain de confiance qui se reflète dans les performances positives des actions et des obligations.

Pourtant l'appétit des Américains pour le rendement entraîne naturellement les flux vers les produits obligataires (+215 Mds \$) au détriment des autres classes d'actifs. Les acheteurs de dettes se tournent vers les segments moins risqués tels que les obligations d'Etats américaines et les « municipal bonds » (+77 Mds \$) ainsi que la catégorie « autres obligations US » (+107 Mds \$) tirée notamment par la collecte du crédit aux entreprises de bonne qualité. Parallèlement, les OPC monétaires collectent massivement (+969 Mds \$) en raison notamment de la hausse rapide des taux d'intérêt des banques centrales, de la crise des banques régionales américaines et de la courbe des taux d'intérêt inversée.

La gestion passive poursuit son irrésistible ascension au détriment de la gestion active. Hors monétaire, les OPC sont vendus pour 509 Mds \$ contre une collecte de 566 Mds \$ pour les ETF. C'est du côté des actions que la gestion passive domine (-432 Mds \$ pour les fonds actions contre + 361 Mds \$ pour les ETF). Les actions américaines sont vendues pour 13 Mds \$. Les actions étrangères affichent toutefois des flux positifs (+ 16 Mds \$) dont 5 Mds \$ sur le Japon qui voit l'indice Nikkei se rapprocher du record de décembre 1989. Les produits sectoriels sont cédés (- 56 Mds \$). Portés par l'engouement autour de l'Intelligence Artificielle, les secteurs de la technologie et des communications collectent, les investisseurs se délestent des secteurs de la santé et de l'énergie. Dans le prolongement de 2022, la catégorie diversifiée enregistre d'importantes sorties (-83 Mds \$). Les produits alternatifs et de matières premières n'auront pas non plus su séduire les acteurs de marché avec des décollectes respectives de 3,5 Mds \$ et 14 Mds \$.

2024 devrait être de nouveau rythmée par les politiques des banques centrales et l'évolution de l'inflation. Les Etats, de plus en plus endettés, profitent de l'engouement des investisseurs pour la dette pour émettre encore plus et répondre ainsi à des objectifs sociaux et de souveraineté toujours plus ambitieux, au risque de saturer le marché.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

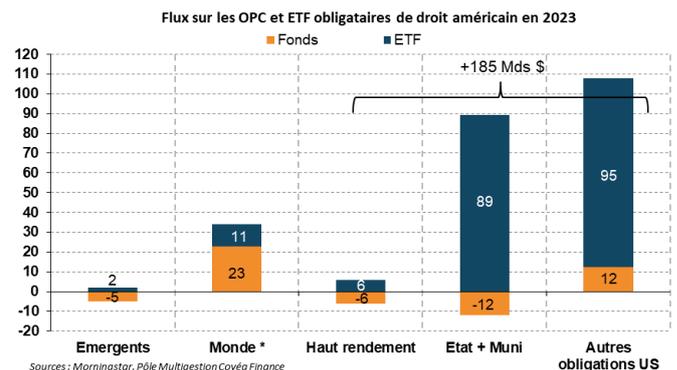
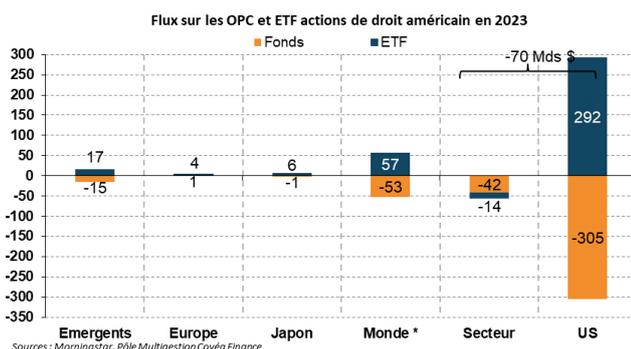
Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Focus de la semaine

« Un appétit pour les obligations qui se confirme en 2023 ... »



Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux souverains sont en hausse de 15 points de base (pbs) en Europe et aux Etats-Unis. Le mouvement s'endèche jeudi avec la publication des chiffres d'inflation au Royaume-Uni et des ventes au détail aux Etats-Unis, ainsi que les discours de banquiers centraux, notamment celui de Mme Lagarde et M. Waller. Les taux à 10 ans français et américain clôturent la semaine respectivement à 2,83% et 4,12%.

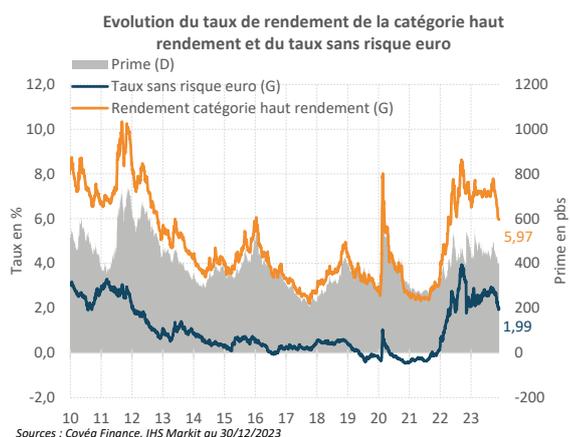
Sur le marché du crédit, les primes de risque se compriment de 3 pbs à 136 pbs sur la catégorie Investissement (IG) et de 5 pbs à 377 pbs sur le Haut rendement (HR), soit respectivement un taux de 4,0% et 6,8%. Le marché primaire continue d'être dynamique, avec 20 Mds€ d'émissions sur l'IG (dont 1.0 Mds€ de Telefonica 2032) et 2,1 Mds€ sur le HR (dont 750 M€ de Mundys 2029). Le taux de couverture reste élevé à 3,4x.

