

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

25 mars 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

La reconquête de l'espace

Depuis plusieurs années déjà, nos Perspectives Economiques et Financières mettent en exergue le retour du Politique et intègrent dans leur réflexion les efforts accomplis par les Etats pour reconstituer des chaînes de valeurs souveraines. En la matière, le secteur spatial est en première ligne. Dans les pays occidentaux, la recomposition du secteur s'appuie sur des initiatives privées pour faire baisser les coûts et stimuler les investissements.

Dans le monde, l'écosystème spatial affiche une belle dynamique. En 2023, 211 lancements organisés par près de 80 agences ont permis à plus de 40 pays de mettre sur orbite près de 2900 satellites ; la taille de ces derniers s'étant certes réduite au fil des ans.

Ce dynamisme traduit aussi une volonté d'exploration et de conquête de la Lune, par un nombre croissant de pays, comme l'a démontré l'Inde cet été avec sa sonde Chandrayaan-3. En la matière, la recherche et la démonstration technologique n'expliquent pas tout. Ce sont aussi possiblement des velléités d'exploitation future des ressources qui s'expriment comme pour l'hélium 3 lunaire par exemple, avec au premier rang les Etats-Unis, la Chine, la Russie, le Japon, la Corée et les Emirats arabes unis.

En quasi panne de lanceur lourd, dans l'attente du lancement d'Ariane 6, la France et l'Europe tentent de maintenir leur souveraineté en coordonnant leurs actions autour de plus petits lanceurs développés par un écosystème de start-ups, issu d'une mouvance qui a chamboulé tous les modèles d'affaire : le « nouvel espace ».

Dans l'intention d'insuffler une nouvelle dynamique, le grand choix politique occidental, en particulier sous l'ère du président Obama, fut de recentrer les financements publics vers la recherche et l'exploration. En parallèle, ce fut aussi celui d'externaliser les activités commerciales des agences historiques (NASA, ESA...) au bénéfice d'acteurs privés. Cette double orientation déboucha sur le mouvement dit du « New Space », qui entretient depuis, la création d'une myriade de jeunes pousses toujours plus dynamiques qui coopèrent assez souvent avec des acteurs historiques, ainsi renforcés. Un cercle vertueux s'est installé, dès lors que les perspectives et la rentabilité ont fini par attirer les financements privés, en particulier de fonds spécialisés. Ces dernières années, les dynamiques de levées sont soutenues aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe.

Avec le développement de lanceurs réutilisables, de nombreuses constellations dites de basses orbites ou de services exploitant les données spatiales, les investissements s'orientent, de manière privilégiée, sur des maillons de la chaîne de valeur, en pleine accélération comme la miniaturisation et la migration orbitale, les surveillances anticollisions ou la cybersécurité assurant la protection des systèmes globaux de communication. Il faut se rappeler qu'en février 2022, le premier acte de guerre de la Russie contre l'Ukraine, fut l'attaque du satellite Ka-Sat. L'acquisition, le traitement, souvent par l'intelligence artificielle et l'usage des données, se trouvent de plus en plus localisées dans les satellites. Mais sur ce dernier point, pour la France et l'Europe, il reste un fort retard à combler par rapport aux Etats-Unis.

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

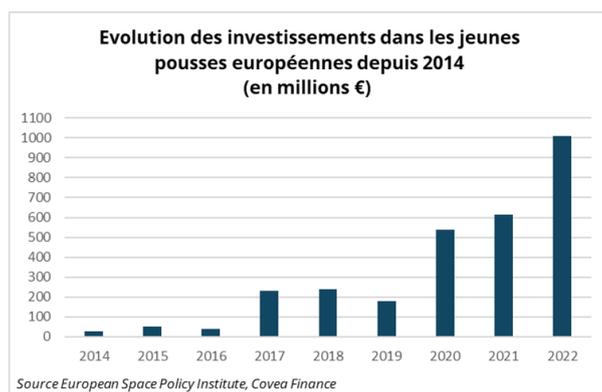
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Focus
Asie

Focus de la semaine

« Les jeunes pousses du spatial en phase de décollage ... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	22/03/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,081	1,089	1,083	-0,7	-0,2
€ / £	0,858	0,855	0,882	0,3	-2,7
€ / Yen	163,67	162,31	141,73	0,8	15,5
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	85	76	0,1	12,5
Indice CRB*	534	536	546	-0,3	-2,1
Prix de l'once d'Or	2 160	2 162	1 996	-0,1	8,2
Prix de la tonne de cuivre	8 867	9 072	9 031	-2,3	-1,8
Indice Baltic Dry**	2 196	2 374	1 484	-7,5	48,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1733	1733	908	0,0	90,7

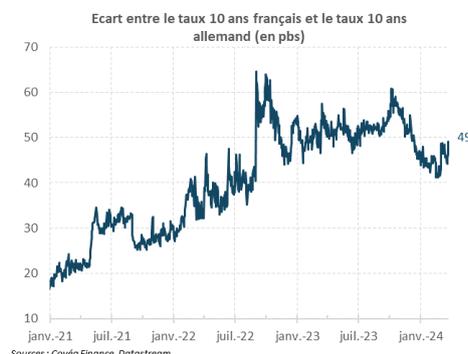
Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice 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 :

A l'issue de cette semaine marquée par les nombreuses réunions des banques centrales, les investisseurs semblent vouloir retenir comme perspective une première baisse des taux à partir du mois de juin pour la BCE, La Fed et la BOE. Les rendements 10 ans sont en baisse d'une dizaine de points de base aux Etats-Unis et en Allemagne et les courbes enregistrent un léger mouvement de pentification. On note par ailleurs un écartement des primes de risque entre l'Allemagne et la France suite à l'annonce de la publication d'un déficit budgétaire supérieur aux attentes du côté français. La dette italienne sous-performe également. Sur le marché du crédit là aussi, les primes sont à l'écartement principalement sur le haut rendement entraînées par les émetteurs Altice et Atos notamment.



