

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

22 avril 2024

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Flux des investisseurs américains au premier trimestre 2024

Nous démarrons l'étude des flux du 1er trimestre 2024 des classes d'actifs cotés des OPC et ETF opérés par les investisseurs américains. Sur le trimestre, la collecte sur toutes les classes d'actifs hors monétaire est de 188 Md\$. Elle s'oriente majoritairement vers les OPC et ETF obligataires pour 155 Md\$. Les niveaux élevés des rendements obligataires et les anticipations des premières baisses de taux prévues courant d'année sont les principaux moteurs de cette collecte. Les investisseurs resensibilisent leurs portefeuilles dans l'attente d'une bascule de la FED vers une politique monétaire plus accommodante permettant une valorisation des produits de taux.

Les obligations d'Etat et surtout le crédit de qualité sont favorisés. Les fonds monétaires qui ont beaucoup collecté en 2023 (+970 Md\$) voient leur rythme ralentir à seulement 15 Md\$ de collecte, signe d'une réallocation vers des actifs plus risqués.

Dans ce contexte, les flux OPC et ETF actions sont positifs pour 42 Md\$. Les investisseurs ont un regain d'appétit pour le risque actions après deux ans de décollecte nette. Il existe toujours une disparité de flux entre une gestion passive qui collecte 130 Md\$ et une décollecte OPC actifs pour 88 Md\$. Tous les styles de gestion OPC décollectent avec un arbitrage vers la gestion indicielle. Les investisseurs privilégient les indices de grandes capitalisations de qualité ou de croissance avec une préférence marquée pour les entreprises américaines. Le style valeur et les petites/moyennes capitalisations sont moins plébiscités. Ces flux reflètent la situation actuelle des marchés actions qui enregistrent trois mois de performance positive avec une surperformance des marchés américains. Certains indices ont même atteint leur plus haut historique.

Les fonds diversifiés sont en revanche en décollecte de 21 Md\$ sur la période, illustrant toute la difficulté d'obtenir de la performance dans cet environnement concurrentiel. Ce sont notamment les produits diversifiés très défensifs qui, dans un environnement de remontée des taux, n'ont pu jouer leur rôle de protection de capital et souffrent le plus.

Quant aux fonds et ETF de matières premières, ils sont en retrait (-4 Md\$) ne reflétant pas la situation des hausses de prix notamment dans le secteur agricole ou des hydrocarbures. Enfin, ce début d'année est marqué par la création des ETF de cryptomonnaies répliquant le Bitcoin, dont les deux principaux, Ishares Bitcoin Trust et Fidelity Wise Origin Bitcoin Trust, collectent plus de 20 Md\$ et poussent cet actif virtuel à dépasser la barre des 70 000\$. Cette recrudescence d'engouement pour ces actifs illustre, là encore, le désir de prise de risque de la part des investisseurs en ce début d'année.

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



### Sommaire

#### Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

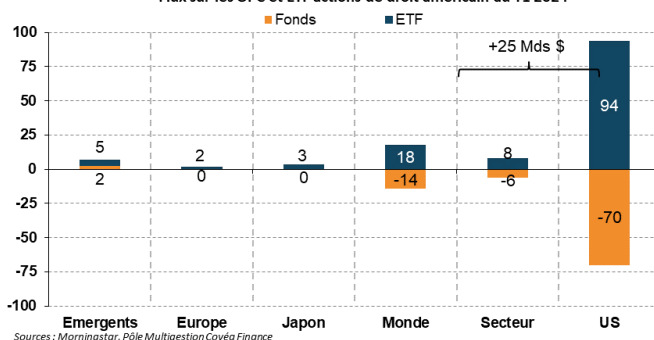
#### Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Focus
- Asie

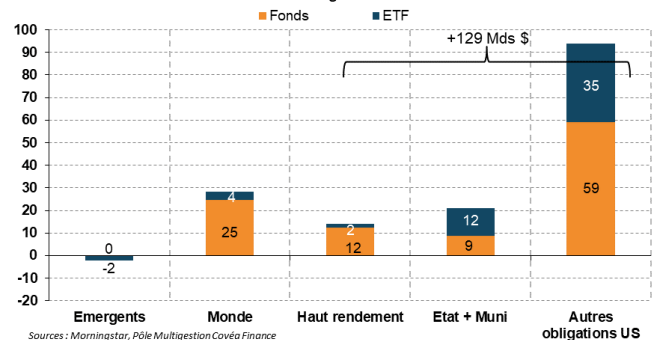
### Focus de la semaine

« Demande soutenue pour l'obligataire et reprise de l'appétit pour les actions »

Flux sur les OPC et ETF actions de droit américain au T1 2024



Flux sur les OPC et ETF obligataires de droit américain au T1 2024



# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été orientée à la hausse sur les taux aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis au gré des évolutions des tensions géopolitiques entre Israël et l'Iran, des publications macro-économiques, et des discours des banquiers centraux. La publication des données de ventes au détail largement au-dessus des attentes en mars aux Etats-Unis rappelle la résilience de la consommation américaine et fait une nouvelle fois reculer les anticipations par le marché de baisse de taux de la FED. Les marchés financiers attendent désormais une première baisse des taux directeurs qui n'interviendrait qu'en septembre.