Le Focus de la semaine : Bilan 2023 du marché du crédit Euro catégorie Haut rendement (HR)

En 2023, le marché des obligations d'entreprises de catégorie Haut Rendement réalise une performance de 12,2%. Représenté par l'iboxx Euro High Yield, ce marché offre à fin décembre 2023, un taux de rendement moyen de 6,21% pour une maturité moyenne de 3,2 ans. Ce bon millésime est le reflet de la baisse des taux (et des perspectives de coûts de refinancement), du resserrement des primes de risque et de l'évolution favorable du scénario économique anticipé par le marché. Sur la période, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente s'est contracté de 45 pbs à 2,13%. Cette référence a connu un point haut à 3,13% le 8 mars, suivie d'une inversion de la tendance suite aux difficultés dans le secteur bancaire américain et suisse. Les différentes mesures prises par les autorités américaines et suisses ont permis de reprendre rapidement cette tendance haussière, permettant de se rapprocher du point haut de mars (à 3,05% le 28 septembre). Le changement de dynamique observé sur les données d'inflation et d'emploi a accrédité pour les marchés, la thèse d'un prochain retournement dans le cycle des taux directeurs des trois grandes banques centrales, enclenchant une forte dynamique de baisse de taux.

Sur l'année, les primes de risque se sont resserrées de 127 pbs, à 411 pbs, dans une bande de fluctuation descendante. Seuls les événements, observés en mars dans le secteur bancaire, ont cassé temporairement cette dynamique. Les difficultés rencontrées par certains émetteurs (Casino, Atos, ...) ont très peu perturbé le mouvement de compression des primes observé au printemps. Et depuis mi-juin, les primes de risque se maintiennent dans une bande de fluctuation restreinte autour du niveau actuel. Par notation, les primes de risque se resserrent quelque soit le segment, avec une préférence des investisseurs pour les émetteurs les moins bien notés du gisement. En effet, le resserrement des primes de risque est de 248 pbs à 1199 pbs (soit un taux de 14,1%) pour les émetteurs du segment « CCC », 143 pbs à 503 pbs (soit un taux de 7,1%) pour le segment « B » et 73 pbs à 303 pbs (soit un taux de 5,1%) pour le segment « BB ». D'un point de vue sectoriel, deux secteurs se dégagent significativement avec un écartement des primes de risque. Les services financiers enregistrent un écartement de 109 pbs à 943 pbs (soit un taux de 11,7%) . Ce secteur comprend des sociétés engagées dans l'industrie de l'investissement, notamment l'acquisition et la gestion d'actifs en difficulté, dont les actifs sous-jacents sont impactés par la remontée des taux d'intérêt. Enfin, le secteur de la Technologie enregistre un écartement des primes de risque de 102 pbs à 598 pbs (soit un taux de 8,1%), reflétant essentiellement les difficultés d'Atos. Les autres secteurs du spectre affichent, eux, une compression des primes de risque. Les trois principaux contributeurs sont l'Immobilier (-347 pbs à 1115 pbs soit un taux de 13,3%), les Services aux consommateurs (-255 pbs à 429 pbs soit un taux de 6,3%) et les Services aux collectivités (-231 pbs à 359 pbs soit un taux de 5,7%). Dans ce contexte, le volume d'émissions du segment HR s'élève à 83,6 Mds€. Ce montant est inférieur à la moyenne des 6 dernières années de 27,1%. De plus, seulement 26,6 Mds€ sont émis en 2023 par les entreprises non financières, soit le plus faible niveau des 7 derniers exercices. Ce faible volume coïncide avec un moindre besoin des émetteurs. L'exercice 2026 sera la première échéance significative pour la catégorie HR.

Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	19/01/24	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,50	0,00	⇒	1,00	↑	1,00	↑
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,50	0,00	⇒	2,00	↑	2,00	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,00	0,00	⇒	2,00	↑	2,00	↑
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,50	0,00	⇒	1,75	↑	1,75	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	⇒	0,00	⇒	0,00	⇒
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,12	3,94	4,62	3,87	3,39	18	↑	-50	↓	25	↑
Allemagne	2,34	2,18	2,65	2,57	2,07	16	↑	-31	↓	-23	↓
France	2,83	2,68	3,23	3,12	2,49	15	↑	-40	↓	-28	↓
Italie	3,88	3,73	4,51	4,72	3,78	15	↑	-63	↓	-83	↓
Royaume-Uni	3,93	3,79	4,27	3,67	3,31	14	↑	-34	↓	26	↑
Japon	0,67	0,61	0,84	0,42	0,44	6	↑	-17	↓	25	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	59,9	60,0	75,6	90,6	77,9	-0,1	↓	-15,7	↓	-30,7	↓
Indice Itraxx Crossover	329,0	321,5	408,2	474,1	410,6	7,6	↑	-79,2	↓	-145,1	↓

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

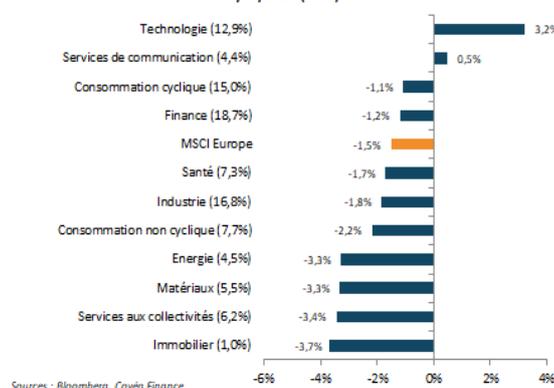
Sur la semaine écoulée, le marché actions en Europe (Indice MSCI Europe, dividendes non réinvestis) est en légère baisse (-1,5%), principalement guidé par les mouvements sur les taux d'intérêt. Les publications macroéconomiques ternes sur le continent, production industrielle notamment, ont de surcroît incité les investisseurs à la prudence.

Concernant les performances sectorielles, le secteur de la Technologie (+3,2%) s'est démarqué à la hausse, grâce à des bons chiffres de fabricants asiatiques profitant aux fournisseurs européens de matériels électroniques comme les néerlandais BE Semiconductor Industries (+11,7%) et ASM International (10,2%).