Le Focus de la semaine : Le réseau d'eau britannique boit la tasse

Privatisé sous l'ère Thatcher comme de nombreuses entreprises de services publics, Thames Water semble se rapprocher chaque jour du naufrage. Le gestionnaire des eaux de la Tamise, le plus important du royaume, dessert 15 millions de clients principalement en Angleterre. Entre 2006 et 2017, le fonds australien Macquarie en était l'unique actionnaire. Depuis, plusieurs fonds de pensions canadiens, britanniques et néerlandais ont repris l'entreprise avec l'appui des fonds souverains de Chine, d'Abu Dhabi et d'Australie. Sous leurs règnes les versements de dividendes ont été particulièrement généreux, le montant de la dette a été multiplié et les investissements dans le réseau se sont avérés insuffisants. La dette avoisine les 18Mds£, dont la majorité est indexée à l'inflation ou à taux variables. La situation macroéconomique actuelle a fait émerger des surcoûts conséquents sur la dette. En parallèle, l'entreprise peine à réduire les fuites sur le réseau et la pollution dans ses rejets. Thames Water est devenu un sujet politique majeur. Au début de l'année, le Département de l'Environnement, de l'Alimentation et des Affaires rurales a modifié une loi sur l'insolvabilité des compagnies des eaux. L'administrateur spécial pourra dorénavant prendre en main une compagnie sans que celle-ci ne rencontre des difficultés imminentes concernant le remboursement de sa dette. Les modifications introduisent une possibilité de cantonnement permettant de vendre des actifs tout en les dissociant des passifs faisant craindre des problématiques liées à la valorisation de la dette. Cette révision législative laisse présager des remous à venir pour le secteur. Celle-ci marquait la volonté initiale du gouvernement d'éviter le recours à la nationalisation. Or, la situation pourrait évoluer plus rapidement que prévu car Kemble Water la maison mère de Thames Water doit refinancer un emprunt au mois d'avril. Sa notation s'est enfoncée plus encore en catégorie spéculative, en décembre, lorsque l'agence Fitch l'a dégradé et lui a attribué un CCC. Cela faisait suite aux doutes émis par les dirigeants sur la capacité à renouveler cet emprunt. De plus, Thames Water, en mauvaise passe, a versé des dividendes à Kemble Water en dépit d'une interdiction ce qui a déclenché l'ouverture d'une enquête et a abouti à la démission du Président de la maison mère moins d'un an après son parachutage. Forts de ce constat, certains actionnaires de Thames Water ont fortement déprécié la valeur de leur participation dans l'entreprise. Ils militent pour une augmentation du prix de l'eau de 40% étalée sur les six prochaines années ce qui est pour le moment refusé par le gouvernement. Voyant l'écueil approché de façon imminente, ce dernier préparerait en catimini un plan de sauvetage de plusieurs milliards de livre sterling, ce qui acterait le retour du Politique dans les services publics au Royaume-Uni.

Lucas Couvert

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	22/03/24	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	5,00	0,00	0,00	0,00	0,50					
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	0,00	0,00	0,00	1,00					
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	0,00	0,00	0,00	1,00					
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25	0,00	0,00	0,00	1,00					
Banque du Japon	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,20	0,20	0,20	0,20					
Taux 10 ans														
Etats-Unis	4,20	4,31	4,31	3,88	3,43	-11	-11	32	77	-39	18			
Allemagne	2,32	2,44	2,44	2,02	2,20	-12	-12	30	13	-50	17			
France	2,80	2,88	2,88	2,56	2,72	-8	-8	24	8	1	47			
Italie	3,64	3,70	3,70	3,70	4,07	-6	-6	-6	-42	26	58			
Royaume-Uni	3,93	4,10	4,10	3,54	3,45	-17	-17	39	48	-19	52			
Japon	0,74	0,79	0,79	0,61	0,32	-5	-5	13	42	54	107			
Crédit														
Indice Itraxx Main	55,5	53,3	53,2	58,1	90,4	2,2	2,3	-2,6	-34,9					
Indice Itraxx Crossover	302,1	305,1	304,1	309,9	470,0	-3,0	-2,0	-7,8	-167,9					

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

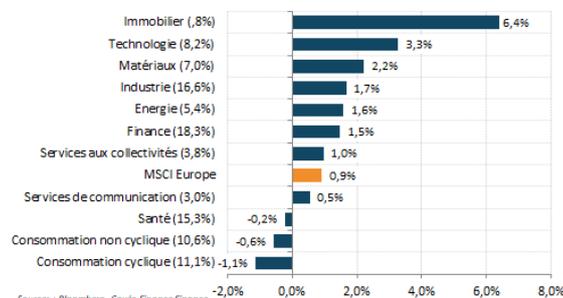
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI Europe) progresse de 0,9%. Le secteur de l'immobilier réalise la meilleure performance avec une hausse de 6,4% dans le sillage de la baisse des taux longs, porté notamment par les sociétés immobilières allemandes Vonovia et LEG Immobilien. Le secteur de la technologie grimpe de 3,3%, un rebond technique après avoir sous-performé la semaine précédente. A contrario, le secteur de la consommation cyclique accuse la plus forte baisse à -1,1% suite à la publication par Kering d'une performance négative de Gucci au premier trimestre, entraînant une baisse des valeurs du secteur du luxe. En termes de performances géographiques, l'indice espagnol IBEX réalise la meilleure performance (+3,3%) sur la semaine en raison du poids important des financières.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 15/03/2024 au 22/03/2024 (GICS)



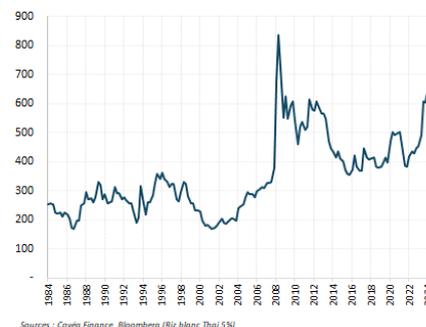
Le Focus de la semaine : Une hausse sans fin des cours du riz ?

Dans certaines langues d'Asie du Sud-Est, « manger du riz » et « manger » sont synonymes... C'est dire l'importance de cette céréale majoritairement produite et consommée en Asie, mais également sur d'autres continents. En effet, le riz est la céréale la plus consommée dans le monde devant le maïs et le blé. Mais contrairement aux autres céréales, la particularité du riz est : 1) qu'il fait l'objet d'échanges essentiellement sur les marchés locaux (seulement 10% de la production mondiale de riz est échangée au niveau international contre 25% pour le blé); 2) plus de 50% de la production et de la consommation sont concentrées dans trois pays principaux que sont la Chine, l'Inde et l'Indonésie.