Dans ce contexte, le taux 10 ans américain progresse de 10 points de base sur la semaine à 4,62% et jusqu'à 4,69% mardi, un plus haut depuis novembre dernier. La dynamique est identique sur les taux courts avec un taux 2 ans qui progresse de 8 points de base tout juste en dessous de 5% à 4,97%. En Europe, même dynamique haussière sur les taux au gré des discours de différents membres de la BCE qui incitent à la prudence quant à la suite de l'assouplissement monétaire de la BCE au-delà de la première baisse des taux. Le taux à 10 ans français progresse de 16 points de base à 3,03% le taux allemand progresse de 16 points également à 2,52%, le taux italien augmente de 18 points de base à 3,94%. L'écart des taux à 10 ans entre l'Allemagne et l'Italie est resté globalement stable sur la semaine autour des 140 points de base, dans l'attente de la revue de la note de l'Italie par S&P vendredi dernier qui reste inchangée à BBB, perspectives stables.

### Le Focus de la semaine : Un point sur la Livre Sterling

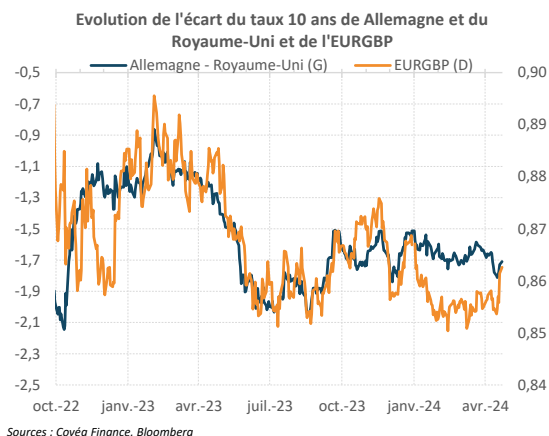
Après une année 2023 qui aura vu le livre sterling s'apprécier de plus de 2%, la dynamique semble se poursuivre sur le début de l'année 2024 avec une performance de la monnaie du Royaume-Uni qui affiche 1,3% à mi-avril contre EUR. Pourtant, tout comme son voisin européen, l'économie anglaise montre des signes de ralentissement.

Même si l'activité au Royaume-Uni a longtemps mieux résisté que sur le continent européen, notamment dans les services, les dernières publications d'indicateurs macro-économiques sont dégradées. Les 2 derniers trimestres 2023 affichent une contraction du PIB du fait en outre de l'anémie des exportations. La croissance pour l'année 2023 ressort tout juste positive à 0,1% avec une récession au dernier semestre. Les prévisions de croissance du Royaume-Uni pour l'année 2024 sont révisées à la baisse à 0,3% contre 0,5% pour l'Europe. De surcroît, le Royaume-Uni souffre encore des stigmates du Brexit. D'où peut donc provenir la performance de la Livre sur la période récente ?

L'inflation au Royaume-Uni reste un sujet majeur pour la banque centrale d'Angleterre. Le choix difficile se pose, comme pour les autres banques centrales, entre maintenir des taux directeurs élevés plus longtemps au risque de peser davantage sur l'économie, ou assouplir la politique monétaire en baissant les taux directeurs et risquer un rebond de l'inflation. Le Royaume-Uni semble dans une situation encore plus complexe que l'Europe avec les derniers chiffres d'inflation publiés pour le mois de mars toujours importants à 3,2%, avec une composante cœur à 4,2%. A titre de comparaison, l'inflation européenne pour le mois de mars est proche de sa cible à 2,4%.

Dans ce contexte, le marché s'attend maintenant à une première baisse des taux directeurs de la BoE en septembre plutôt qu'en juin comme pour la Banque Centrale Européenne. Lors de la dernière réunion de la BOE, le statu quo a été de rigueur (taux directeur maintenu à 5,25%). Même si le signal était un peu plus favorable, les risques à la hausse sur l'inflation sous-jacente demeurent forts via la vigueur des salaires et des prix des services.

Cette dichotomie entre l'Europe et le Royaume-Uni se reflète dans l'écart des taux à 10 ans entre les 2 pays qui continue progresser. Le différentiel de taux à 10 ans passe de 150 points de base au début de l'année à 180 points de base mi-avril expliquant la performance de la devise anglaise sur la période.



Sources : Covêa Finance, Bloomberg

Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	19/04/24	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
<b>Taux directeurs</b>											
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		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,62	4,52	4,31	3,88	3,53	10	31	74	109	-37	9
Allemagne	2,50	2,36	2,44	2,02	2,45	14	6	48	6	-50	12
France	3,01	2,87	2,88	2,56	3,00	15	13	45	1	0	46
Italie	3,93	3,76	3,70	3,70	4,32	17	23	23	-38	37	46
Royaume-Uni	4,23	4,14	4,10	3,54	3,86	9	13	69	37	-14	47
Japon	0,85	0,86	0,79	0,61	0,47	0	6	24	38	58	106
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	60,3	58,8	53,2	58,1	81,2	1,4	7,1	2,2	-20,9		
Indice Itraxx Crossover	334,5	325,3	304,1	309,9	431,3	9,2	30,5	24,6	-96,8		

