

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

8 avril 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Ruée des entreprises sur le marché du crédit en dollars !

Tous segments confondus, c'est plus de 600Mds\$ d'obligations qui ont été émises par les entreprises sur le marché du crédit en dollars au cours du premier trimestre. C'est 40% de plus qu'en 2023 à la même période. Concernant les émissions de catégorie Investissement (530Mds\$), quelques éléments sont intéressants à relever. Les sociétés américaines ne représentent que deux tiers des volumes. Ainsi, parmi les plus gros émetteurs du trimestre (à plus de 3Mds\$), on retrouve sept groupes européens avec des banques, comme Barclays et ING, des constructeurs automobiles, comme BMW et Volkswagen ou encore des sociétés comme Glencore, Roche ou BAE System. Les secteurs les plus actifs ont été ceux de la santé et des services aux collectivités. La part des émissions durables est faible à 3.1%. Enfin, les émissions nettes, c'est-à-dire hors refinancement, s'élevaient à 308Mds\$.

Cet afflux d'émissions traduit, pour partie, la volonté des entreprises de prendre les devants en matière de financement compte tenu des incertitudes liées à la période électorale dans la deuxième partie de l'année. Un autre facteur d'explication est la bonne dynamique des opérations de fusions et acquisitions. A cet égard, on estime à 74Mds\$ les émissions liées à ce besoin au cours du premier trimestre, un chiffre en hausse de 26% par rapport à 2023. Enfin, les émetteurs semblent vouloir profiter du niveau des primes de risque. Certes, on note que le coupon moyen des nouvelles émissions du trimestre est de 5,30%, soit 200 points de base de plus que le coupon moyen des titres arrivés à échéance sur cette même période. Cela donne une indication de la hausse de la charge d'intérêt subie par les entreprises. Cependant, l'essentiel de cette hausse est lié à la progression des taux et non à celle des primes. En effet, après un resserrement de 10 points de base depuis le début de l'année, ces dernières se situent proches des niveaux les plus bas depuis 2008.

Du côté des investisseurs, la demande est pour l'instant au rendez-vous. Toutefois, gare à l'indigestion ! Les niveaux de valorisation actuels, à l'image de ceux des marchés actions, laissent peu de place à des déceptions au niveau de l'activité des entreprises.

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

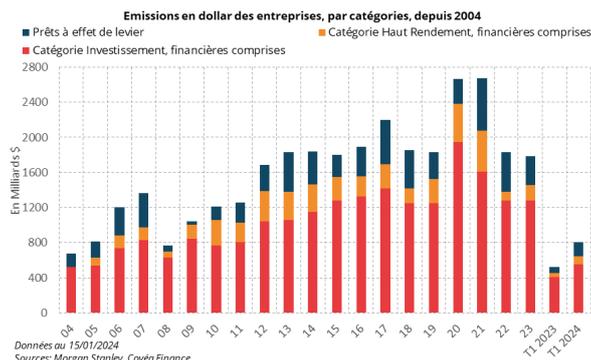
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Focus
- Asie

Focus de la semaine

« Marché primaire du crédit en dollars »



Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	05/04/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,084	1,089	1,092	-0,5	-0,8
€ / £	0,857	0,855	0,878	0,3	-2,3
€ / Yen	164,32	162,31	143,91	1,2	14,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	91	85	85	6,8	7,1
Indice CRB*	544	536	546	1,5	-0,3
Prix de l'once d'Or	2 326	2 162	2 012	7,6	15,6
Prix de la tonne de cuivre	9 330	9 072	8 800	2,8	6,0
Indice Baltic Dry**	1 628	2 374	1 560	-31,4	4,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1745	1773	957	-1,6	82,4

Sources : Bloomberg, Covéo Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été haussière sur les taux souverains avec des courbes qui se penchaient. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans prenait 20 points de base (pb) pour finir à 4,40% porté par de bons chiffres économiques, des prix du pétrole en hausse et différents commentaires de banquiers centraux temporisant les attentes du marché en termes de baisse de taux directeurs. En zone euro, les taux ont également augmenté, malgré une probabilité de voir la BCE déclencher son cycle de baisse avant celui de la Fed. Le taux allemand à 10 ans prenait 10 pb à 2,40% et celui de la France 10 pb à 2,91%. L'Italie sous-performait avec une hausse de 14 pb à 3,92% pour le 10 ans et un écart contre Allemagne qui se creusait de 4 pb à 142 pb. Sur le marché du crédit, les primes de risque évoluaient peu sur la semaine. Par exemple, l'Itraxx Main terminait inchangé à 54 pb et le Crossover en hausse de 3 pb à 300 pb. Le marché du primaire a été peu actif avec seulement 7,5 Mds€ d'émissions, ce qui en fait la semaine la plus calme depuis le début de l'année.

Le Focus de la semaine : Point sur la réduction du bilan de la BCE

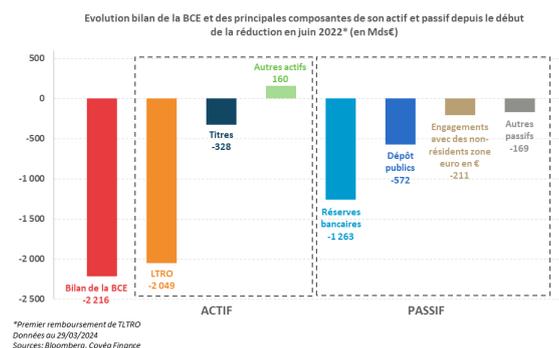
Le 27 mars en zone euro, les banques ont remboursé 251 Mds€ au titre du TLTRO 3 (Targeted Longer-Term Refinancing Operations : Opérations temporaires apportant du financement à long terme et à des conditions attractives aux banques pour les inciter à prêter aux entreprises et aux ménages). Il reste désormais 141 Mds€ d'encours répartis sur trois échéances en 2024. A la fin de l'année, le TLTRO sera entièrement épuisé pour la première fois depuis la crise financière de 2008.