Les prix du riz ont récemment atteint des niveaux historiques à la hausse (voir graphique). Comment l'expliquer ? Tout d'abord, les conséquences de la guerre en Ukraine et de l'envolée du prix du gaz naturel et des fertilisants dissuadent de nombreux producteurs et affectent les rendements, provoquant l'envolée du cours de nombreuses céréales. Ensuite, la production dans de nombreuses zones rizicoles a diminué en raison de phénomènes climatiques (El Nino, sécheresses). Enfin, dans le but d'atténuer la hausse des prix du riz sur son marché domestique, l'Inde, qui représente 40% des exportations mondiales, a imposé des restrictions commerciales en instaurant des taxes à l'importation de 20% en septembre 2022 sur le riz non-basmati et en interdisant le riz Indica à l'exportation en juillet 2023.

D'après la banque mondiale, le prix du riz devrait rester élevé au moins jusqu'en 2025. Un coup dur pour les pays africains notamment, fortement dépendants des importations de cette céréale. Rappelons qu'en 2008 la hausse spectaculaire des cours du riz avait semé les graines de la discorde en faisant basculer de nombreux pays dans la faim et la révolte, et provoqué une instabilité politique majeure. L'ensemble de ces enjeux est suivi attentivement dans nos Perspectives Economiques et Financières à travers la compétition pour l'accès aux ressources dans un monde qui se régionalise.

Evolution des cours du riz depuis 1984 (USD/t)



Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	22/03/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	166	164	164	153	144	1,3	↑	8,9	↑	15,6	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 022	997	997	966	942	2,5	↑	5,7	↑	8,5	↑
MSCI EMU Small Cap	424	421	421	426	402	0,7	↑	-0,3	↓	5,4	↑
MSCI Europe	171	169	169	161	150	0,9	↑	6,4	↑	14,1	↑
France CAC 40	8 152	8 164	8 164	7 543	7 139	-0,2	↓	8,1	↑	14,2	↑
Allemagne DAX 30	7 180	7 074	7 074	6 629	6 200	1,5	↑	8,3	↑	15,8	↑
Italie MIB	34 344	33 940	33 940	30 352	26 482	1,2	↑	13,2	↑	29,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 931	7 727	7 727	7 733	7 500	2,6	↑	2,6	↑	5,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 246	9 038	9 038	8 920	8 507	2,3	↑	3,7	↑	8,7	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

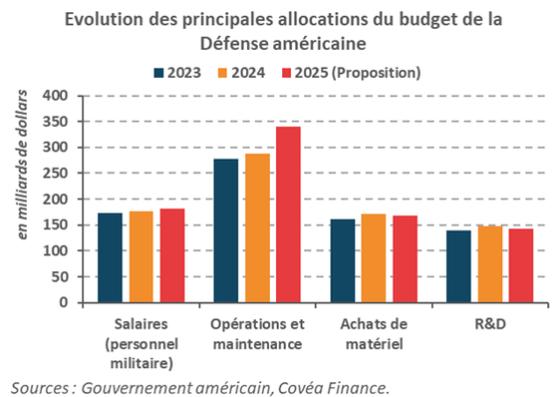
L'analyse des marchés :

En Asie, les pays d'Asie du Nord (Japon, Taiwan, Corée du Sud) affichaient les meilleures performances. La Corée du Sud bénéficiait du rebond des valeurs de la mémoire (Samsung, SK Hynix) après les bons résultats de leur concurrent américain Micron et d'un accord potentiel entre Samsung et Nvidia pour l'achat de puces à large bande passante. L'indice sud-coréen était aussi soutenu par les perspectives d'amélioration de la gouvernance des entreprises suite à la prise de position du président Yoon en faveur d'une baisse du taux d'imposition sur les successions. Le Japon était soutenu par la faiblesse du yen face au dollar et l'annonce par la BoJ de la fin de la politique de taux d'intérêt négatifs après 8 ans. A l'inverse, les indices chinois faisaient partie des moins bonnes performances, pénalisés par les inquiétudes sur le secteur immobilier et le risque géopolitique. A ce titre, l'administration américaine envisagerait de mettre sur liste noire plusieurs partenaires industriels de Huawei intensifiant ainsi une campagne américaine visant à isoler et à réduire les ambitions de Pékin en matière d'intelligence artificielle et de semi-conducteurs. A l'inverse, la Chine a introduit des directives visant à éliminer progressivement les microprocesseurs américains d'Intel et d'AMD des ordinateurs personnels et des serveurs du gouvernement. En parallèle, un projet de loi bipartisan a été présenté au Congrès américain afin d'empêcher les fonds d'investissement américains d'investir dans des ETF chinois.

Aux Etats-Unis, l'indice S&P500 rebondissait de 2,3% et atteignait des niveaux historiques à 5260 points, soutenu par le discours de la réserve Fédérale. Dans ce contexte, les valeurs de croissance affichaient les plus fortes hausses notamment le secteur des services de communications et de la technologie. Au cours de la semaine, Lululemon baissait de plus de 13% après une publication de résultats au-dessus des attentes, mais des perspectives annuelles jugées décevantes face à un environnement de consommation plus difficile aux États-Unis. A l'inverse, la société de semi-conducteurs Micron enregistrait une hausse de 18% à l'annonce de ses résultats et de perspectives favorables, portés par la forte demande pour les solutions d'intelligence artificielle. Toujours dans le domaine de l'IA et afin de pallier au retard accumulé par Apple pour développer son propre modèle de langage, la société envisagerait d'intégrer le moteur d'intelligence artificielle Gemini de Google dans ses iPhones. Par ailleurs, la société Apple a souffert cette semaine de l'ouverture d'un procès du département de la justice visant les pratiques anticoncurrentielles de cette dernière. Le gouvernement américain a annoncé qu'il allait accorder 20 milliards de dollars à Intel dont 8,5 milliards de subventions et 11,5 milliards de prêts dans le cadre du développement d'usines de semiconducteurs (100 milliards de dollars d'investissements pour la construction d'usines en Arizona, dans l'Ohio, au Nouveau-Mexique et en Oregon). Enfin, un fonds de dotation texan retire \$8,5 mds à BlackRock. Ce fonds, qui finance des écoles publiques de l'Etat, s'est mis en conformité avec une loi locale lui interdisant de travailler avec des entreprises considérées comme «anti-pétrole».