A contrario, les Services aux collectivités (-3,4%) et l'Immobilier (-3,7%), secteurs inversement corrélés aux taux d'intérêt, ont enregistré la plus forte baisse de la cote. D'autre part, le distributeur alimentaire anglais Ocado a été pénalisé par des chiffres de ventes de détail en berne. Les volumes du distributeur haut de gamme pâtissent de la filiosité du consommateur britannique. Par conséquent, le titre s'est déprécié de -15,4% sur la semaine.

En termes géographiques, l'indice irlandais a été soutenu par Flutter Entertainment, pondération importante de la cote locale. Le titre s'est apprécié de 23% la semaine dernière sur l'annonce de la cotation du titre aux Etats-Unis et d'une publication du quatrième trimestre de bonne facture. En bas de tableau, les indices suédois et finlandais ont baissé de -3,6%, pénalisés par les cours des aciéristes locaux. Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap (-2,4% sur la semaine) continue de sous performer l'indice des grandes valeurs. Dans un contexte de marché toujours incertain, les investisseurs affichent leur préférence pour les valeurs les plus liquides.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 12/01/2024 au 19/01/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Le dessalement de l'eau de mer, solution au stress hydrique

Les contraintes de ressources font partie des changements structurels que nous déclinons au sein de nos Perspectives Economiques et Financières. Nous identifions et analysons les sociétés qui apportent des solutions à ces contraintes de ressources au sein de nos univers d'investissement. Par exemple, le dessalement de l'eau de mer permet de soulager le stress hydrique dans les régions littorales arides. Il permet en effet d'obtenir de l'eau potable, voire utilisable pour l'irrigation et les processus industriels à partir d'une eau salée ou saumâtre. Selon les Nations Unies, 1,8 milliards de personnes vivront dans des régions concernées par les pénuries d'eau potable en 2025, et ce chiffre atteindra 3,9 milliards de personnes en 2050. Bien que l'eau couvre plus de 70% de la surface de la Terre et soit l'une des ressources les plus abondantes, 97% de cette eau sont salés.

Selon le Bureau de Recherches Géologiques et Minières français, environ 21 000 usines de dessalement sont installées dans le monde, avec de nombreux lancements de projets. Par exemple, le groupe Veolia va construire une unité de dessalement à Abu Dhabi qui alimentera plus de 200 000 foyers en eau potable aux Emirats arabes unis, avec une capacité de 550 000 m3 par jour. Le projet est de taille conséquente et représente un chiffre d'affaires de 300 millions d'euros pour Veolia. En Espagne, l'usine de dessalement de Barcelone est la plus grande d'Europe et, en période de sécheresse, l'eau dessalée représente un tiers de l'eau potable consommée en Catalogne. Enfin, le complexe pétrochimique de Jubail en Arabie saoudite compte ainsi une unité de dessalement, produisant 178 800m3 d'eau par jour, destinée au refroidissement des procédés industriels.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)			
	19/01/24	J-7	09/11/23	29/12/23	T-12 mois	J-7	09/11/23	29/12/23	sur 12 mois
MSCI EMU	150	152	143	153	142	-0,8	5,3	-1,6	6,1
MSCI EMU Mid Cap	945	959	900	966	966	-1,4	5,0	-2,2	-2,2
MSCI EMU Small Cap	405	417	382	426	402	-2,9	5,8	-4,9	0,6
MSCI Europe	158	160	150	161	151	-1,5	4,7	-1,9	4,2
France CAC 40	7 372	7 465	7 114	7 543	6 952	-1,3	3,6	-2,3	6,0
Allemagne DAX 30	6 551	6 610	6 075	6 629	6 100	-0,9	7,8	-1,2	7,4
Italie MIB	30 284	30 471	28 644	30 352	25 596	-0,6	5,7	-0,2	18,3
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 462	7 625	7 456	7 733	7 747	-2,1	0,1	-3,5	-3,7
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 699	8 878	8 543	8 920	8 862	-2,0	1,8	-2,5	-1,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie** les marchés clôturent la semaine de façon contrastée. Le Japon continue de profiter d'une dynamique particulièrement positive, appuyée par l'ambition du Tokyo Stock Exchange d'améliorer la gouvernance des entreprises japonaises cotées et les incitations fiscales pour les petits porteurs. A l'inverse, les marchés chinois continuent de souffrir d'une grande défiance de la part des investisseurs. Les données macroéconomiques publiées pendant la semaine, notamment en matière d'immobilier, ont particulièrement inquiété. Dans le cadre de la réorganisation des chaînes de production, la Corée du Sud présente un vaste plan visant à stimuler d'ici à 2047 son industrie des semi-conducteurs avec 470 milliards de dollars d'aides prévues (investissements et subventions). Il inclut la création du plus grand pôle de fabrication de puces au monde ainsi que 13 nouvelles usines. De son côté, la Chine est en train de revoir les normes pour les semi-conducteurs à destination du secteur automobile afin de favoriser une production nationale. Le gouvernement appelle à créer des normes pour plus de 30 semi-conducteurs essentiels à l'industrie automobile d'ici 2025, et plus de 70 d'ici 2030. Toujours en Chine, Hyundai annonce la vente d'une usine dans le pays, alors que le constructeur automobile revoit sa stratégie chinoise dans un contexte de guerre de prix et de ralentissement de la demande.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 clôture la semaine en hausse de 1,2%. Les performances du secteur technologique et des services de communication expliquent la hausse du marché, soutenues par l'optimisme autour de l'intelligence artificielle après la bonne publication du fabricant de puces taiwanais TSMC et le relèvement des prévisions de croissance de l'entreprise américaine de semi-conducteurs Super Micro Computer. Malgré les tensions en mer rouge, l'énergie affiche la plus forte baisse, impactée par les inquiétudes sur la croissance chinoise. Du côté des sociétés, Tesla décide de suspendre une grande partie de sa production en Allemagne face aux ruptures d'approvisionnement en composants, provoquées par les tensions en mer rouge. Dans le secteur de la transition énergétique, plusieurs acteurs font face à des difficultés financières. Dans l'hydrogène, Plug Power annonce une augmentation de capital d'un milliard de dollars qui sera utilisée pour répondre aux besoins courants de l'entreprise et à certaines dépenses d'investissement. Dans le lithium, dont les cours ont chuté de 80% en un an, la société minière Albemarle déclare qu'elle réduira ses effectifs et reportera ses dépenses d'investissement sur deux projets. Enfin, dans le cuivre, l'entreprise minière canadienne First Quantum suspend son dividende, réduit certaines dépenses d'investissement et réfléchit à la vente de certaines mines afin de renforcer son bilan. L'entreprise est pénalisée par la fermeture d'une mine de cuivre au Panama par le gouvernement qui représente 40% de ses revenus.