Depuis juin 2022, la réduction de l'actif du bilan de la BCE s'est principalement effectuée par le dégonflement de ces financements temporaires pour 2 049 Mds€. Dans une moindre mesure, la réduction des avoirs détenus par la BCE au nom de ses programmes d'achat a aussi contribué à la baisse, pour 328 Mds€ depuis mars 2023. Pour équilibrer la balance, la variation de l'actif doit être équivalente à celle du passif. Ainsi, les réserves bancaires ont été négativement affectées par la politique de resserrement monétaire. Néanmoins, la baisse des dépôts publics a permis d'atténuer un peu les effets. Cela reflète en partie la normalisation des réserves de liquidités des Trésors nationaux et leur volonté de les placer sur les marchés financiers, en réaction aux changements des conditions de rémunération des dépôts publics auprès de l'Eurosystème.

Finalement, la fonte du bilan de la BCE a inévitablement conduit à la baisse de l'excédent de liquidité, défini comme la somme des soldes déposés à la facilité de dépôt par les banques, plus les réserves bancaires détenues (hors réserves obligatoires), moins les soldes de la facilité de prêt marginal. En d'autres termes, cela reflète la différence entre la liquidité totale fournie au système bancaire et les besoins des banques pour répondre aux exigences réglementaires. Après avoir atteint 4 807 Mds€ en septembre 2022, l'excès a diminué progressivement pour tomber à 3 236 Mds€ à fin mars 2024. Pour autant, la forte réduction de la liquidité n'a pas exercé de pression sur le financement à court terme comme en témoigne la stabilité de l'€STR¹ (3,90%) à un niveau d'environ 10 points de base sous le taux le dépôt de la BCE (4,0%). De plus, la capacité des banques à rembourser les montants importants de TLTRO et leur participation limitée aux opérations de refinancement permanentes de la BCE (MRO² et LTRO³), reflètent des positions de liquidité encore confortables dans l'ensemble et une bonne accessibilité à des sources de financement alternatives à des taux raisonnables.

Pour la suite, la BCE se prémunit contre les risques d'assèchement de la liquidité et les potentiels déséquilibres que cela pourrait causer sur les marchés monétaires et interbancaires européens notamment avec la revue de son cadre opérationnel de politique monétaire annoncée le 13 mars dernier (cf. Suivi hebdo du 18/03/24).

¹€STR (Euro Short-Term Rate) : Taux de référence du marché monétaire reflétant le coût des emprunts au jour le jour en euros non garantis pour les banques de la zone euro. ²MRO : Main Refinancing Operations. ³LTRO : Longer-Term Refinancing Operations.



Mathilde Gazier

Gérante OPCaux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	05/04/24	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	0,00	0,20	0,20	0,20					
Taux 10 ans														
Etats-Unis	4,40	4,20	4,31	3,88	3,31	20	10	52	110	-35	15			
Allemagne	2,40	2,30	2,44	2,02	2,18	10	-4	38	22	-47	17			
France	2,91	2,81	2,88	2,56	2,70	10	3	35	21	5	49			
Italie	3,82	3,68	3,70	3,70	4,03	14	12	12	-22	38	52			
Royaume-Uni	4,07	3,93	4,10	3,54	3,43	14	-3	53	64	-15	51			
Japon	0,79	0,71	0,79	0,61	0,47	8	0	18	32	58	103			
Crédit														
Indice Itraxx Main	54,5	54,2	53,2	58,1	90,2	0,3	1,3	-3,6	-35,6					
Indice Itraxx Crossover	299,6	297,0	304,1	309,9	472,3	2,6	-4,4	-10,2	-172,6					

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice des actions européennes (MSCI Europe dividendes non réinvestis) enregistre une baisse de 1,2%, marquant le pas après une hausse de près de 10% depuis la mi-janvier.

Le secteur de l'énergie (+4,7%) enregistre la seule performance positive sur la semaine dans le sillage de la hausse du cours du baril de pétrole qui se nourrit du risque d'escalade du conflit au Moyen Orient. Le secteur des matériaux (-0,1%) et de la technologie (-0,1%) sont quasiment à l'équilibre, soutenus respectivement par la hausse du cours des métaux (aluminium +4% et cuivre +5%) et le rebond de la sphère des semi-conducteurs. Dans le bas de classement, on retrouve les secteurs les moins sensibles à l'activité économique, tels que la consommation non cyclique (-3,4%), les services aux collectivités (-2,6%) et la santé (-2,4%). On notera enfin un regain d'intérêt pour les petites capitalisations (-0,5%), un segment de la cote qui sous performe l'indice général depuis maintenant trois ans.

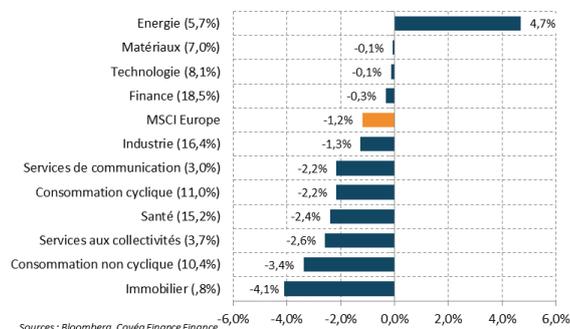
Le Focus de la semaine : Divergence au sein des BRICS sous le prisme du secteur minier

ArcelorMittal mène une revue stratégique de ses activités en Afrique du Sud qui pourrait déboucher sur la fermeture de la moitié de sa capacité de production dans le pays. Décision drastique qui illustre les difficultés rencontrées par la société dans ce pays liées d'une part à la concurrence croissante des importations chinoises mais aussi à la déficience des infrastructures domestiques. La population et les industriels doivent composer avec des coupures de courant récurrentes, héritage du sous-investissement dans les infrastructures d'Eskom, l'énergéticien public sud-africain. Les infrastructures sont également sujettes à des vols de métaux d'une telle ampleur que l'Afrique du Sud a décidé d'interdire les exportations de ferrailles.

Afin de garantir le bon fonctionnement de leurs activités, les sociétés sont donc forcées d'internaliser une part grandissante de leur besoin énergétique. A ce titre, Anglo American a formé une coentreprise avec EDF pour développer des champs éoliens et solaires d'une capacité globale de 520MW à proximité de ses mines. En outre, le secteur minier sud-africain est pénalisé par la forte baisse de la demande de platine et autres métaux associés (palladium, rhodium) qui sont principalement utilisés dans la production des pots catalytiques, un débouché mis à mal par la pénétration du véhicule électrique dont ils sont absents. En conséquence, la filiale spécialisée Anglo American Platinum réduit la voilure, elle annonce un plan de réduction d'effectifs afin d'ajuster sa base de coûts. Même son de cloche donc chez ArcelorMittal.