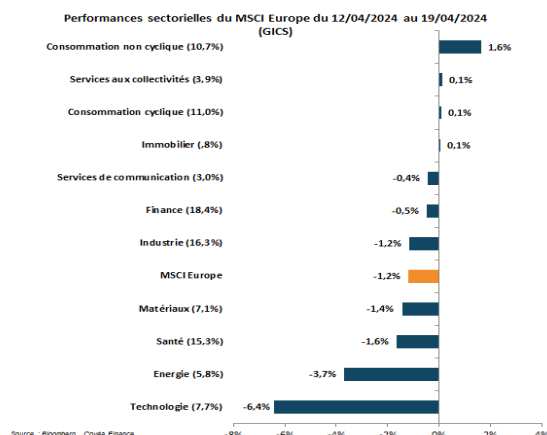
Sources : Bloomberg, Covêa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché action européen (MSCI Europe, dividendes non réinvestis) a baissé de 1,2%, pénalisé par les tensions au Moyen-Orient et la publication d'indicateurs d'inflation outre-Atlantique ayant surpris à la hausse. De son côté, la Banque Centrale Européenne a confirmé qu'elle pourrait baisser ses taux dès juin. En termes d'évolution sectorielle, la technologie (-5,73%) affiche la pire performance cette semaine, notamment à cause de la mauvaise publication d'ASML (-9,53%), qui a déçu sur le premier trimestre. En deuxième position, le secteur de l'énergie (-3,48%) a été pénalisé par la baisse du prix du baril de pétrole (-3,56%). En revanche, le secteur de la consommation non cyclique (+2,21%) affiche la meilleure performance de la semaine. Ensuite, le secteur des services aux collectivités est légèrement positif, ainsi que le secteur de la consommation cyclique. La consommation a été portée par Adidas (+14,36%) et L'Oréal (+7,35%) qui ont, toutes deux, publié des résultats au premier trimestre supérieurs aux attentes et relevé leurs objectifs pour l'année. En termes d'évolution géographique, la Norvège (-4,2%) est pénalisée par la baisse du prix du pétrole et les Pays-Bas (-2,7%) par la baisse d'ASML alors que l'Italie (+0,5%) et l'Espagne (+0,4%) résistent mieux.



### Le Focus de la semaine : Les entreprises européennes investissent de plus en plus aux Etats-Unis

Le marché américain, en tant que première économie mondiale, attire depuis longtemps les entreprises européennes. Le mouvement s'est accéléré depuis la sortie de la crise sanitaire avec une activité américaine qui a fortement rebondi. L'économie de la zone euro stagne alors qu'aux États-Unis, les performances économiques ne cessent de surprendre. En 2023, le PIB des États-Unis a progressé de 2,5% contre 0,5% pour la Zone Euro. Le PIB de l'Union Européenne représente désormais 67% de celui des États-Unis, contre 91 % en 2013. Dans la période récente, les plans massifs de soutien de l'administration américaine dont l'IRA (« Inflation Reduction Act ») ont contribué à creuser le fossé entre les États-Unis et l'Europe. L'Union européenne a réagi en mettant en place des plans de relance dont le « Green Deal » mais ces plans successifs peinent à avoir un impact aussi rapide et puissant sur l'économie que l'IRA américain.

Les groupes qui ont investi en Amérique du Nord ces dernières années en sont aujourd'hui récompensés. La vitalité de la croissance américaine porte les entreprises européennes au point parfois de devenir leur premier marché. La zone Amérique du Nord est ainsi devenue la plus importante au niveau mondial pour le géant français de la chimie Arkema (37% de son chiffre d'affaires) comme pour Schneider Electric (34%). Les ventes américaines de ce dernier y ont crû de 17,6% l'an dernier, bien plus vite que partout ailleurs dans le monde.

Saint-Gobain a réalisé depuis 2019 plusieurs acquisitions aux États-Unis dont Continental Building pour 1,3 milliard d'euros en 2019, puis GCP pour 2 milliards d'euros en 2021 et Bailey au Canada pour 600 millions d'euros en 2024 dans le but d'améliorer la croissance du groupe. Ainsi, 32% de son résultat d'exploitation vient d'Amérique du Nord, contre 37% pour l'Europe occidentale. En 2019, cette dernière représentait 60% des résultats. La croissance organique du groupe en 2023 était de -0,9%, mais celle de l'Amérique du Nord était de +8,7% contre -5,9% en Europe.

De plus, alors que le marché automobile s'est effondré de 15% en Europe depuis le Covid et face au succès de Tesla, les équipementiers automobiles comptent bien se développer outre-Atlantique. Plastic Omnium, qui y réalise 15% de son activité, envisage de doubler ce chiffre d'ici 2028 en y construisant à Austin une nouvelle usine d'assemblage de modules pour répondre à la demande d'un acteur majeur américain dans la mobilité électrique. Elle est amenée à devenir le plus important site de Plastic Omnium au monde en termes de chiffre d'affaires, signe que les États-Unis revêtent décidément un rôle majeur pour l'industrie automobile. Les entreprises européennes ont aussi su saisir les opportunités créées par l'IRA. Comme il faut produire sur place pour percevoir les aides, ces sociétés ont bien compris que désormais, pour avoir accès au marché américain, il faut une production locale.

Enfin, l'attrance du marché américain se reflète également par les sociétés Linde et CRH qui ont décidé de quitter les marchés boursiers européens pour avoir une cotation principale aux États-Unis.