Le Focus de la semaine : Quelles implications de l'intégration du Brésil dans l'OPEP+ depuis le 1er janvier 2024.

Cette décision d'intégration, annoncée lors de la réunion ministérielle de l'Opep+ en novembre 2023, se fait dans le contexte d'ambitueuses annonces du pays quant à ses objectifs de production de pétrole d'ici la fin de la décennie. Le Brésil a bénéficié d'une manne économique importante liée au boom pétrolier depuis la découverte de gisements pré-salifères en eaux très profondes dès 2006. Toutefois, la corruption, la mauvaise gestion et les malversations ont failli y mettre un terme. Après une période de réformes associées à la hausse des prix de l'or noir, la dynamique a refait surface. Le plan de développement pétrolier brésilien (PDE en portugais) mis en place en 2021, s'est fixé comme objectif d'atteindre une production entre 4,8-5,2 Mb/j d'ici la fin de la décennie (3,1 Mb/j en moyenne en 2023 - 4ème producteur mondial de pétrole), représentant une croissance moyenne annualisée de plus de 5%. L'intégration du Brésil a pour objectif de renforcer le poids de l'OPEP+ et sa part de marché dans l'offre mondiale de pétrole à un moment où les dissensions augmentent au sein de l'organisation du fait de la perte de parts de marché de cette dernière. En 2023, la croissance de la production brésilienne était l'un des trois gros contributeurs à la croissance de l'offre non-OPEP. Toutefois, pour le moment, le ministre des Mines et de l'Energie brésilien a précisé que son pays ne participera pas au mécanisme de plafonnement de production du Cartel mais participera en tant « qu'observateur », tout en soulignant le rôle majeur de l'OPEP dans la stabilisation des prix. A ce stade, il semblerait que d'autres étapes doivent être franchies en termes de collaboration avant que le Brésil ne soit un élément clé du Cartel. Nous notons que parallèlement à l'intégration du Brésil dans l'OPEP, 3 de ses membres imminents que sont l'Arabie Saoudite, l'Iran et les Emirats Arabes Unis ont intégré les BRICS. Désormais, les principaux importateurs et exportateurs de pétrole sont rassemblés au sein des BRICS+, alignant leurs intérêts économiques. Si l'on peut envisager que cet élargissement des BRICS soit une façon pour les membres de l'OPEP de s'assurer encore plus de débouchés pour leur production de pétrole (la Chine et l'Inde sont deux clients importants pour l'OPEP, représentant respectivement 24% et 12,9% en 2022 contre 14,4% et 10,5% en 2012), il est important de rappeler que, sur le marché des matières premières, au-delà de toute forme de coopération, le prix est souvent la principale et ultime variable de choix. Ces différents changements de périmètre dans des organisations clés de l'échiquier international s'inscrivent dans notre vision d'un monde bipolaire où le politique reprend le pas sur l'économique.

Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale			en €				
	19/01/24	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 840	4 784	4 347	3 840	3 973	1,2 ↑	11,3 ↑	26,1 ↑	21,8 ↑	1,7 ↑	9,0 ↑	23,8 ↑	21,4 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	37 864	37 593	33 892	33 147	33 375	0,7 ↑	11,7 ↑	14,2 ↑	13,4 ↑	1,2 ↑	9,4 ↑	12,2 ↑	13,0 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 311	14 973	13 521	10 466	11 140	2,3 ↑	13,2 ↑	46,3 ↑	37,4 ↑	2,8 ↑	10,8 ↑	43,7 ↑	36,9 ↑
Japon Nikkei 300	533	530	496	401	404	0,5 ↑	7,4 ↑	33,0 ↑	31,8 ↑	-1,2 ↓	7,4 ↑	15,6 ↑	14,9 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 473	2 525	2 427	2 280	2 395	-2,1 ↓	1,9 ↑	8,4 ↑	3,2 ↑	-3,0 ↓	-1,9 ↓	0,0 ↑	-5,1 ↓
Chine - Shanghai	2 832	2 882	3 053	3 089	3 265	-1,7 ↓	-7,2 ↓	-8,3 ↓	-13,2 ↓	-1,5 ↓	-7,8 ↓	-13,8 ↓	-18,4 ↓
Hong Kong Hang Seng	15 309	16 245	17 511	19 781	22 045	-5,8 ↓	-12,6 ↓	-22,6 ↓	-30,6 ↓	-5,3 ↓	-14,5 ↓	-24,1 ↓	-30,7 ↓
Marchés Emergents - MSCI	971	996	956	956	1 036	-2,5 ↓	1,5 ↑	1,5 ↑	-6,3 ↓	-2,1 ↓	-0,6 ↓	-0,3 ↓	-6,7 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Risques sur les intangibles à l'ère numérique

Le 1er janvier 2024, les droits d'auteur du « Bateau à vapeur de Willie », le premier film d'animation de Mickey Mouse, ont expiré aux États-Unis au grand dam du groupe Disney. Ironie du sort, Disney qui a longtemps œuvré au rallongement de la durée d'exploitation des droits d'auteur, a également régulièrement puisé dans le domaine public pour ses films. Parmi ses plus connus, le « Roi Lion » est en effet inspiré de « Hamlet » de Shakespeare. Avec cet événement, quiconque désormais peut utiliser, copier, modifier ou distribuer le film. À noter que seule la première version de Mickey Mouse de 1928 en noir et blanc tombe dans le domaine public.