A l'inverse, l'aciériste investit massivement en Inde pour satisfaire la demande domestique croissante d'acier. L'Inde est le deuxième consommateur d'acier au monde derrière la Chine mais, contrairement à son voisin, l'Inde est en phase d'expansion rapide de sa consommation d'acier. Elle vise même un doublement de sa production à horizon 2030, de 150 millions à 300 millions de tonnes ! Comme nous l'avons évoqué lors de nos Perspectives Economiques et Financières, l'autosuffisance de l'Inde pour son approvisionnement en minerai de fer est une différenciation majeure par rapport à la situation chinoise. La production de fer sur le territoire domestique ne satisfait que 20% de la demande chinoise, le pays est largement dépendant de l'Australie pour son approvisionnement en fer même si la nouvelle mine de Simandou en Guinée permettra à terme de réduire marginalement cette dépendance.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 29/03/2024 au 05/04/2024 (GICS)



Grégoire du Mesnil du Buisson

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	05/04/24	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	168	164	153	147	-1,2	1,0	8,6	12,7	
MSCI EMU Mid Cap	1 032	1 032	997	966	952	0,0	3,5	6,8	8,4	
MSCI EMU Small Cap	430	430	421	426	404	-0,1	2,1	1,0	6,5	
MSCI Europe	170	172	169	161	154	-1,2	0,2	5,7	10,0	
France CAC 40	8 061	8 206	8 164	7 543	7 325	-1,8	-1,3	6,9	10,1	
Allemagne DAX 30	7 168	7 293	7 074	6 629	6 344	-1,7	1,3	8,1	13,0	
Italie MIB	34 011	34 750	33 940	30 352	27 214	-2,1	0,2	12,1	25,0	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 911	7 953	7 727	7 733	7 742	-0,5	2,4	2,3	2,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 226	9 305	9 038	8 920	8 818	-0,8	2,1	3,4	4,6	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie:

Les indices terminent la semaine avec des performances mitigées dans une semaine marquée par le retour de la volatilité et la hausse des rendements obligataires. Avec une lecture des performances biaisée par une semaine écourtée pour certains indices (Chine, Hong Kong, Taiwan). Les pays les plus sensibles à la chaîne de valeur technologique affichaient les plus fortes baisses face à la remontée des taux longs américains (Corée du Sud, Japon). La Chine affichait la meilleure performance, bénéficiant du rebond des indicateurs d'activité manufacturiers. La Malaisie, quant à elle, bénéficiait de la hausse du pétrole. L'Inde terminait aussi la semaine en territoire positif portée par son positionnement défensif et domestique. Côté sociétés, dans le cadre du Chips Act, l'entreprise coréenne SK Hynix a confirmé le déploiement d'une usine de puces mémoires aux États-Unis pour un montant de 3,9 milliards de dollars. De son côté, LG Energy Solution a démarré la construction d'une usine de batteries en Arizona pour 5,5 mds de dollars dans le cadre de l'IRA.

Aux Etats-Unis:

Le S&P 500 clôture la semaine en baisse de près de 1%, pénalisé par la remontée des rendements obligataires après une série de bons indicateurs économiques. La quasi-totalité des segments terminaient en territoire négatif à l'exception de l'énergie et des services de communication. L'énergie bénéficiait de la hausse de l'activité manufacturière en Chine et aux Etats-Unis, de la montée des tensions au Moyen Orient et du maintien des baisses de productions de l'Opep+. Les services de communication étaient principalement soutenus par la hausse de Meta. A l'inverse, la santé affichait la plus forte baisse, impactée par le recul des assureurs santé après une déception sur le taux de remboursement appliqué aux contrats Medicare Advantage. La consommation cyclique était pénalisée par le recul de Tesla après de mauvaises publications sur ses livraisons ravivant les inquiétudes autour de la concurrence chinoise et de la demande pour le véhicule électrique. Afin de faire face à ces difficultés, Tesla accélérerait ses ambitions en Inde à travers l'étude de sites de construction pour la fabrication de sa première usine dans le pays.

Le Focus de la semaine : Quelles réflexions portées sur la visite de Janet Yellen en Chine ?

Alors que la Chine vient récemment de porter plainte à l'OMC, estimant que ses entreprises se retrouvent lésées dans le cadre des subventions « discriminatoires » octroyées au travers du plan américain dit « Inflation Reduction Act », la secrétaire au Trésor américain, Janet Yellen a de son côté entrepris un voyage d'une semaine en Chine, abordant notamment le sujet des risques et conséquences des surcapacités bâties en Chine dans les secteurs stratégiques tels que le véhicule et la batterie électriques et les panneaux solaires. Janet Yellen a insisté sur plusieurs points clés -aux yeux des occidentaux- de cette constitution de (sur)capacités en Chine. D'abord, le risque d'une nouvelle concentration des chaînes de valeurs en Chine dans certains secteurs stratégiques, mettant à risque la résilience des économies mondiales. On notera à cet égard, que dans sa plainte à l'OMC, la Chine critiquait ce même risque de résilience des chaînes de valeur, lié au fait que les quotas de production locale intégrés dans la fabrication de véhicules vendus aux Etats Unis risquait de perturber les chaînes industrielles mondiales. Par ailleurs, Janet Yellen a également insisté sur le fait que la politique Chinoise ne peut être qu'une politique de soutien à l'offre, au risque de perturber les équilibres mondiaux. Pour Janet Yellen, il est donc important que la Chine mène une politique de soutien à la demande, en capacité d'aborder l'offre qu'elle bâtie à travers des subventions directes et indirectes pour ne pas déséquilibrer les marchés mondiaux. A cet égard, la Chine oppose à ces critiques que la croissance de l'offre n'est pas liée aux subventions... Mais à l'innovation qui est au cœur de la stratégie de ses entreprises, et que c'est bien celle-ci qui tire la croissance de l'offre.