Le Focus de la semaine : Evolution du budget de la Défense 2024 et 2025

En fin de semaine dernière, le congrès a adopté la dernière version du budget de la défense pour l'exercice fiscal 2024, débuté en octobre 2023. Chiffré à \$825 milliards, il ressort légèrement en-dessous du budget initialement demandé (\$827 milliards), malgré une augmentation des dépenses en achats de matériel (\$3 milliards) et en R&D (\$3,4 milliards). De plus, ce budget est également moins important que celui de 2023 (-1%) en raison de reprises de provisions anormalement élevées l'an dernier. Retraité de ces provisions, le budget 2024 ressort en hausse de +4% en glissement annuel (soit \$31 milliards additionnels). En détail, ce sont les achats de matériels qui ont contribué à la hausse (+6%, soit quasiment \$10 milliards de dépenses supplémentaires), notamment en lien avec l'achat d'avions logistiques (P-8 de Boeing, V-22 de Textron, E-2 de Northrop Grumman). Le budget consacré aux opérations et à la maintenance (+3% pour \$9 milliards supplémentaires) ainsi qu'à la R&D (+6% pour \$8,5 milliards) a également contribué à l'augmentation globale. A contrario, les réductions budgétaires les plus importantes ont été réalisées au sein des dépenses d'armement pour la Marine et l'Armée de l'Air. Le budget de la défense pour 2025, chiffré à \$850 milliards selon les premières estimations de la part du gouvernement (« President's Budget ») qui ont été publiées plus tôt ce mois-ci, paraît finalement assez conservateur car il ne prévoit qu'une indexation à l'inflation (+3% vs. 2024), et ce malgré la recrudescence des conflits dans le monde. De plus, cette proposition masque de fortes disparités entre les postes de dépenses puisqu'elle traduit une augmentation sensible du budget dédié aux opérations et à la maintenance (+18%, soit \$52 milliards additionnels, incluant les besoins liés aux formations et aux entraînements pour se préparer à d'éventuels combats) au détriment des dépenses en nouveaux matériels et en R&D (-3% pour chaque poste) ... la possibilité d'une révision de ce budget n'est donc pas à écarter. Néanmoins, la modeste hausse pour 2025 traduit l'endettement record auquel fait face les Etats-Unis qui limite sa capacité de financement. Toutes ces thématiques (souveraineté des Etats, évolution des dépenses militaires dans un contexte géopolitique tendu, capacité de financement, ...) sont au cœur des réflexions sur nos Perspectives Economiques et Financières.



Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	22/03/24	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	5 234	5 117	5 117	4 770	3 971	2,3	2,3	9,7	31,8	3,1	3,1	12,1	31,2
Etats-Unis - Dow Jones	39 476	38 715	38 715	37 690	32 238	2,0	2,0	4,7	22,5	2,7	2,7	7,0	21,9
Etats-Unis - Nasdaq	16 429	15 973	15 973	15 011	11 824	2,9	2,9	9,4	38,9	3,6	3,6	11,8	38,3
Japon Nikkei 300	605	570	573	500	409	6,1	5,6	21,0	48,1	5,2	4,8	15,1	27,3
Corée du Sud KOSPI	2 642	2 667	2 667	2 614	2 415	-0,9	-0,9	1,1	9,4	-1,2	-1,2	-0,4	5,5
Chine - Shanghai	3 048	3 055	3 055	2 975	3 266	-0,2	-0,2	2,5	-6,7	0,1	0,1	2,9	-11,7
Hong Kong Hang Seng	16 499	16 721	16 721	17 047	19 916	-1,3	-1,3	-3,2	-17,2	-0,6	-0,6	-1,3	-17,2
Marchés Emergents - MSCI	1 039	1 035	1 035	1 024	972	0,4	0,4	1,5	6,9	1,2	1,2	3,7	6,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'or et les Banques Centrales

Jamais l'or ne s'est échangé sur des cours aussi élevés ! Le métal jaune a dépassé pour la première fois de son histoire les 2200\$ l'once ce 21 mars 2024, soit une croissance de 70% depuis début 2019. Les raisons de cet engouement sont multiples : croissance des tensions géopolitiques, inflation ou encore augmentation des conflits armés...

En effet, l'or, souvent catégorisé comme « valeur refuge » en période de crise a bénéficié des événements de ces dernières années (pandémie, guerre en Ukraine, inflation record depuis 40 ans, faillite de SVB, conflit Israël-Hamas, restrictions d'exportations, endettements étatiques record...) qui lui ont permis de briller.

Au cœur de cet attrait : les Banques Centrales. Bénéficiant d'absence de risque de contrepartie ou de crédit, l'or permet notamment aux Banques Centrales de diversifier leurs réserves de changes. Ainsi, depuis 2010, celles-ci sont acheteuses nettes d'or (conséquence de la crise financière). Les années 2022 et 2023 ont marqué une très forte accélération de cette tendance. L'achat d'or des banques centrales est ainsi passé de 450 tonnes en 2021 à plus de 1 000 tonnes en 2022 et 2023.



Sources : Covéo-Finance, Bloomberg

Des achats non homogènes par zone

Bien que les Banques Centrales d'un certain nombre de pays occidentaux (Etats-Unis, France, Allemagne, Italie...) détiennent à ce jour la majeure partie des réserves d'or, elles ne sont pas à l'origine de cette vague d'achats. Sur la période 2010-2023, les Banques Centrales de la France, des Etats-Unis et de l'Italie ont maintenu stable leur niveau de réserves d'or, l'Allemagne ayant quant à elle vendu environ 50 tonnes (t) sur la période. En effet, l'or représentant en moyenne 70% des réserves de changes de ces pays, l'augmentation de leur niveau de réserve n'est pas une priorité.

A contrario, les deux plus grands acheteurs sur la période 2010-2023 sont la Russie et la Chine, ayant ajouté à leurs réserves respectivement 1 680t et 1 180t d'or. Selon le FMI, les réserves d'or de la Russie représentaient ainsi 22% de ses réserves totales de change en 2023, contre seulement 3% pour la Chine.