Dès le premier jour de l'expiration des droits, l'image de la célèbre souris a soulevé la question de l'impact sur les actifs intangibles. En réponse courte : cet impact reste difficile à évaluer. La rapide numérisation de l'économie a créé une distorsion entre la valorisation des actifs tangibles et intangibles. Lorsqu'une société achète une usine, sa valeur est consignée au bilan et subit une dépréciation annuelle en fonction de sa durée d'utilisation, une opération simple à saisir dans un tableau à double entrée. En revanche, établir la valeur d'une marque de luxe ou de lignes de codes nécessaires à la création d'un logiciel est bien plus complexe.

Selon la norme IAS 38¹, mise en vigueur en 2004 et peu modifiée depuis, pour être comptabilisé par une société, un actif doit répondre à deux critères : procurer des avantages économiques et être contrôlé par cette société. Ce deuxième volet peut s'avérer particulièrement complexe à prouver, tel le contrôle sur les avantages futurs procurés par une équipe de collaborateurs qualifiés. Le contraste entre la réalité économique et la valeur au bilan est exacerbé par la nature même de l'intangible.

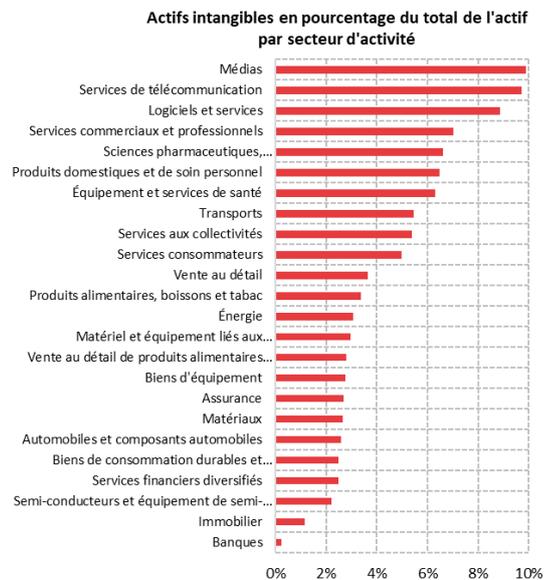
Les actifs incorporels présentent deux caractéristiques essentielles. En premier lieu, ils sont généralement peu coûteux à reproduire et peuvent bénéficier de fortes économies d'échelle. Prenons l'exemple d'un logiciel : le coût initial élevé de développement du code original diminue rapidement par unité vendue, car son partage est peu onéreux. En second lieu, ces actifs présentent un risque d'obsolescence. La valeur des immobilisations incorporelles peut chuter brusquement lorsqu'une nouvelle version supérieure arrive sur le marché, rendant l'ancienne caduque.

Le développement de nouvelles technologies a créé des zones d'ombre en utilisant des données protégées par les droits d'auteur pour entraîner de grands modèles de langage. Malgré ses débuts altruistes, OpenAI est devenue rapidement une entreprise lucrative, bâtie en grande partie sur l'exploitation d'œuvres protégées par des droits d'auteur. La valorisation boursière de Microsoft a de son côté bénéficié de l'utilisation d'œuvres protégées à travers de « super-ordinateurs » destinés à entraîner l'intelligence artificielle (IA). En vue de protéger ses actifs intangibles, le New York Times a déposé récemment une plainte contre Open AI et Microsoft. Avec ce procès, le journal américain pourrait obtenir des dédommagements s'élevant potentiellement à des milliards de dollars.

Actuellement la loi ne spécifie pas si l'entraînement de l'IA sur du contenu protégé est interdit. La valeur de la propriété intellectuelle dépend de l'étendue et de la durée des droits, tels que définis par les lois applicables dans les Etats. La modification de l'étendue ou de la durée des droits d'auteur pourrait potentiellement réduire la capacité à générer des revenus à partir de la propriété intellectuelle ou augmenter le coût de maintien de ces droits. À noter que la Commission européenne a récemment annoncé son intention d'examiner les investissements de Microsoft dans la société OpenAI, pour vérifier si cet investissement peut être soumis à un examen en vertu du règlement communautaire sur les concentrations.

L'exploitation des intangibles grâce aux nouvelles technologies et les restrictions éventuelles imposées par les Etats sont des sujets que nous suivrons dans le cadre des points de vigilances soulevés dans nos Perspectives Economiques et Financières.

¹: IAS 38, Immobilisations incorporelles prescrit le traitement comptable pour les immobilisations incorporelles. Les immobilisations incorporelles qui répondent aux critères de comptabilisation pertinents sont évaluées initialement au coût, puis par la suite évaluées selon le modèle du coût ou selon le modèle de la réévaluation, et amorties de manière systématique sur leur durée d'utilité (sauf si l'immobilisation a une durée d'utilité indéterminée, auquel cas elle n'est pas amortie).



Source: S&P Capital IQ, Covéa Finance. Note: Moyenne par secteur utilisant la classification GICS2. Sociétés dans le monde avec un chiffre d'affaires > 1 M€.