Derrière cette bataille de communication et d'interprétation sur qui subventionne et dans quelle mesure, ces soutiens perturbent le jeu des équilibres offre et demande mondiale... Les questions de fonds sont nombreuses :

Quid d'une résurgence d'une déflation Chinoise importée dans les secteurs stratégiques au risque d'accroître la désindustrialisation des économies occidentales ?

Quid de la capacité des pays occidentaux à protéger leurs industries et leurs emplois... Notamment en Europe ou comme nous l'avons abordé dans le cadre de nos dernières Perspectives Economiques et Financières, les subventions prévues dans le cadre du plan Next Gen EU tardent à se matérialiser ?

Enfin quid, effectivement, de la constitution de surcapacités mondiales, avec le risque, à terme, de voir apparaître des faillites en cascade, y compris dans les secteurs subventionnés ?

Américains et Européens menacent désormais de réinstaurer des tarifs douaniers pour protéger leurs secteurs stratégiques... Des sujets qui seront à l'ordre du jour de nos prochaines Perspectives Economiques et Financières traitant des enjeux de distorsions de concurrence qui se mettent en place au niveau mondial.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	05/04/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	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	5 204	5 254	5 117	4 770	4 105	-1,0	1,7	9,1	26,8	-1,4	2,2	11,1	27,8
Etats-Unis - Dow Jones	38 904	39 807	38 715	37 690	33 485	-2,3	0,5	3,2	16,2	-2,7	1,0	5,1	17,1
Etats-Unis - Nasdaq	16 249	16 379	15 973	15 011	12 088	-0,8	1,7	8,2	34,4	-1,2	2,2	10,3	35,5
Japon Nikkei 300	579	595	573	500	411	-2,5	1,1	15,8	40,8	-3,1	-0,1	9,8	23,3
Corée du Sud KOSPI	2 714	2 747	2 667	2 614	2 459	-1,2	1,8	3,9	10,4	-2,2	0,5	1,4	8,3
Chine - Shanghai	3 069	3 041	3 055	2 975	3 313	0,9	0,5	3,2	-7,3	0,3	0,5	3,3	-11,2
Hong Kong Hang Seng	16 724	16 541	16 721	17 047	20 331	1,1	0,0	-1,9	-17,7	0,6	0,4	-0,3	-16,9
Marchés Emergents - MSCI	1 046	1 043	1 035	1 024	984	0,2	1,1	2,1	6,2	-0,2	1,5	4,1	7,1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'électronique grand public : tendances et perspectives pour 2024

L'électronique grand public désigne les appareils électroniques conçus pour une utilisation quotidienne, principalement par des particuliers. Le segment des produits dits « gris » englobe les produits informatiques et multimédias tels que les smartphones, les télévisions, les périphériques, les équipements de jeux vidéo, et autres. En 2023, la valeur mondiale de ce segment a atteint 1 052 milliards de dollars, soit une croissance de 4% par rapport à l'année 2022. Cette croissance est principalement due au marché de la téléphonie, incluant les smartphones, qui a connu une augmentation de 5,3 %. Les ventes de télévisions ont également contribué à cette croissance, mais de manière moins significative.

En examinant de plus près les statistiques relatives au marché des smartphones, nous constatons que l'augmentation observée en 2023 est attribuable à la hausse des prix de vente moyens, et non à un effet volume, les ventes unitaires ayant en réalité diminué de 4 % pour atteindre 1,14 milliard d'unités, selon le cabinet Gartner. La tendance était similaire en 2022, avec une réduction de 11 % des volumes. Les diminutions peuvent être attribuées à plusieurs facteurs, notamment : les perturbations dans les chaînes d'approvisionnement, l'effet négatif de l'inflation sur les dépenses des consommateurs, l'allongement des cycles de remplacement (coût élevé des nouveaux modèles, durée de vie plus longue des modèles plus anciens), ainsi que la concurrence du marché des smartphones d'occasion en pleine expansion. Notons que les volumes ont connu une augmentation de 8 % au quatrième trimestre de 2023, mettant fin à une série de neuf trimestres consécutifs de baisse. On prévoit qu'ils se stabiliseront à environ 1,2 milliard d'unités en 2024, soit des niveaux proches de ceux de 2022.

Les smartphones compatibles avec l'Intelligence Artificielle (IA), devraient contribuer à cette stabilisation. En 2023, les ventes de ce type de téléphones s'élevaient à environ 29 millions d'unités, soit 2 % des ventes totales. Selon les estimations de Gartner, elles devraient représenter 22 % et 32 % des volumes totaux en 2024 et 2025, respectivement. Contrairement aux smartphones traditionnels qui dépendent du Cloud et de serveurs d'IA distants, les smartphones compatibles avec l'IA sont capables d'exécuter ces applications directement sur l'appareil, étant dotés de capacités matérielles (par exemple, des processeurs NPU¹, une plus grande quantité de mémoire DRAM²) et logicielles qui permettent des fonctionnalités et applications pilotées par l'IA générative³. Cela inclut la traduction de langues en temps réel, l'exécution d'applications d'assistant personnel, ou même la création d'images.

En ce qui concerne le segment de l'informatique, les ventes mondiales de PC ont totalisé 388,7 millions d'unités en 2023, soit une baisse de 16,1 % par rapport à 2022. Les volumes étaient également en baisse de 16,2 % en 2022 en glissement annuel, totalisant 286,2 millions d'unités. Cette baisse s'explique en partie par la diminution des stocks à la suite de la forte augmentation de la demande et des inventaires durant la pandémie de COVID-19, la baisse des stocks entraînant une diminution des expéditions en 2022 et 2023.

Le marché des PC devrait croître à nouveau en 2024, les stocks étant revenus à des niveaux normaux au quatrième trimestre de 2023. Les PC dotés de capacités d'IA représentaient environ 10 % du marché des PC en 2023. L'arrivée de cette nouvelle génération d'ordinateurs, qui favorise notamment l'augmentation de la productivité et le renforcement de la sécurité, pourrait potentiellement accélérer le rythme de renouvellement des PC dans les entreprises.