Il n'est pas surprenant de retrouver ces deux pays, dont les relations avec les Etats-Unis sont difficiles, comme étant les plus grands acheteurs d'or de la dernière décennie. La guerre en Ukraine qui a débuté en février 2022 et les subséquentes sanctions occidentales contre la Russie ont démontré la vulnérabilité des réserves de change détenues à l'étranger. En effet, \$300 milliards d'actifs de la Banque Centrale Russe sont actuellement gelés. L'or, si détenue domestiquement, est une réserve de change qui n'est pas sujette aux mêmes risques et pourrait permettre d'échapper aux sanctions internationales.

L'augmentation du rythme des achats des Banques Centrales en 2022 et 2023 entre ainsi dans le sillage d'une prise de conscience de ces enjeux tout en remettant en cause l'hégémonie du modèle occidental (et l'hégémonie du dollar!), tel que nous le détaillons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

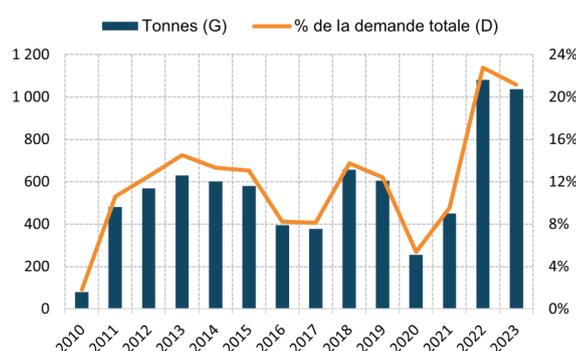
En 2022, la Banque Centrale Turque a ainsi accru ses réserves d'or de 148t et la Banque Centrale Chinoise de 62t. En 2023, on retrouve la Chine comme le plus grand acheteur d'or avec 230t, en très forte accélération par rapport à 2022, suivie de la Pologne (130t).

L'impact de ces achats records sur le marché de l'or

En 2022 et 2023, les Banques Centrales représentaient ainsi plus de 20% de la demande totale d'or contre une moyenne de 11% lors de la décennie 2010. Ce « gain de part de marché » des Banques Centrales s'est fait au détriment des investissements (achat physique d'or et ETF) et de la bijouterie (dont la consommation a une corrélation inverse au prix). L'offre d'or (composée de la production minière et de l'or recyclé) est relativement stable depuis 2016, ce qui permet en partie d'expliquer la performance du métal jaune ces dernières années.

Dans ce monde bipolaire, plus conflictuel, où les tensions géopolitiques s'intensifient, les Banques Centrales devraient poursuivre cette tendance d'achat net d'or, favorisant ainsi un cours élevé. Une question subsiste néanmoins : quel impact aurait la réduction de ce rythme d'achat d'or (voir le passage à une vente nette) des Banques Centrales sur le cours de l'or lorsque celles-ci représentent plus de 20% de la demande ?

Demande nette d'or des Banques Centrales



Sources : Covéo Finance, Metals Focus, World Gold Council

Henry Miller

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le comité de politique monétaire reste confiant dans la trajectoire de l'inflation »

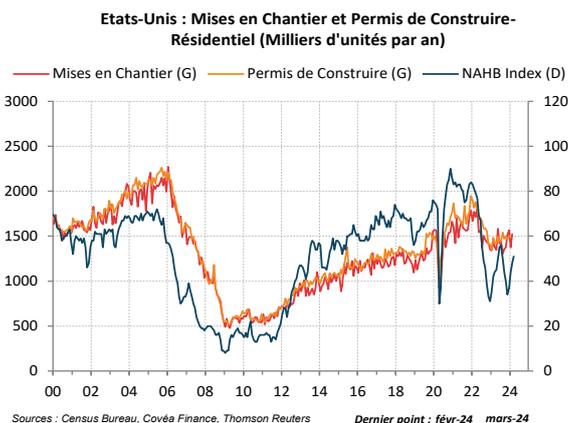
Sans surprise, la Réserve fédérale a maintenu le statu quo lors de sa réunion de politique monétaire de mars, tant sur le taux directeur à [5,25 ; 5,50%], que sur le rythme de réduction de son bilan (-95 Mds\$ par mois). Au-delà de cette décision prise à l'unanimité, l'intérêt de la réunion résidait davantage dans la communication adoptée quant à la suite. **Tant les prévisions des membres du comité (FOMC) que les déclarations de Jerome Powell en conférence de presse témoignent d'une certaine confiance des participants dans la poursuite du mouvement de modération des prix, en dépit de chiffres d'inflation supérieurs aux attentes en ce début d'année.** Ainsi la médiane des prévisions individuelles de taux directeur par les membres du FOMC se situe toujours à trois baisses de 25 points de base cette année. Toutefois l'examen détaillé des positions des participants montre une inflexion moins accommodante par rapport au dernier jeu de prévisions de décembre : sur les 19 membres du FOMC, 9 sont favorables à moins de trois baisses, 9 envisagent trois baisses, et 1 seul projette plus de trois baisses, contre respectivement 8, 6 et 5 en décembre dernier. Si la médiane est donc restée inchangée, on constate que les tenants d'une baisse marquée du taux directeur ont baissé pavillon et que le débat est serré entre deux et trois mouvements de taux cette année. En

2025, la médiane des prévisions ne prévoit plus que trois baisses supplémentaires, contre quatre en décembre, puis encore trois en 2026 (inchangé). La trajectoire envisagée est donc légèrement plus restrictive. On peut également noter que la projection du taux directeur à long terme est relevée à 2,6%, contre 2,5% précédemment.

La prévision de croissance du Produit Intérieur Brut pour 2024 (T4 sur T4) est réhaussée à 2,1%, contre 1,4%, prenant ainsi acte de la résistance de l'activité. Pour 2025 et 2026, la croissance est légèrement relevée à 2%. Malgré une croissance plus forte attendue, la prévision d'inflation est stable pour 2024, et l'inflation sous-jacente est seulement légèrement révisée en hausse à 2,6%, contre 2,4% précédemment. A fin 2025, l'inflation et l'inflation sous-jacente sont anticipées à 2,2%, soit une poursuite d'un lent processus de désinflation.