Les sociétés qui s'adaptent ainsi, s'inscrivent dans les thématiques que nous abordons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	19/04/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	163	164	164	153	149	-1,0	↓	-0,9	↓	6,6	↑	8,9	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 011	1 023	997	966	968	-1,2	↓	1,4	↑	4,6	↑	4,4	↑
MSCI EMU Small Cap	416	420	421	426	413	-0,9	↓	-1,3	↓	-2,3	↓	0,6	↑
MSCI Europe	167	169	169	161	157	-1,2	↓	-1,2	↓	4,2	↑	6,6	↑
France CAC 40	8 022	8 011	8 164	7 543	7 539	0,1	↑	-1,7	↓	6,4	↑	6,4	↑
Allemagne DAX 30	6 973	7 057	7 074	6 629	6 425	-1,2	↓	-1,4	↓	5,2	↑	8,5	↑
Italie MIB	33 922	33 764	33 940	30 352	27 627	0,5	↑	-0,1	↓	11,8	↑	22,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 896	7 996	7 727	7 733	7 903	-1,2	↓	2,2	↑	2,1	↑	-0,1	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 166	9 354	9 038	8 920	8 970	-2,0	↓	1,4	↑	2,8	↑	2,2	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

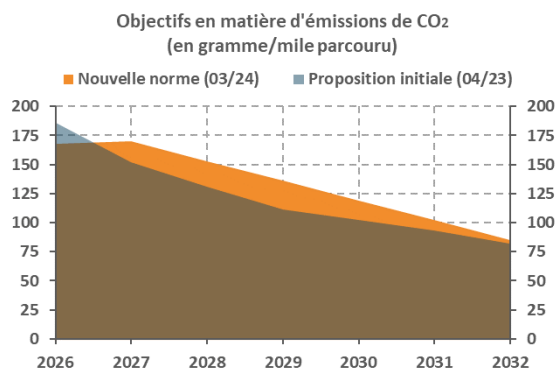
### L'analyse des marchés :

La semaine a été baissière en Asie, même si les pays d'Asie du Sud Est (Malaisie, Singapour) ainsi que la Chine résistent mieux, suite aux données de PIB chinois. A l'inverse, les pays à très forte exposition technologique (Taiwan, Japon, Corée du Sud) figurent parmi les moins bonnes performances. En effet, Pékin a demandé à ses opérateurs télécoms d'exclure toutes puces étrangères au sein de leurs équipements réseaux d'ici à 2027. Aussi, les résultats de TSMC ont pesé sur les valeurs du secteur suite à la révision à la baisse des prévisions de croissance du marché des semi-conducteurs, à 10% en 2024. Par ailleurs, l'Australie a présenté sa stratégie de défense nationale dans un contexte de tensions avec la Chine. Au cœur de sa stratégie, figure une volonté de développer des sous-marins nucléaires et de renforcer sa flotte de navires de combat. Dans les secteurs stratégiques, Oracle souhaite investir 8 milliards de dollars dans des centres de données au Japon sur les 10 prochaines années.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 corrigeait pour la 3<sup>e</sup> semaine consécutive, impacté par les tensions géopolitiques et la publication d'indicateurs macro-économiques soulignant la vigueur de l'économie américaine. Dans ce contexte, les services aux collectivités et la consommation de base affaïtaient les plus fortes hausses. Le secteur financier bénéficiait des publications des banques américaines qui faisaient état d'une baisse des provisions pour créances douteuses. A l'inverse, les secteurs de la technologie et de la consommation discrétionnaire faisaient l'objet de prises de profits, le segment des semi-conducteurs étant particulièrement affecté par des publications de résultats mitigées des leaders européen, ASML, et taiwanais, TSMC. Sur le plan réglementaire, la semaine a été marquée par la volonté du président américain de tripler les droits de douane sur l'acier et l'aluminium importés de Chine, et l'annonce par Intel de la commercialisation de sa puce IA à capacité réduite pour le marché chinois. Enfin, malgré de bons résultats trimestriels, le leader du streaming Netflix a été pénalisé par ses perspectives prudentes et un changement de stratégie de communication (arrêt de la publication du nombre d'abonnés à partir de 2025).

### Le Focus de la semaine : Une trajectoire moins ambitieuse de réduction des émissions carbone du secteur automobile aux Etats-Unis

En mars, l'Agence de Protection de l'Environnement (EPA) a rendu sa décision finale quant aux quotas d'émissions de CO<sub>2</sub> de l'industrie automobile. Le secteur des transports constitue la principale source d'émissions de carbone aux États-Unis (29% des émissions totales du pays), les véhicules légers étant les principaux contributeurs (58% des émissions du secteur, soit 17% des émissions totales américaines). Ces nouvelles normes concernent les véhicules légers (voitures et camionnettes) et seront progressivement appliquées entre 2027 et 2032. En détail, ces nouvelles règles allègent sensiblement la dernière proposition de l'EPA qui datait d'avril 2023. Si l'objectif de nombre de grammes de CO<sub>2</sub> émis par mile parcouru à horizon 2032 reste quasiment inchangé (env. 80 grammes, calculé selon le mix de ventes des constructeurs), la trajectoire est aujourd'hui nettement plus linéaire. En conséquence, les constructeurs automobiles ont l'opportunité d'adapter plus progressivement leurs ventes, et de facto, leur outil de production, ainsi que leur chaîne d'approvisionnement au cours de la période. Tandis que la pénétration des véhicules électriques aux Etats-Unis se hisse difficilement à 10% en 2023, la trajectoire de croissance va donc de nouveau être assouplie par cette réglementation. En outre, il est probable que les ventes de véhicules hybrides et thermiques restent bien supérieures (de plus de 50%) à ce qui était initialement prévu par l'EPA dans son scénario initial, scénario dans lequel les ventes d'EV devaient rapidement représenter la majorité des ventes.