Benjamin Biyogo

Analyste financier et extra financier



Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

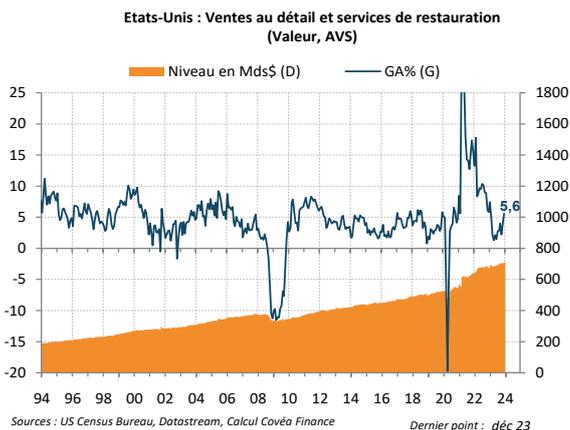
« Les ménages américains maintiennent un rythme soutenu d'achats »

La consommation des ménages américains est restée dynamique en fin d'année. Les ventes au détail en valeur ont progressé de 0,6% en glissement mensuel, tirées par les véhicules (+1,1%), l'habillement (+1,5%) et les ventes en ligne (+1,5%). Les ventes de carburants sont restées mal orientées (-1,3%), reflet de la poursuite de la baisse des prix. Le groupe de contrôle (ventes hors carburants, véhicules, matériaux de construction et restauration), qui permet d'approcher la tendance sous-jacente des ventes, enregistre une solide progression de 0,8%. En rythme annuel, les ventes au détail affichent une croissance en accélération à 5,6%. Cette publication laisse présager un produit intérieur brut (PIB) encore soutenu par la consommation au quatrième trimestre 2023. Par ailleurs, la confiance du consommateur mesurée par l'Université du Michigan s'est nettement redressée en janvier et s'établit à 78,8, au plus haut depuis l'été 2021. Le rebond concerne autant l'appréciation de la situation économique présente que les perspectives, sur fond de décline de l'inflation. Cette embellie,

alors que la demande des ménages demeure vigoureuse, pourrait interpeller la Réserve fédérale et concourir à maintenir un discours prudent quant à la perspective d'un assouplissement monétaire (voir infra).

L'industrie américaine est restée à la peine en décembre, clôturant une année 2023 marquée par la stagnation. La production industrielle a peu évolué sur le mois (+0,1%), tandis que la production de novembre était révisée en légère baisse (stable contre +0,1% en première estimation). Par secteur, le manufacturier affiche une hausse de 0,1% sur le mois grâce au rattrapage de la production de véhicules (+1,6%) après un automne affecté par les grèves. A l'opposé, la production de machines reste mal orientée (-1,2%), tout comme celle de produits métalliques (-1,2%). Les équipements de maison et électroménagers sont également en recul (-2,4%). Dans les mines, la production reprend sa marche (+0,9%), après deux mois de contraction. En rythme annuel, la croissance de l'indice de production industriel progresse à 1%, du fait d'un effet de base favorable (le mois de décembre 2022 avait été très mauvais), mais cela ne doit pas cacher le fait qu'entre janvier 2023 et décembre, la production industrielle n'a fait que stagner. **Et les premiers indicateurs d'enquête manufacturiers pour le mois de janvier n'incitent pas à l'optimisme.** L'indice *Empire State manufacturing* de la Réserve fédérale de New York enregistre en effet une chute de près de 30 points pour débiter l'année, et s'établit à -43,7, au plus bas depuis mai 2020 et le choc de la pandémie (un indice inférieur à 0 indique une contraction). Les sous-composantes ne sont guère rassurantes avec des nouvelles commandes à -49,4 et des livraisons à -31,3. En revanche la sous-composante prix payés progresse de 6,5 points pour s'établir à 23,2, là où les prix reçus progressent moins à 9,5. L'indice de la Fed de Philadelphie est moins pessimiste, mais demeure sur un niveau renvoyant à une baisse de l'activité (-10,6 points).

Ces données statistiques résonnent avec le Beige book publié cette semaine. Les contacts de la Réserve fédérale rapportent que l'activité est restée globalement stable depuis la mi-novembre, avec néanmoins une solidité de la consommation, tandis que l'activité manufacturière a décliné. Les districts ont continué à noter que les taux d'intérêt élevés limitaient les ventes d'automobiles et les transactions immobilières. Cependant, la perspective d'une baisse des taux d'intérêt a été citée par de nombreux contacts dans divers secteurs comme une source d'optimisme. Presque tous les districts notent un refroidissement du marché du travail et les entreprises dans l'ensemble s'attendent à un relâchement des pressions salariales. Concernant les prix, la détente se poursuit : les hausses de prix sont qualifiées de modestes à modérées dans 8 districts et 3 districts notent une stagnation.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-23	1,0	-0,6	4,4	3,4
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	déc.-23	6,1	4,6	17,6	-4,2
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	déc.-23	7,6	6,9	15,0	-3,4
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	déc.-23	3780	3820	6128	5081
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	janv.-24	78,8	69,7	77,6	59,0
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	déc.-23	5,6	4,0	18,2	9,7

*Du 15/01/2024 au 21/01/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'immobilier, l'indice NAHB de confiance des promoteurs immobiliers a progressé pour le deuxième mois consécutif (44 en janvier, après 37 en décembre). Ce niveau reste faible mais la confiance semble se reprendre sur fond de recul des taux immobiliers. Concernant les données en dur, la dynamique n'est pas encore là. Les ventes de logements dans l'ancien sont restées faibles en décembre (-1% en glissement mensuel), et les mises en chantier ont reculé de 4,3%. Les permis de construire sont mieux orientés (+1,9%), tirés par les maisons individuelles.

Concernant la politique monétaire, **le Gouverneur Christopher Waller a déclaré cette semaine qu'il était plus confiant dans le retour de l'inflation à la cible**, et qu'il envisage une baisse de taux cette année, une fois que le comité sera convaincu que l'inflation est durablement près de la cible de 2%. Il a par ailleurs ajouté qu'il faudrait **baisser le taux directeur « méthodiquement et prudemment », mettant en garde contre une précipitation dans l'assouplissement monétaire.** Au sujet du rythme approprié, il ne voit pas de raison d'assouplir la politique monétaire aussi vite que lors des cycles passés lorsque le comité devait agir pour lutter contre une récession, ce qui suggère un rythme de baisse plus lent, potentiellement de l'ordre de -25 points de base par trimestre. Concernant la politique quantitative, M. Waller estime que la baisse du bilan peut encore se poursuivre sans déclencher de rareté sur les réserves. D'autres membres du comité sont également intervenus cette semaine (Mary Daly, Raphael Bostic, Alan Goolsbee) et ont maintenu une approche patiente et prudente quant à un futur assouplissement.