Lors de la conférence de presse, Jerome Powell a plutôt minimisé les chiffres d'inflation supérieurs aux attentes de janvier et février, estimant qu'il s'agissait d'accidents de parcours inévitables dans le processus de désinflation. Selon le Président de la Réserve fédérale, la tendance reste favorable, en lien avec une résorption des déséquilibres, notamment sur le marché du travail. **Concernant le bilan, Powell a indiqué qu'il serait "approprié de ralentir le rythme de la réduction du bilan assez rapidement", suggérant la possibilité d'une annonce en mai ou juin.**

Les données immobilières signalent un redressement de l'activité résidentielle en ce début d'année. Les ventes de logements anciens ont bondi de 9,5% au mois de février et sont au plus haut depuis un an, suggérant que le point bas de l'activité a été atteint en fin d'année dernière. La dynamique haussière concerne à la fois les maisons individuelles et les



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	févr.-24	2,4	10,0	-4,2	-12,3
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	févr.-24	5,9	2,5	-3,4	-8,3
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	févr.-24	4380	4000	5087	4101

*Du 18/03/2024 au 24/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

maisons d'habitation. La croissance annuelle du prix médian poursuit son accélération à près de 6%. Les mises en chantier ont également fortement progressé en février (+10,7% en glissement mensuel), après un mois de janvier perturbé par les conditions météorologiques (-12,3%). Le rebond concerne particulièrement les maisons individuelles (+11,6%). Au-delà de la volatilité récente, la tendance sur ce segment est nettement positive depuis quelques mois. En revanche le segment des immeubles d'habitation est moins bien orienté. Par ailleurs les permis de construire progressent sur le mois de 1,9% et l'on retrouve là aussi des tendances divergentes entre maisons individuelles et immeubles. Cette vigueur de l'activité entraîne un regain d'optimisme dans le secteur. L'indicateur NAHB de confiance des promoteurs immobiliers a poursuivi en mars son redressement amorcé en fin d'année dernière, au moment où les taux ont reflué après un pic en octobre. L'indice s'établit à 51 points, au plus haut depuis juillet dernier. L'amélioration de mars concerne autant les ventes actuelles que les attentes à 6 mois. Le niveau de l'indice reste toutefois nettement dégradé par rapport à la situation début 2022 (autour de 80 points) avant la chute d'activité du secteur résidentiel.

Sur le plan politique, les membres du Congrès ont finalement voté un texte permettant de financer l'Etat fédéral jusqu'au 30 septembre, date de fin de l'année fiscale, évitant ainsi in extremis une fermeture partielle du gouvernement fédéral. Cet accord qui porte sur 1200 Mds\$ de dépenses, et qui complète celui de 460 Mds\$ voté début mars, est cependant décrié par l'aile conservatrice du parti Républicain. Celle-ci reproche au chef des Républicains à la Chambre des Représentants Mike Johnson, d'avoir été trop conciliant avec les Démocrates et menace de le destituer, sort qu'avait connu son prédécesseur Kevin McCarthy en septembre dernier dans des circonstances similaires.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

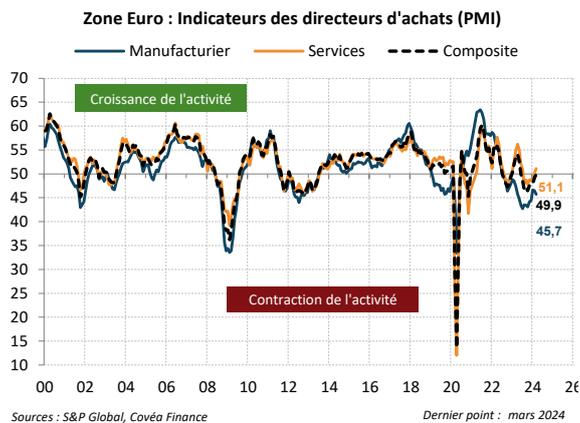


Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE tente de gérer les attentes »

Après avoir réussi à repousser les attentes de la première baisse des taux au mois de juin, quelques banquiers centraux européens tentent désormais de faire passer un nouveau message sur le rythme de détente de la politique monétaire après ce premier mouvement. Christine Lagarde a notamment déclaré que, après une première baisse des taux directeurs qui pourrait intervenir en juin, la Banque Centrale Européenne ne devrait pas s'engager sur un rythme de détente de sa politique. Les décisions continueront à dépendre des données publiées, en particulier celles concernant la croissance des salaires, l'évolution des marges unitaires des entreprises et la croissance de la productivité. Philip Lane abonde et indique que le retour à une politique plus neutre prendra du temps. Toutefois, si un consensus semble s'être formé pour discuter d'une éventuelle baisse des taux lors de la réunion de juin du Conseil des gouverneurs, les débats se développent en son sein sur la trajectoire pour la suite. Par ailleurs, Isabel Schnabel a présenté une étude selon laquelle le taux d'intérêt « neutre », bien qu'inobservable, est appelé à augmenter, notamment en raison des besoins d'investissements liés aux transitions numérique et énergétique ainsi que pour la réindustrialisation et la sécurisation des chaînes d'approvisionnement.



Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : mars 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE	PMI Services	Indice	mars-24	51,1	50,2	52,1	51,2
	PMI Manuf.	Indice	mars-24	45,7	46,5	52,1	45,0
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	févr.-24	2,6	2,8	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	févr.-24	3,1	3,3	3,9	4,9
	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	janv.-24	-6,7	0,2	2,1	-2,3
AL	Ifo - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	mars-24	86,6	81,9	84,3	85,4
	ZEW	Indice	mars-24	31,7	19,9	-27,2	2,2
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-24	-3,3	-1,6	0,4	-2,1
	PMI Services	Indice	mars-24	53,4	53,8	53,7	52,0
RU	PMI Manuf.	Indice	mars-24	49,9	47,5	51,6	46,4
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	févr.-24	3,4	4,0	9,1	7,3
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	févr.-24	4,5	5,1	5,9	6,2

*Du 18/03/2024 au 24/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

aussi, mais leur rythme de progression reste élevé, à 6,1% contre 6,5% en janvier. Dans ce contexte, **la Banque d'Angleterre a, une nouvelle fois, laissé son taux directeur inchangé**, huit des neuf membres du comité de politique monétaire ayant voté pour le statu quo et le dernier préférant une baisse immédiate de 25 points de base. En revanche, les deux dissidents qui plaidaient encore en janvier pour un durcissement supplémentaire de la politique monétaire britannique sont rentrés dans le rang. Par ailleurs, le compte-rendu de la réunion montre que la position des banquiers centraux s'est assouplie ces dernières semaines. S'ils désirent accumuler des éléments probants sur la solidité et la persistance de la baisse de l'inflation, ils admettent, après leur chef économiste, que leur politique resterait restrictive même s'il commence à baisser leur taux directeur.