Face aux problématiques industrielles de production à bas coûts tout en relocalisant une partie de la chaîne et au manque d'appétit des consommateurs pour les véhicules électriques (prix, performance, réseaux de recharge), l'EPA préfère adapter son niveau d'exigence, et surtout la trajectoire de celle-ci, sans remettre pleinement en question son objectif de réduction des émissions à terme. Toutefois, la situation reste instable puisque l'élection présidentielle pourrait à nouveau venir bouleverser ces directives. En effet, les normes de l'EPA varient régulièrement lors des changements d'administration... Il est donc possible que ces objectifs soient de nouveau révisés en cas de victoire du candidat républicain. Le suivi des développements au sein de ce secteur structure nos réflexions et nos investissements dans le cadre de l'élaboration de nos Perspectives Economiques et Financières.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	19/04/24	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	4 967	5 123	5 117	4 770	4 130	-3,0 ↓	-2,9 ↓	4,1 ↑	20,3 ↑	-3,2 ↓	-0,8 ↓	7,9 ↑	23,8 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	37 986	37 983	38 715	37 690	33 787	0,0 ↑	-1,9 ↓	0,8 ↑	12,4 ↑	-0,1 ↓	0,3 ↑	4,4 ↑	15,7 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 282	16 175	15 973	15 011	12 060	-5,5 ↓	-4,3 ↓	1,8 ↑	26,7 ↑	-5,6 ↓	-2,2 ↓	5,5 ↑	30,5 ↑
Japon Nikkei 300	562	591	573	500	428	-4,8 ↓	-1,8 ↓	12,4 ↑	31,3 ↑	-5,7 ↓	-3,3 ↓	6,3 ↑	17,4 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 592	2 682	2 667	2 614	2 563	-3,4 ↓	-2,8 ↓	-0,8 ↓	1,1 ↑	-3,2 ↓	-4,3 ↓	-3,5 ↓	0,0 ↑
Chine - Shanghai	3 065	3 019	3 055	2 975	3 367	1,5 ↑	0,3 ↑	3,0 ↑	-9,0 ↓	1,4 ↑	2,0 ↑	4,9 ↑	-11,0 ↓
Hong Kong Hang Seng	16 224	16 722	16 721	17 047	20 397	-3,0 ↓	-3,0 ↓	-4,8 ↓	-20,5 ↓	-3,1 ↓	-1,0 ↓	-1,7 ↓	-17,9 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 004	1 042	1 035	1 024	990	-3,6 ↓	-3,0 ↓	-1,9 ↓	1,5 ↑	-3,7 ↓	-0,8 ↓	1,6 ↑	4,4 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Règlement 2022/2560 : Un bouclier pour les industries européennes face à la Chine ?

L'Union européenne (UE) a récemment annoncé l'ouverture de deux enquêtes visant des filiales de consortiums chinois qui ont participé à un appel d'offres portant sur la construction d'un parc photovoltaïque de 110 MW en Roumanie. Ce parc est partiellement financé par des fonds européens. La première enquête cible une filiale de Longi, un acteur majeur à l'échelle mondiale dans la production de cellules photovoltaïques. La seconde enquête concerne deux filiales de Shanghai Electric, un conglomérat spécialisé dans la production d'électricité et la fabrication d'équipements électriques, contrôlé par l'État chinois.

Ces enquêtes s'inscrivent dans le cadre du règlement 2022/2560 relatif aux subventions étrangères susceptibles de fausser le marché intérieur (en renforçant la position concurrentielle des entreprises bénéficiant de ces financements). Adopté en novembre 2022, il est entré en vigueur le 12 juillet 2023. Selon ses dispositions, toute entreprise, qui participe à des marchés publics dans l'UE qui dépassent 250 millions d'euros, doit reporter toute subvention d'un pays tiers supérieure à quatre millions d'euros au cours des trois années précédentes.

Ces enquêtes surviennent alors que depuis plusieurs mois, les fabricants européens de modules solaires soutiennent que les subventions chinoises portent préjudice à leur secteur. Ces derniers ont dû faire face à une diminution significative des prix des panneaux solaires : en 2023, le secteur a assisté à une chute des prix des panneaux dans l'UE, passant d'environ 0,20 euros par watt à moins de 0,12 euros par watt. Cette situation met en danger la viabilité de la production européenne existante et menace les investissements planifiés pour de nouvelles usines de fabrication annoncées au cours des deux dernières années. Par conséquent, certaines entreprises européennes ont soit réduit leurs activités, en annonçant qu'elles privilégieraient la production sur d'autres marchés internationaux, notamment aux États-Unis, soit déclaré la fermeture de leurs opérations.