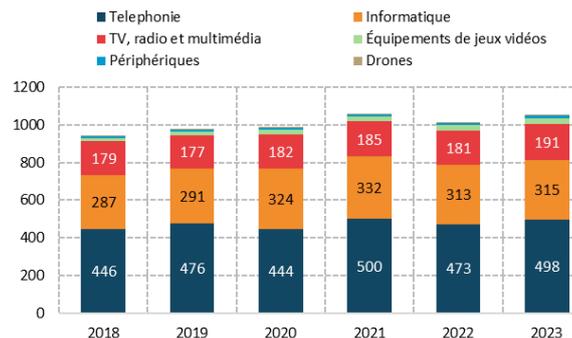
Certains acteurs technologiques incontournables ou stratégiques bénéficieront de la croissance des applications d'IA dans l'électronique grand public, comme le mentionnent nos Perspectives Economiques et Financières.

1 : Les unités de traitement neuronal (NPU) sont des processeurs spécialisés conçus pour accélérer les tâches d'intelligence artificielle et les opérations de réseaux neuronaux dans les appareils, comme les smartphones. Ils sont optimisés pour le calcul parallèle axé sur les données, ce qui les rend très efficaces pour traiter d'énormes quantités de données multimédia.

2 : La DRAM (« Dynamic Random Access Memory ») est un type de mémoire vive utilisée dans les ordinateurs et autres appareils électroniques. Elle est dite volatile car, contrairement à la mémoire flash, elle perd ses données lorsqu'elle n'est plus alimentée.

3 : L'IA générative fait référence à un type d'intelligence artificielle qui peut générer de nouveaux contenus.

Répartition du marché de l'électronique grand public par segment (Md\$)



Sources : Statista Market Insights, Covéa Finance.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier

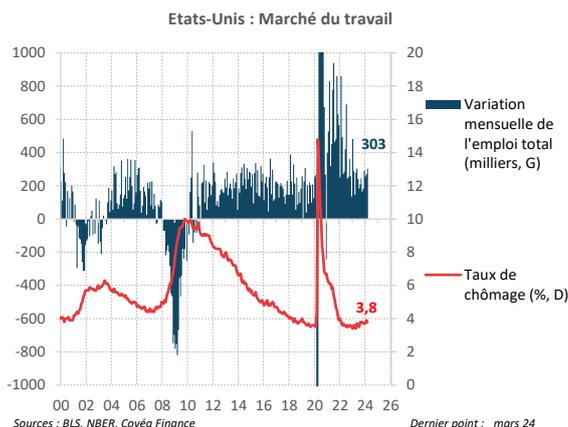


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La vigueur du marché du travail renforce la prudence des banquiers centraux »

Les créations d'emploi restent très robustes aux Etats-Unis. Le rapport d'emploi publié par le Bureau des Statistiques du Travail (BLS) fait état de 303 000 nouveaux emplois en mars, après 270 000 en février. Cette estimation est largement supérieure aux attentes du consensus qui tablaient sur un ralentissement de la dynamique des embauches. Celles-ci se sont une nouvelle fois concentrées dans les secteurs de la santé (+81 000), les loisirs et tourisme (+49 000) et le secteur public (+71 000). La construction maintient également une croissance marquée de l'emploi (+39 000), tandis que la stagnation dans le secteur manufacturier se prolonge. Du côté des rémunérations, le salaire horaire progresse de 0,3% en glissement mensuel (0,2% en février) et affiche une croissance annuelle en ralentissement à 4,1%. Le nombre moyen d'heures travaillées par semaine progresse à 34,4 heures, après un fléchissement en janvier, et retrouve le niveau qui prévalait en fin d'année 2023. Par ailleurs le taux de chômage, qui avait augmenté de 0,2 point en février à 3,9% de la population active, s'infléchit à 3,8% en mars, malgré une hausse du taux de participation à la population active qui passe de 62,5% à 62,7%. Cette remontée, qui rend compte d'une augmentation de l'offre de main d'œuvre, sera un des rares éléments positifs de cette publication du point de vue de la Réserve fédérale (Fed), dans sa lutte contre les pressions salariales. En revanche, les autres éléments du rapport démontrent que **la vigueur de la demande de travail ne semble pas s'infléchir, ce qui devrait conduire les banquiers centraux américains à rester prudents quant au recul des pressions inflationnistes.** Ainsi, la patience prônée par les membres de la Réserve fédérale, encore cette semaine (voir infra), devrait perdurer.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ISM Services	Indice	mars-24	51,4	52,6	56,1	52,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	févr.-24	1,0	-2,1	12,5	0,9
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	févr.-24	14,2	17,1	9,0	19,8
Taux de chômage	% de la pop. active	mars-24	3,8	3,9	3,6	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	mars-24	303	270	377	251
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	mars-24	4,1	4,3	5,4	4,5
Importations	Val, NCVS, GA%	févr.-24	5,2	-0,3	14,6	-4,9
Exportations	Val, NCVS, GA%	févr.-24	5,4	-2,9	17,5	-2,2

* Du 01/04/2024 au 07/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

envisager des baisses de taux d'intérêt. Le Président de la Fed de Minneapolis, Neal Kashkari (non votant), qui lors de la réunion du FOMC de mars prévoyait 2 baisses de taux de base en 2024, a déclaré que si l'inflation continue de se maintenir sur le niveau actuel, le taux directeur pourrait ne pas baisser d'ici la fin d'année. De son côté, le Président de la Fed de Chicago, Alan Goolsbee (non votant), juge que le principal risque pour l'inflation réside dans le maintien des pressions inflationnistes dans les services de logement. Les loyers n'ont pas baissé autant qu'il l'attendait et il estime que s'ils ne reculent pas il sera difficile d'atteindre une inflation à 2%. Adriana Kugler, membre du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, souligne également que l'inflation est restée trop élevée ces derniers mois. Selon elle, si l'inflation et les tensions sur le marché du travail diminuent comme elle l'attend, il sera possible d'envisager une détente de la politique monétaire. De même, M. Barkin (Fed de Richmond, votant) estime qu'au vu des récentes données économiques, il est judicieux que la Fed prenne son temps pour réduire le taux directeur. Autant de déclarations suggérant le maintien de conditions monétaires restrictives, une ligne que nous avons développé dans nos dernières perspectives économiques et financières.