Sur le plan budgétaire, le Congrès a finalement voté une nouvelle prolongation du budget fédéral provisoire, dont une partie du financement expirait le 19 janvier. Le texte voté par le Sénat puis la Chambre des Représentants finance une partie des agences fédérales jusqu'au 1^{er} mars, l'autre partie jusqu'au 8 mars. D'ici cette échéance, les membres du Congrès tâcheront de s'accorder sur un budget définitif.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« L'activité industrielle continue à s'enfoncer en zone euro »

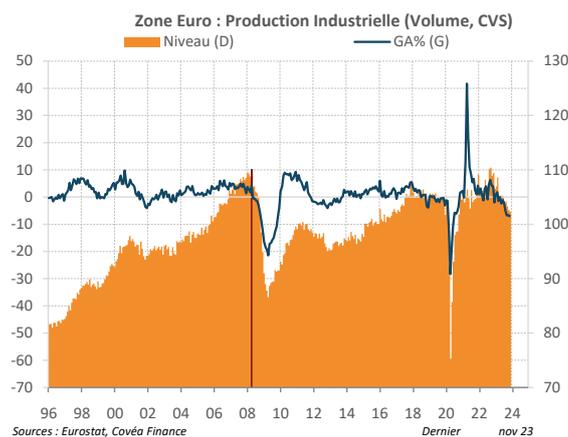
Les déclarations de banquiers centraux européens destinées à inciter les agents économiques à la patience avant que débutent la baisse des taux directeurs de la BCE se sont poursuivies la semaine dernière. Après Philip Lane, qui déclarait dans un entretien à la presse italienne publié durant le week-end, que le Conseil des gouverneurs disposera lors de sa réunion de juin de l'ensemble des données pour décider éventuellement d'une première baisse des taux directeurs (salaires, inflation et nouveau paquet de prévisions, notamment), Joachim Nagel (président de la Deutsche Bundesbank) a rappelé qu'il est trop tôt pour évoquer une prochaine baisse de taux alors que l'inflation reste bien trop élevée. Il a ajouté qu'il serait même possible que les banquiers centraux attendent jusqu'à la pause d'été (après la réunion de juillet), mais qu'il ne « veut pas spéculer ». Son homologue autrichien, Robert Holzmann aurait déclaré à Bloomberg qu'« il ne faut pas parier sur une baisse des taux directeurs européens cette année alors que le conflit dans la Mer Rouge pousse à la hausse les

coûts de transport des marchandises. » Le gouverneur de la banque centrale des Pays-Bas a ajouté que les paris « excessifs » sur la baisse des taux directeurs pourraient s'avérer contre-productifs s'ils se traduisaient par une détente des conditions de financement de l'économie. De son côté, Christine Lagarde a évoqué la possibilité d'une première baisse des taux directeurs dans le courant de l'été prochain.

Fabio Panetta, Gouverneur de la Banque d'Italie et auparavant en charge des infrastructures de marchés et de paiements, **préviend que les conditions d'accès à la liquidité vont changer et que les banques doivent surveiller les risques de liquidité et avoir des plans réalistes pour faire face à ces risques.** Ayant consulté les projets de financement des banques italiennes et européennes, il constate qu'elles tablent sur une augmentation des dépôts de leurs clients. Mais il estime qu'elles ne pourront pas toutes réaliser ce même projet en même temps. La concurrence pour les dépôts devrait donc se durcir, ce qui entraînerait une augmentation du coût de financement des banques. Il appelle les banques à travailler sur des plans plus réalistes, qui indiqueraient comment elles envisagent de trouver des liquidités à court et moyen termes.

La production industrielle de la zone euro a baissé de 0,3% en glissement mensuel (GM) en novembre, portant son recul sur un an à 7,0%, plus forte chute depuis juin 2020. Dans le secteur manufacturier, le recul est général par rapport au mois précédent, excepté dans les biens de consommation non-durables.

La balance commerciale de la zone euro, non-corrigée des variations saisonnières, a enregistré un excédent de 20Mds€ en novembre, contre un déficit de 14Mds€ un an plus tôt. Le redressement du solde commercial reflète toujours la baisse des importations (sous l'effet de la chute des prix des matières premières essentiellement énergétiques importées)



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	nov.-23	-7,0	-6,7	8,9	2,2
AL	ZEW	Indice	janv.-24	15,2	12,8	54,9	-27,2
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-23	4,0	3,9	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-23	5,1	5,1	2,4	5,9

* Du 15/01/2024 au 21/01/2024 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

alors que les exportations sont également en recul sur un an. En cumul sur les onze premiers mois de l'année, un excédent de 50Mds€ apparaît en 2023, contre un déficit de 324Mds€ en 2022. **En novembre, l'excédent, corrigé des variations saisonnières, de la balance des transactions courantes a diminué de 7Mds€ par rapport au mois précédent**, à 25Mds€, en raison d'une augmentation du déficit des revenus primaires.

Au Royaume-Uni, l'inflation est en légère hausse en décembre. Alors qu'une nouvelle baisse de la croissance des prix était attendue, l'inflation s'est finalement établie à 4,0% en glissement annuel, après 3,9% en novembre. Malgré la poursuite de la baisse des prix de l'énergie (-17,3% sur un an), la mise en place d'une nouvelle taxe sur le tabac explique une partie de la hausse des prix observée en décembre. Concernant l'inflation sous-jacente, elle est restée stable à 5,1%. L'inflation sous-jacente a été une nouvelle fois alimentée par la dynamique des prix dans le secteur des services, qui sont en hausse de 6,4% sur un an en décembre, après 6,3%. Dans le détail, on note un rebond de l'inflation dans les loisirs, l'habillement et les services de communication.