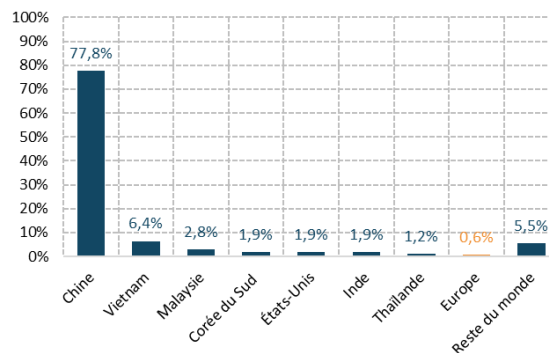
La Chine domine aujourd'hui l'ensemble de la chaîne de valeur du photovoltaïque, de la production de silicium à l'assemblage des modules, représentant 78 % de la production mondiale de modules solaires et 85 % de la production de polysilicium en 2022. Cette prééminence s'explique par le soutien du gouvernement chinois, la chaîne d'approvisionnement intégrée, et les investissements en capacité dans le passé.

En effet, la Chine a investi près de 50 milliards d'euros dans son industrie photovoltaïque au cours de la dernière décennie, soit dix fois plus que les investissements réalisés en Europe. Ces investissements permettent aujourd'hui aux fabricants chinois de réaliser des économies d'échelle considérables et d'être compétitifs au niveau mondial.

Il reste à évaluer l'efficacité du règlement pour protéger l'industrie européenne des panneaux solaires face à la concurrence chinoise, et plus largement son impact potentiel sur d'autres secteurs. Par exemple, une question se pose quant à l'influence possible de ce règlement sur la chaîne de valeur de l'industrie des batteries. Pour mettre les choses en perspective, en 2022, la Chine contrôlait 72% de la capacité de production de batteries à l'échelle mondiale, tandis que l'UE et les États-Unis en avaient respectivement 14% et 6%.

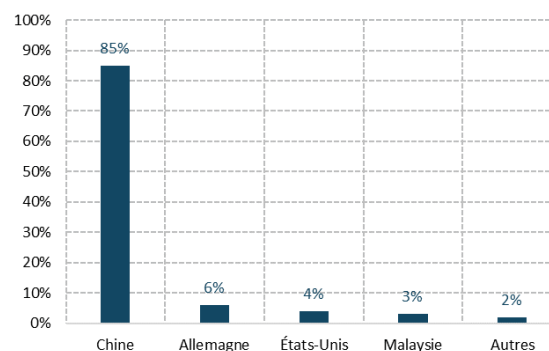
Dans ce contexte, nous nous pencherons sur les défis posés par les distorsions de concurrence qui émergent à l'échelle mondiale dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières.

Part de la production mondiale de modules photovoltaïques en 2022



Sources : IEA PVPS, RTS Corporation, Covéa Finance.

Part de la production mondiale de polysilicium en 2022



Sources : IEA PVPS, RTS Corporation, Covéa Finance.

**Victor Labate**

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

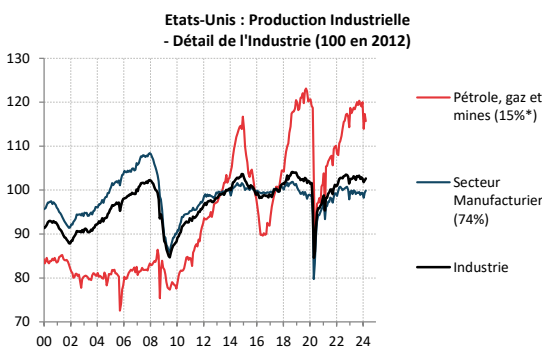
« Les membres du FOMC veulent prendre leur temps »

Plusieurs membres du comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale Américaine (FOMC) se sont exprimés la semaine dernière, avec une idée commune : les récentes données, notamment d'inflation et d'emploi plaident pour que la Fed prenne son temps avant de commencer à détendre sa politique monétaire. Son président, Jerome Powell, a ainsi indiqué que le caractère restrictif actuel de la politique peut être maintenu « autant de temps que nécessaire ». Philip Jefferson, l'un des vice-présidents de la Fed a, de son côté, affirmé que la persistance d'une inflation trop élevée conduirait à maintenir plus longtemps les taux à leur niveau actuel. Les nombreux présidents des banques de district qui se sont exprimés étaient sur la même longueur d'onde d'une stabilité plus prolongée du niveau actuel de taux en raison de l'absence de signe clair de poursuite du ralentissement des prix et d'une grande résistance des indicateurs d'activité économique. L'influent Raphael Bostic (Atlanta) a même déclaré que la confirmation de l'arrêt du recul de l'inflation pourrait l'amener à envisager une nouvelle hausse des taux directeurs américains. Enfin, le « Livre beige », qui exprime le jugement qualitatif sur la conjoncture économique dans les différents districts du système fédéral de réserve deux semaines avant chacune des réunions du FOMC, n'a apporté aucune surprise. Dix des douze banques régionales de la Fed ont déclaré que l'activité s'était accélérée depuis le dernier rapport en mars, tandis que deux districts ont indiqué que

l'activité était restée stable. Bien que les perturbations en Mer Rouge et l'effondrement du pont de Baltimore ont provoqué certains retards de livraison, cela n'a que peu affecté les prix. En revanche, il ressort du rapport que les consommateurs sont devenus plus réticents à la hausse des prix, et certaines entreprises ont déclaré que leur capacité à répercuter les coûts supplémentaires sur les clients finaux s'étaient affaiblies ces derniers mois.