Du côté des données, l'indicateur d'enquête ISM services a reculé de 1,2 point en mars, mais, à 51,4, il signale toujours une croissance de l'activité. Le message est par conséquent le même que celui du PMI services, publié par S&P global la semaine dernière. La production a accéléré par rapport au mois précédent, malgré un ralentissement de la demande, mais qui reste en croissance. Les délais de livraisons des fournisseurs diminuent plus franchement qu'en février et les prix des intrants augmentent de manière moins vive. L'indicateur d'emploi reste faible, à 48,5 après 48,0 le mois précédent. Les sondés signalent une forte diminution de leurs carnets de commandes, l'indicateur chutant de 50,3 en février à 44,8 en mars, mais leurs stocks sont encore jugés trop élevés. Par ailleurs, dans l'industrie, les commandes ont augmenté de 1,4% en février en glissement mensuel, mais le chiffre de janvier a été révisé à la baisse à -3,8%, confirmant un tassement en ce début d'année.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

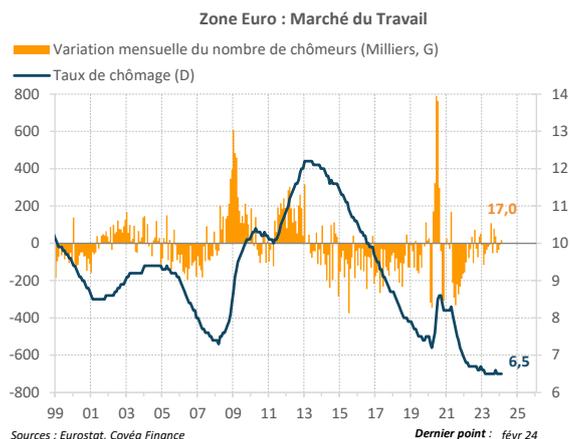
« L'activité se stabilise en zone euro »

Robert Hozmann, gouverneur de la banque centrale d'Autriche, et à ce titre membre du Conseil des gouverneurs de la BCE a déclaré que cette dernière pourrait commencer à baisser ses taux directeurs en juin, alors que l'inflation pourrait diminuer plus vite qu'attendu. L'estimation de mars était un peu inférieure aux attentes (voir Focus ci-dessous). Il estime toutefois que la BCE ne doit pas prendre trop d'avance sur la Fed parce que ça diminuerait l'efficacité de son assouplissement. S'il affirme qu'une baisse en avril n'est pas envisageable, il continue à conditionner une première détente en juin aux données qui seront publiées d'ici là. C'est d'ailleurs un élément que l'on retrouve dans le compte-rendu de la réunion de mars du Conseil des gouverneurs de la BCE, l'accent étant notamment mis sur la dynamique des salaires et l'éventuelle absorption de leur dynamique par le comportement de marge des entreprises et par des gains de productivité. Si M. Holzmann salue l'impact désinflationniste du recul des prix des matières premières, il considère également qu'il faut

toujours surveiller l'évolution des salaires. Par ailleurs, **il juge qu'avec une inflation à 2% et une croissance tendancielle de la productivité, un objectif de 3% pour le taux de dépôt serait raisonnable.**

Par ailleurs, M. Hozmann juge que la BCE devrait cesser de subventionner les banques en rémunérant à 4% les 3 200 Mds€ de liquidités excédentaires parquées sur la facilité de dépôt. Pour réduire cette charge qui pèse sur les comptes des BCN et la subvention ainsi octroyée aux banques, il plaide pour une hausse du coefficient de réserves obligatoires (non-rémunérées) de 1% à une fourchette de 5% à 10%.

Le taux de chômage de la zone euro est encore resté stable à 6,5% en février. Il est toujours à son plus bas historique, qui a été légèrement revu à la hausse (6,4% précédemment annoncé pour janvier).



Jean-Louis Mourier

Economiste



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	févr.-24	6,5	6,5	6,7	6,5
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	févr.-24	-1,1	-0,9	1,1	-2,0
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	mars-24	2,4	2,6	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	mars-24	2,9	3,1	3,9	4,9
AL	Taux de chômage % de la pop. active	févr.-24	3,2	3,2	3,1	3,0
FR	Taux de chômage % de la pop. active	févr.-24	7,4	7,5	7,3	7,4
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-24	-0,8	0,9	0,1	0,4
IT	Taux de chômage % de la pop. active	févr.-24	7,5	7,3	8,1	7,7
ES	Taux de chômage % de la pop. active	févr.-24	11,5	11,6	12,9	12,1
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-24	1,5	0,3	2,2	-1,1

*Du 01/04/2024 au 07/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

Zone euro : recul marqué de l'inflation depuis le début de l'année

D'un pic de 10,6% en octobre 2022, l'inflation est revenue à 2,4% dans la zone euro en mars 2024. Les différentes mesures d'inflation sous-jacente ont touché leur point haut plus tard, mais elles ont aussi fortement diminué, la progression sur un an de l'indice des prix à la consommation hors énergie, produits alimentaires, tabac et alcool revenant à 2,9% en mars, après un plus haut de 5,7% un an plus tôt. Cette mesure restreinte de l'inflation est passée sous les 3% pour la première fois depuis février 2022. Après un rebond brutal en décembre, la baisse de l'inflation a ainsi repris dans la zone euro au premier trimestre, pour revenir en mars 2024 au même niveau qu'en novembre dernier. Comment expliquer ce repli ? Doit-on « tirer le trait » pour envisager la poursuite de ce net ralentissement des prix ?

La BCE semble penser que le chemin vers un retour à son objectif d'inflation commence à être bien tracé. Toutefois, par la voix d'Isabelle Schnabel, elle a indiqué s'attendre à ce que la poursuite du mouvement soit plus progressive, voire que des moments de rebond de l'inflation interviennent ces prochains mois. C'est la thèse du « dernier kilomètre » qui, comme dans une course de fond, serait le plus difficile à parcourir.

Les variations, à la hausse comme à la baisse, de l'inflation totale s'expliquent en grande partie, ces dernières années, par les mouvements des prix des produits énergétiques. Au plus fort, plus de la moitié de l'inflation mesurée résultait de la progression des prix énergétiques. Dans la phase de baisse rapide de l'inflation, la seule composante énergie a compté pour 5,7 des 8,2 points de baisse de l'inflation en treize mois.