Une partie de l'inflation dans les services a pu être alimentée par la dynamique des salaires britanniques. La croissance des salaires hors bonus a atteint 6,6% en novembre, un niveau toujours élevé bien qu'en baisse par rapport au pic de 7,9% enregistré à l'été 2023. **Malgré le léger regain de pouvoir d'achat des ménages** (le salaire réel étant en hausse de 1,3% sur un an en novembre), **les ventes au détail ont enregistré une baisse importante en décembre, tant en volume qu'en valeur.** Elles enregistrent ainsi leur plus forte baisse mensuelle depuis janvier 2021 (-3,6% en valeur et -3,3% en volume), avec un recul généralisé parmi les sous-secteurs. Sur un an, les ventes au détail en volume sont en recul de 2,5%. Cette baisse de la consommation sur la fin d'année pourrait avoir une incidence négative sur le PIB du quatrième trimestre.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« La Chine dépasse son objectif de croissance mais d'importantes fragilités se maintiennent »

Avec une croissance annuelle du PIB de 5,2% en 2023, la Chine dépasse l'objectif d' « autour de 5% » que s'était fixé le gouvernement en mars dernier. Néanmoins, ce redressement reste synonyme de net ralentissement de l'économie chinoise par rapport aux dernières décennies (9% de croissance annuelle en moyenne sur la période 2000-2019), en particulier au regard de la dynamique de rattrapage dont elle a bénéficié en 2023, après une année 2022 marquée par le maintien de restrictions sanitaires strictes (croissance du PIB à seulement 3%). Au quatrième trimestre 2023, la croissance du PIB a ralenti à 1% en glissement trimestriel contre 1,5% au troisième trimestre.

Les données d'activité ont été mitigées en décembre. La production industrielle reste dynamique avec une croissance de 6,8% en glissement annuel (GA), tirée par la production de téléphones mobiles et d'automobiles. En outre, la dynamique des investissements s'accélère (+4% en GA), principalement tirée par les investissements en infrastructure et dans le secteur manufacturier, qui bénéficie d'un fort soutien des autorités, alors que les investissements dans l'immobilier continuent toutefois de se détériorer très fortement (-12,3% en GA). L'immobilier reste en effet en forte difficulté comme l'illustrent également les contractions marquées des ventes de logements (-12,7% en volume) et des mises en chantier (-10,4%). En outre, les ventes au détail se modèrent avec une croissance de 7,4% sur un an après 10,1% en octobre. Ce taux de croissance reste élevé, mais il est à nuancer par le poids important des effets de base en lien avec la faiblesse de la consommation en 2022.

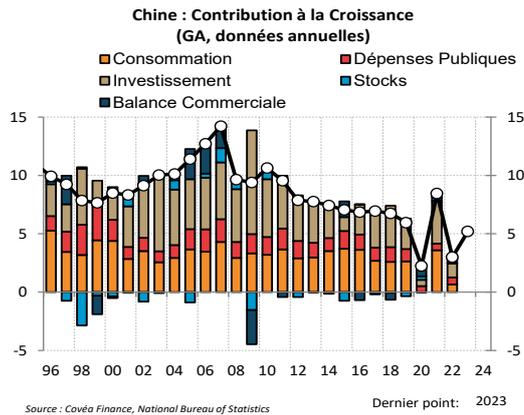
Concernant le marché de l'emploi, les autorités ont publié une nouvelle donnée révisée sur le chômage des jeunes (16-24 ans), à 14,9% sur l'ensemble de l'année 2023. La publication mensuelle de ce chiffre avait été interrompue en juillet dernier, officiellement en raison de problèmes méthodologiques (le dernier taux publié était à 21,3% pour le mois de juin). Notons que le taux de chômage de l'ensemble de la population active reste très faible, à 5,2%.

Côté prix, le déflateur du PIB renforce la perception d'un environnement déflationniste. Il s'inscrit à -0,5% sur l'année 2023, soit la plus forte baisse depuis 1999. Il confirme ainsi la dynamique de baisse des prix déjà relatée par l'indice des prix à la consommation et l'indice des prix à la production.

Le recul des prix est un des symptômes du virage démographique en cours en Chine. Pour une deuxième année consécutive, la population s'est contractée en 2023. Le nombre de Chinois a baissé de 2 millions cette année, après un recul de 850 000 en 2022. Il s'agit des deux premières années de baisse de la population depuis la grande famine de 1961.

Au Japon, l'inflation poursuit sa modération en décembre. Certes, la croissance de l'indice des prix à la consommation demeure au-dessus de la cible de 2% de la Banque du Japon pour un 21ème mois consécutif, mais elle a nettement ralenti à 2,6% en décembre par rapport à son pic de 4,3% du début d'année. Cette modération reflète surtout le fort

recul des prix de l'énergie (-11,6%) et la modération progressive des prix de l'alimentation. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a légèrement accéléré à 2,8% – un niveau qui n'avait plus été atteint depuis le début des années 1990 – soutenue par la dynamique des prix dans les services. Si cette dynamique est entretenue par une croissance vigoureuse des salaires, la Banque du Japon pourrait amorcer une normalisation de sa politique monétaire, mais les conditions pour la formation de ce « cercle vertueux », attendu par le gouverneur Ueda, ne semblent pas encore réunies.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-23	2,6	2,9	-0,3	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-23	2,8	2,7	-0,8	0,2
CH	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	déc.-23	6,8	6,6	9,3	3,4
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	déc.-23	7,4	10,1	12,4	-0,8
	PIB	Vol, NCVS, GA%	T4 23	5,2	4,9	9,1	3,0

*Du 15/01/2024 au 21/01/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

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.