**La consommation des ménages reste solide.** Les ventes au détail ont progressé plus que l'attendaient les consensus en mars (+0,7% en séquentiel), malgré un nouveau recul dans le secteur automobile, et les statistiques de janvier et février ont été revues à la hausse. Hors automobiles et carburants, les ventes au détail ont progressé de 1,0% par rapport au mois précédent, après +0,5% en février. Pour le groupe de contrôle (hors auto, carburants, matériaux de construction et restauration) la hausse a atteint 1,1%. **La production industrielle américaine a crû de 0,4% en mars** par rapport au mois précédent, comme en février. Elle est stable sur un an. La production manufacturière est en hausse de 0,5%, après +1,2% en février, **encore soutenue par la poursuite du redressement de l'activité dans le secteur automobile** (+ 3,1% après +3,4%). La production de biens d'équipements professionnels, très erratique depuis quelques mois, est restée quasiment stable. Enfin, les stocks des entreprises ont augmenté de 0,4% en séquentiel en février, avec une progression particulièrement soutenue dans la distribution (de gros comme de détail) et notamment chez les concessionnaires automobiles (+0,8% comme en janvier et +22,5% sur un an). Le ratio stocks/ventes a reculé de 0,1 point par rapport au mois précédent. Mais, à 1,38, il reste légèrement supérieur à son niveau d'un an auparavant.

Du côté de l'immobilier résidentiel, **les mises en chantier de logement ont chuté de près de 15% (GM) en mars**, avec un recul important tant dans le domaine des maisons individuelles que des immeubles collectifs. Ce rapport est cohérent avec les résultats d'avril de l'enquête de la NAHB auprès des professionnels de la construction, qui marquent le pas. Les demandes de permis de construire se sont aussi contractées le mois dernier. Mais ils ne remettent pas encore en cause la forte tendance haussière des derniers mois, les mises en chantier de maisons individuelles restant en hausse de 21,2% sur un an. **Les ventes de logements dans l'ancien ont aussi reculé en mars** (-4,3% GM), après deux mois consécutifs de forte progression. Le nombre de logements mis en vente progresse, mais de manière trop lente, semble-t-il, pour retrouver un véritable dynamisme de ce marché. Le prix médian des logements vendus dans le mois était supérieur de 2,5% en mars par rapport à février et il restait en hausse de 4,8% sur un an. Ces éléments montrent, une fois de plus, la forte réactivité du marché de l'immobilier résidentiel aux variations de taux d'intérêt hypothécaires.



Sources : Fed, Thomson Reuters, Covéa Finance  
\* Poids en % du total de l'industrie

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	mars-24	0,0	-0,3	3,4	0,2
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	mars-24	1,5	2,8	-4,2	-12,3
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	mars-24	-4,3	7,9	-3,4	-8,3
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	mars-24	4190	4380	5087	4101
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	mars-24	4,0	2,1	9,7	3,4

\* Du 15/04/2024 au 21/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Après plusieurs mois de tergiversations, la Chambre des Représentants a voté, samedi, des lois permettant de débloquer des aides à l'Ukraine, à Israël et à Taïwan.** Le montant total du paquet atteint 95Mds\$, dont 61Mds\$ pour l'Ukraine (y compris 9Mds\$ de prêts d'assistance économique à Kiev et 13Mds\$ pour la reconstitution des stocks américains d'armes entamés par les livraisons passées de matériels). Les Représentants ont aussi voté un texte menaçant TikTok d'interdiction aux Etats-Unis si son propriétaire chinois ne le vend pas, de nouvelles sanctions contre l'Iran, et la possibilité de vendre des actifs russes gelés pour financer une aide supplémentaire à l'Ukraine. Ces textes sont passés avec des majorités confortables, malgré l'opposition toujours ferme des soutiens de Donald Trump du parti Républicain.

En campagne en Pennsylvanie, Etat où la sidérurgie reste une activité importante, **Joe Biden a évoqué la possibilité de multiplier par trois les droits de douane sur l'acier importé de Chine.** Il considère que les sidérurgistes chinois n'ont pas à se préoccuper d'être profitables et que, de ce fait, ils « trichent » face à leurs concurrents américains. Il a aussi promis qu'US Steel, dont Nippon Steel vise l'acquisition, restera Américaine.

Jean-Louis Mourier

Economiste



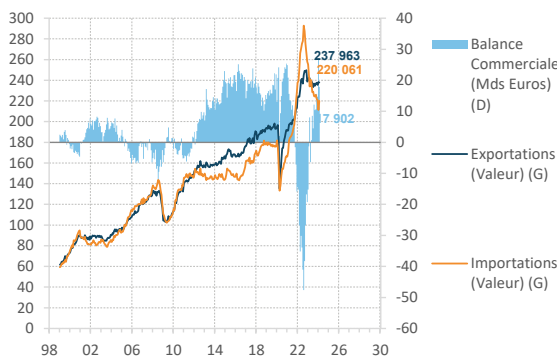
# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Les banquiers centraux européens ne veulent pas s'engager sur des perspectives de politique monétaire »