Mais, ces derniers mois, le mouvement s'explique essentiellement par un ralentissement important des prix des produits alimentaires et des biens manufacturés hors énergie. La contribution de la composante énergie à l'inflation totale reste certes négative (-0,2 point en mars 2024), mais elle pèse moins qu'il y a quelques mois.

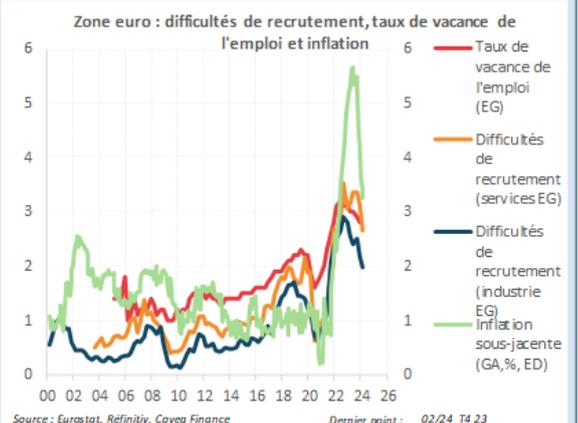
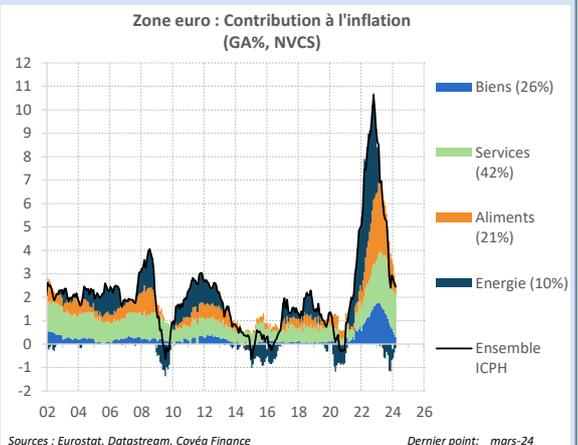
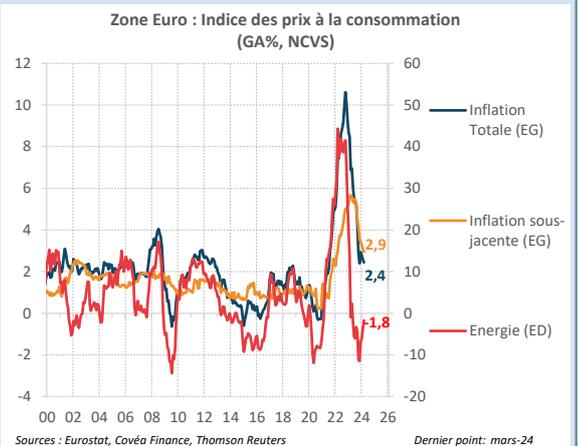
La hausse sur un an des prix des produits alimentaires est revenue à 2,7% en mars, contre +3,9% en février (et 10% ou plus entre juillet 2022 et août 2023), avec notamment une baisse des prix des produits alimentaires frais, la première depuis juin 2021. Le ralentissement des prix des produits alimentaires est général, au moins dans les grands pays de la zone euro, avec un mouvement plus rapide outre-Rhin, malgré l'interventionnisme affiché par le gouvernement français (examen des marges des distributeurs, « demande » de modération adressée aux mêmes acteurs). **L'ampleur et la brutalité du ralentissement depuis l'été dernier sont impressionnantes. Mais, au regard de la séquence des évolutions mensuelles de ces composantes de l'indice des prix, ce mouvement devrait au moins s'estomper à partir du mois d'avril.**

Les prix des biens manufacturés hors énergie n'étaient plus en hausse que de 1,1% sur un an, un plus bas depuis juillet 2021. Cela représente une baisse importante par rapport à la moyenne entre l'été 2021 et fin 2023. Mais c'est encore presque le double de leur rythme de hausse moyen au cours des 10 années qui ont précédé la crise de la Covid-19. La baisse de cette composante depuis un peu moins d'un an résulte du retournement de tendance des coûts de production dans cette partie de l'industrie. Dans les enquêtes, les entreprises manufacturières les estiment désormais orientés à la baisse, grâce au recul des prix des matières premières, notamment énergétiques, mais aussi au retour à plus de fluidité dans leurs chaînes d'approvisionnement.

On n'observe pas, du tout, le même phénomène dans les activités de services. Là, les coûts sont toujours annoncés en hausse, nourris notamment par le dynamisme persistant des salaires, dans un contexte où le marché du travail reste tendu en dépit de l'atonie de l'activité économique. Parallèlement, la majorité des sondés du secteur annonce augmenter -et vouloir encore augmenter dans les prochains mois- leurs prix de vente. De fait, la composante services de l'indice des prix à la consommation reste plus dynamique : sa progression sur un an est stable à 4,0% depuis novembre 2023.

Sur les tendances à court terme, il est difficile d'évacuer la possibilité d'une baisse supplémentaire de l'inflation, et notamment de l'inflation sous-jacente, ces prochains mois. Avec le recul passé de l'inflation, **les revendications salariales se font moins agressives et les négociateurs patronaux (branches ou entreprises) tendent à se montrer moins compréhensifs.** D'autant que, si les difficultés de recrutement n'ont pas disparu et si elles semblent rester plus importantes qu'avant la crise pandémique -en particulier dans les services-, elles ont diminué depuis quelques mois. Des informations seront distillées dans les différents pays de la zone euro sur le résultat des négociations salariales qui se sont tenues au premier trimestre, avant que la BCE puisse publier, dans la dernière semaine de mai, son indicateur synthétique d'évolution des salaires négociés du premier trimestre.

L'autre point d'incertitude réside dans le comportement des entreprises en cas d'érosion de leurs marges. Vont-elles tenter de réagir via des baisses de coûts, en particulier salariaux ? Des réductions massives des effectifs salariés constitueraient une rupture importante avec leur comportement depuis l'après Covid. Elles se montrent globalement plus enclines à accepter des sureffectifs au regard des difficultés de



Suivi Macroéconomique

recrutements auxquels les exposerait une reprise de la demande. L'alternative serait d'augmenter leurs prix de vente. Mais l'état de la conjoncture pourrait les en empêcher.