Du côté de l'activité, bien qu'en léger recul, **le PMI composite d'activité du Royaume-Uni est resté en zone de croissance en mars**, à 52,9 (-0,1 point), la stabilisation de la conjoncture dans le secteur manufacturier compensant presque totalement le ralentissement observé dans les services. Cette enquête indique par ailleurs que les tensions inflationnistes restent importantes outre-manche, avec une hausse toujours vive des prix des intrants et une accélération des prix de vente.

En Suisse, la Banque Nationale Suisse a surpris en étant la première des banques centrales du G10 à baisser son taux directeur, de 1,75% à 1,50%. Ce mouvement a été rendu possible par « le succès de la lutte contre l'inflation depuis deux ans et demi ». Il pourrait alléger la pression haussière sur le franc suisse et limiter les besoins d'intervention de la BNS sur le marché des change.

Les premiers résultats des enquêtes de conjoncture du mois de mars sont encourageants. A 49,9 (+0,7 point par rapport au mois précédent), le PMI global d'activité de la zone euro signale une quasi-stabilisation de l'activité dans la région. Sa hausse reflète une amélioration dans les services, alors que l'état de la conjoncture s'est encore dégradé dans l'industrie manufacturière. La tendance à la baisse de la demande, notamment manufacturière, se poursuit, mais elle est moins marquée, ce qui permet un regain d'optimisme des sondés pour les prochains mois. Les délais de livraison ont diminué, permettant d'alléger les tensions sur les coûts de production dans l'industrie. Bien qu'en baisse, les indicateurs de prix payés et facturés restent toutefois élevés dans les services. En cohérence avec les résultats des enquêtes de l'ifo, les indicateurs pour l'Allemagne se redressent, mais ils restent à des niveaux très bas, plus encore dans l'industrie manufacturière que dans les services. En revanche, le PMI composite de l'activité de la France a encore baissé, sous l'effet d'une nouvelle dégradation dans les services. La contraction de la production manufacturière s'est un peu atténuée, mais le PMI manufacturier a reculé. Ces résultats entrent toutefois en conflit avec ceux des enquêtes menées par l'INSEE sur la même période, qui montrent un redressement de la conjoncture dans tous les secteurs d'activité.

Le Conseil européen a entériné le nouveau cadre des politiques budgétaires européennes sur lequel les ministres des finances des 27 s'étaient accordés plus tôt dans le mois et qui doit encore être voté au Parlement. **Les Chefs d'Etats et de gouvernements ont aussi endossé le fait que les recommandations pour 2025 devraient déboucher sur des politiques budgétaires légèrement restrictives**, afin de « contribuer à la lutte contre l'inflation » et en raison du besoin de continuer à œuvrer en faveur d'une « meilleure stabilité des finances publiques ». Au cours de la même réunion, il a été décidé que **les revenus tirés des avoirs russes gelés dans l'Union européenne, soit environ 3Mds€ par an générés par un encours de 200Mds€, seront utilisés pour financer une partie de l'aide militaire de l'Union à l'Ukraine.**

Au Royaume-Uni, la baisse de l'inflation a repris en février. La progression sur un an de l'indice des prix à la consommation est revenue à 3,4%, après 4,0% en décembre et janvier. Ce nouveau ralentissement de l'indice s'explique notamment par la poursuite de la diminution du rythme d'augmentation des prix des produits alimentaires, mais le tassement de l'inflation est aussi visible sur l'indice hors alimentation et énergie (+4,5% sur un an en février, après +5,1% les trois mois précédents). Les prix des services ralentissent

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : la Banque du Japon (BoJ) abandonne ses politiques de taux négatif et de contrôle de la courbe des taux

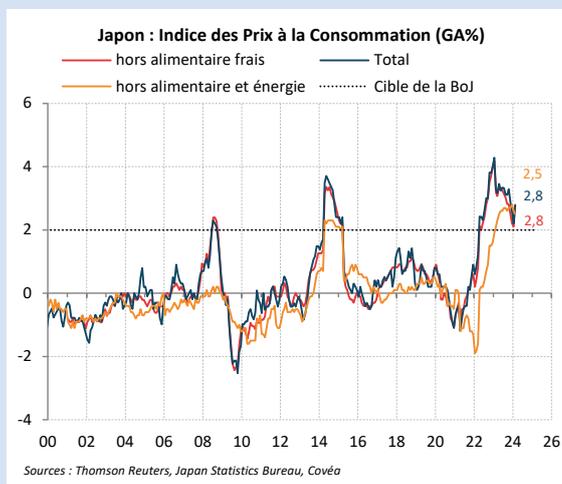
Les membres du comité de politique monétaire considèrent que l'objectif d'atteindre une inflation durablement à 2% est désormais à portée de vue. Ils estiment que la formation d'un cercle vertueux entre salaires et prix est désormais suffisamment avancée pour justifier un mouvement vers une politique monétaire plus conventionnelle – bien que toujours très accommodante en comparaison aux autres économies développées.

La BoJ a mis un terme à sa politique de taux d'intérêt négatif (NIRP), en vigueur depuis 2016. Le principal taux directeur de court terme mis en avant par la BoJ sera désormais le *uncollateralized overnight call rate* (TONA), c'est-à-dire le taux de référence auquel les institutions financières se prêtent des fonds entre elles au jour le jour, dont la fourchette cible se situe entre 0% et 0,1%. Le taux directeur appliqué à une partie des dépôts des banques commerciales, qui était auparavant au centre de la communication de la BoJ, n'est plus en vigueur en tant que tel. En effet, la structure de rémunération des dépôts en trois niveaux* qui caractérisait la NIRP a été abandonnée au profit d'un retour au système qui était en place avant son introduction. Concrètement, les dépôts des banques commerciales hors réserves obligatoires seront dorénavant rémunérés à 0,1% et les réserves obligatoires ne seront pas rémunérées (0%).

La politique de contrôle de la courbe des taux a également été abandonnée. La BoJ ne cible plus un taux à 0% (avec une limite haute de référence à 1%) sur les obligations d'Etat à 10 ans. Néanmoins, elle continuera ses achats d'obligations du gouvernement au même rythme (environ 40 Mds\$ par mois) et se dit prête à réagir par des achats flexibles en cas de hausse rapide des taux long. Ces indications semblent ainsi écarter la perspective d'une réduction du bilan (*quantitative tightening*) à court terme. Parmi les autres instruments non-conventionnels de la politique monétaire, la BoJ a annoncé qu'elle n'achètera plus d'ETF ni fonds de placement immobilier (J-REITs). En outre, elle réduira ses achats de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises avec pour perspective de les interrompre dans environ un an.

La BoJ normalise également ses indications prospectives (*forward guidance*). Le communiqué de presse n'indique plus que la banque centrale « continuera d'augmenter la base monétaire jusqu'à ce que la cible soit atteinte » et qu'elle « n'hésitera pas à prendre des mesures d'assouplissement supplémentaires si nécessaire ». Désormais, il rapporte simplement que la BoJ « anticipe que des conditions financières accommodantes seront maintenues pour le moment ».

Lors de sa conférence de presse, le gouverneur Ueda a souligné l'importance des données économiques dans les prochaines décisions de politique monétaire, n'excluant aucun mouvement, dans un sens ou dans l'autre. En cas de renforcement de la dynamique des prix, la BoJ pourrait annoncer d'autres hausses de taux. Toutefois, si les perspectives se dégradent significativement, la BoJ pourrait considérer « un large éventail d'options, y compris des méthodes déjà utilisées par le passé ».



*Sous la politique de taux directeur négatif, les dépôts des banques commerciales auprès de la BoJ se décomposaient en trois niveaux : (i) le solde de base, rémunéré à taux positif de 0,1%, correspondant aux dépôts moyens sur une période de référence (janvier à décembre 2015) hors réserves obligatoires ; (ii) le solde « macro-additionnel », non rémunéré (0%), correspondant aux réserves obligatoires, aux fonds liés à certains programmes de soutiens (notamment liés à la crise sanitaire) et un montant correspondant à une part du dépôt de base déterminée par la BoJ ; (iii) le solde au taux directeur, auquel était appliqué un taux négatif (-0,1%), correspondant au total des dépôts auquel ont été soustraits les dépôts de base et les dépôts « macro-additionnels ».

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

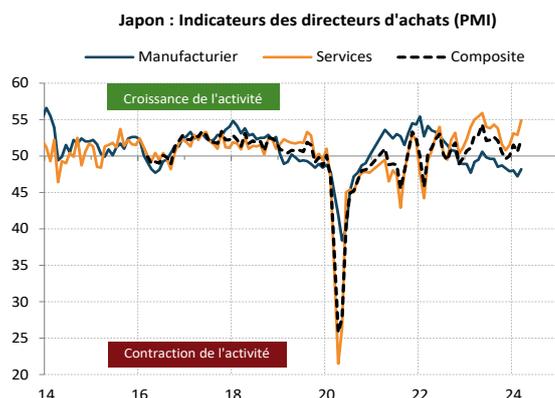
Asie

« L'industrie japonaise poursuit son déclin, selon l'enquête PMI »

Au Japon, l'enquête PMI continue de décrire une économie à deux vitesses, entre vigueur des services et faiblesse de l'industrie. Comme pour 16 des 17 derniers mois, le PMI manufacturier est en zone de contraction en mars, à 48,2, face à la faiblesse de la demande. Le recul de l'activité est toutefois moins prononcé que lors du mois précédent (47,5), ce qui pourrait refléter un essoufflement des conséquences néfastes du tremblement de terre et des fermetures des usines Daihatsu qui ont affecté l'économie début 2024. L'activité reste beaucoup mieux orientée dans les services. En mars, le PMI a atteint un plus haut depuis mai dernier à 54,9, soit une hausse de 2 points par rapport au mois précédent.

Après trois mois consécutifs de baisse, l'inflation japonaise a rebondi en février. L'indice total des prix à la consommation a enregistré une hausse de 2,8% sur un an, après +2,2% en janvier). Hors produits alimentaires frais, le rythme de hausse des prix a aussi augmenté, de 0,7 point à 2,8% également. L'augmentation sur douze mois de l'indice hors alimentation et énergie est toutefois revenue à 2,5% en février, un plus bas depuis avril 2023. En revanche, l'inflation des prix des services est restée stable, à 2,2% sur un an.

En Australie, la banque centrale (RBA) maintient le statu quo. Le taux directeur reste inchangé à 4,35% mais les membres du comité de politique monétaire ne ferment toujours pas la porte à une autre hausse, considérant que la route vers un retour de l'inflation à la cible reste incertaine et qu'aucun mouvement ne peut être exclu. La RBA conserve ainsi un biais relativement plus restrictif que les autres grandes banques centrales. En effet, le marché du travail demeure particulièrement tendu et les salaires progressent rapidement bien que la RBA note une légère modération de cette dynamique.



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : mars 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
PMI Services	Indice	mars-24	54,9	52,9	50,4	53,5
PMI Manuf.	Indice	mars-24	48,2	47,2	52,1	49,0
Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	janv.-24	2,1	2,4	2,6	5,6
Prod. Industrielle	Val, CVS, GA%	janv.-24	-3,1	0,1	0,0	-1,4
JP Inflation	IPC, NCVS, GA%	févr.-24	2,8	2,2	2,5	3,3
Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	févr.-24	2,5	2,6	0,2	2,5
Exportations	Val, CVS, GA%	févr.-24	4,4	10,1	18,2	2,9
Importations	Val, CVS, GA%	févr.-24	-4,0	-10,6	40,3	-7,2
CH Importations	Val, NCVS, GA%	févr.-24	-8,2	15,4	0,7	-5,5

*Du 18/03/2024 au 24/03/2024

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.