Les statistiques européennes de prix à la consommation devraient encore être perturbées ces prochains mois par le retrait des mesures persistantes mises en place pour alléger l'impact sur le pouvoir d'achat des ménages de l'envolée des prix énergétiques à la suite de l'invasion de l'Ukraine par la Russie. Si l'Allemagne a quasiment supprimé les siennes en fin d'année dernière en réaction au renforcement de ses contraintes budgétaires nées de la décision prise par la Cour de Karlsruhe mi-novembre dernier, d'autres, à l'instar de l'Espagne, les ont prolongées. En France, ce bouclier tarifaire a été allégé, mais pas encore totalement démantelé. Si l'écart de calendrier de retrait de ces mesures explique surtout les différences d'inflation à court terme entre les membres de l'Union économique et monétaire, il peut aussi en résulter des augmentations ponctuelles de la hausse des prix dans l'ensemble de la zone euro. Les calendriers de retraits de ces mesures pourraient aussi être perturbés par la tendance au redressement des cours du pétrole ces dernières semaines, sous l'effet d'un regain de tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

Enfin, **il convient aussi de surveiller l'impact de la volonté des entreprises chinoises, qui semblent avoir accumulé d'importantes capacités excédentaires de production, d'écouler une partie de leur production à bas coûts sur les marchés internationaux et plus particulièrement en Europe.** Cette volonté attribuée à la Chine est bien sûr de nature à réduire l'inflation dans la zone euro, directement lorsqu'il s'agit de flux de biens de consommation ou indirectement via l'impact sur l'activité industrielle d'une concurrence plus intense. Certes, les institutions européennes semblent vouloir réagir à cette menace et elles ont ouvert des enquêtes sur les subventions accordées par les autorités chinoises à leurs entreprises. Dans le domaine des véhicules électriques, par exemple, un projet d'augmentation des droits de douanes à l'entrée des produits en provenance de Chine dans l'Union européenne est en voie d'élaboration. Mais le niveau de ces droits supplémentaires pourrait être modulé par l'arbitrage que certains prônent entre décarbonation rapide et réindustrialisation en Europe.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

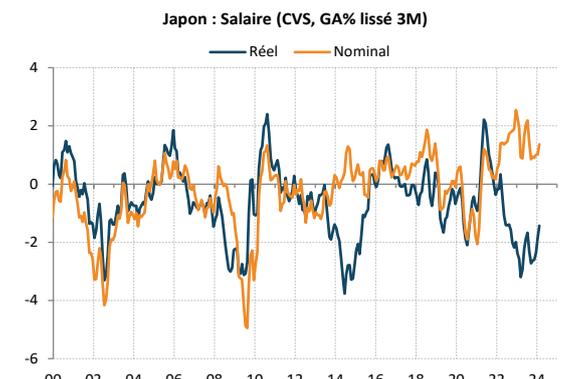
« Au Japon, la dynamique des salaires reste favorable »

Au Japon, la croissance des salaires accélère à 1,8% en février en glissement annuel (1,5% en janvier). Cette dynamique repose sur des bases solides dans la mesure où elle reflète la vigueur des salaires contractuels (une composante durable), qui progresse de 2,2% (contre 1,3% en janvier), soit un plus haut en plus de 20 ans. Au cours des prochains mois, cette croissance devrait être alimentée par les résultats historiquement élevés des négociations salariales de printemps, mais d'importantes incertitudes demeurent concernant la diffusion de ces hausses à l'ensemble de l'économie, dans un contexte où l'activité reste peu dynamique. Le renforcement des signaux en faveur d'une orientation durablement haussière des salaires a permis à la Banque du Japon (BoJ) d'abandonner ses politiques de taux négatif et de contrôle de la courbe des taux en mars. Néanmoins, la poursuite de la normalisation monétaire reste conditionnée au maintien d'une progression convaincante et durable des salaires qui se répercute sur les prix. Dans une interview donnée le 5 avril, le

gouverneur Ueda a réitéré qu'il semble « de plus en plus probable » que la BoJ atteigne son objectif de stabilité des prix à 2%.

En Chine, la banque centrale dévoile une nouvelle mesure de soutien. La Banque populaire de Chine a annoncé la mise en place d'un programme de financement de 70 Mds\$ destiné aux secteurs scientifique et technologique. Le programme proposera des prêts par l'intermédiaire de 21 banques aux petites et moyennes entreprises de ces secteurs à un taux d'intérêt de 1,75% sur un an (renouvelable deux fois). Cette mesure vise probablement à renforcer l'effort des autorités pour redresser la confiance des agents économiques. Cette dernière demeure particulièrement dégradée, comme l'illustrent l'atonie de l'investissement des entreprises privées et le maintien d'un environnement déflationniste.

Un tremblement de terre a affecté l'est de Taïwan le 3 avril, mais TSMC, le géant des semi-conducteurs, indique que ses installations n'ont pas subi de dégât critique. Le séisme, d'une magnitude de 7,2, est le plus puissant ayant frappé l'île depuis 25 ans. Il s'est traduit par l'effondrement de bâtiments et d'infrastructures et la perturbation du réseau électrique. Au moins 13 individus ont perdu la vie et plus d'un millier ont été blessés. Cette catastrophe pourrait également se répercuter sur les chaînes de valeur mondiale en perturbant la production de semi-conducteurs, mais les responsables de TSMC se sont montrés rassurants. Ils ont indiqué que seul un petit nombre d'outils ont été endommagés, mais qu'aucun « équipement critique » n'a été endommagé, ce qui inclut les machines de



Sources : Covéo Finance, Thomson Reuters, Ministry of Health Labour and Welfare (entreprises de plus de 5 personnes)

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP - Salaires	CVS, GA%	févr.-24	1,8	1,5	1,8

* Du 01/04/2024 au 07/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

lithographie extrême ultraviolet (EUV) les plus avancées de TSMC, utilisées pour fabriquer des semi-conducteurs haut de gamme pour l'intelligence artificielle et les téléphones portables. Si certaines usines ont été évacuées par précautions suite à la catastrophe, la production semble s'être rapidement rétablie.

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.