Présents en nombre à Washington pour les assemblées de printemps du FMI, de la Banque Mondiale et de l'Institut International de la Finance, **les banquiers centraux européens ont beaucoup parlé aux médias**. Tous estiment que **la baisse de l'inflation ne va pas se poursuivre comme au premier trimestre de cette année**. Ils s'attendent à ce qu'elle soit erratique autour de son niveau de mars. Cela ne remet pas en cause la possibilité, réaffirmée, d'une première baisse des taux directeurs le 6 juin prochain, si rien ne vient, d'ici là, remettre en cause le chemin vers un retour de la hausse des prix à la consommation à 2% en 2025. Plusieurs évoquent des risques d'envolée des cours du pétrole provoquée par les tensions au Moyen-Orient. Isabel Schnabel, de son côté, estime que le scénario central de la BCE, qui prévoit une inflation revenue à 2% l'année prochaine comporte des hypothèses optimistes, notamment en termes de gains de productivité. Dans un scénario alternatif, de stagnation de la productivité, l'inflation resterait significativement au-dessus de l'objectif de la BCE. Par ailleurs, la plupart des membres du Conseil des gouverneurs reprennent l'antienne de la dépendance aux données pour le réglage de la politique monétaire à partir du deuxième semestre de cette année. Ils insistent notamment sur le fait que les décisions des autres banques centrales n'ont d'influence sur leurs décisions que dans la mesure où elles affectent les éléments que surveillent la BCE, et notamment l'impact d'éventuelles variations importantes des taux de changes sur l'inflation importée. A l'inverse, certains disent surveiller une désinflation supplémentaire venue de Chine. Mais, si les participants réputés plus accommodants se risquent à affirmer que les taux directeurs seront abaissés plusieurs fois, ils ne se risquent pas à évoquer ouvertement un rythme ou un calendrier.

Zone Euro : Balance Commerciale (Mds€, Valeur, CVS)



Sources : Eurostat, Covéo Finance

Dernier point : févr 24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	févr.-24	-1,1	-0,9	1,1	-2,0
	Prod. industrielle Val, NCVS, GA%	févr.-24	-6,4	-6,6	2,1	-2,2
	PIB Val, CVS, GA%	T4 23	0,1	0,1	3,5	0,5
AL	ZEW Indice	avr.-24	42,9	31,7	-27,2	2,2
RU	Inflation IPC, NCVS, GA%	mars-24	3,2	3,4	9,1	7,3
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	mars-24	4,2	4,5	5,9	6,2

\*Du 15/04/2024 au 21/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

**Eurostat a confirmé la baisse de l'inflation dans la zone euro en mars**, à 2,4% contre 2,6% en février, et des différentes mesures de l'inflation sous-jacente. Plus intéressant dans cette estimation finale, les détails fournis montrent que le recul de l'inflation hors énergie s'est concentré sur les biens et services « riches » en importations, alors que la contribution de biens et services les moins importés est restée stable pour le cinquième mois d'affilée.

**La production industrielle a progressé de 0,8% en février par rapport au mois précédent dans la zone euro**, mais elle reste en baisse de 6,4%, avec des reculs importants dans toutes les catégories de biens manufacturés. Les statistiques irlandaises affichent à la fois la plus forte hausse sur le mois (+3,8%) et la plus forte baisse sur un an (36,0%). Toutefois, le rebond mensuel s'explique aussi par les évolutions dans les grands pays (Allemagne, Espagne, France et Italie). Sur un an, le recul reste fort en Allemagne et en Italie. Il est plus modéré en France alors que la production espagnole est annoncée en hausse, de 3,5%.

**L'excédent commercial de la zone euro a diminué plus de 9Mds€ en février**, à 17,9Mds, en raison d'une légère contraction des exportations et d'une forte hausse séquentielle des importations (+4,2%). En moyenne sur les trois derniers mois, toutefois, les exportations restent en légère croissance (+0,4%) alors que les importations sont en baisse de 3,0%. En un mois, l'excédent des échanges de machines et matériels de transports a presque doublé, à 20Mds€, alors que le déficit en énergie a continué à diminuer lentement, pour le 4ème mois consécutif, à 28,3Mds.

Réunis pour un Conseil extraordinaire, les chefs d'Etats et de gouvernements des pays de l'UE ont passé en revue la plupart des dossiers internationaux et économiques du moment. Ils ont réaffirmé beaucoup de leurs engagements et appelé à faire avancer les dossiers européens en souffrance, notamment en matière de marché unique et d'Union des marchés de capitaux. Mais sans décision nouvelle.

En Allemagne, l'équivalent de la Cour des comptes a indiqué dans un rapport que le gouvernement fédéral devrait mettre en œuvre un plan pluriannuel de consolidation de son budget en se donnant des priorités claires en matière de dépenses sociales. Les auditeurs estiment qu'un projet de 5 à 10 ans devrait être établi pour financer la défense, les dépenses de protection du climat et la sécurité sociale. Ils affirment aussi que le gouvernement doit se garder de cofinancer les incitations fiscales à la charge des Länder.

En France, le Haut Conseil des finances publiques a vivement critiqué le plan réactualisé du gouvernement pour ramener le déficit des administrations publiques sous le seuil de 3% du PIB en 2027. Il souligne que les prévisions de reprise de l'activité reposent sur des hypothèses peu solides. De plus, il met en avant une incohérence entre l'ambition de diminutions inédites des dépenses publiques et des attentes optimistes d'amélioration de la conjoncture économique.

**Au Royaume-Uni, le ralentissement de l'inflation se poursuit. La progression sur un an de l'indice des prix à la consommation est en baisse à 3,2% en mars, après 3,4% en février**. 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 (+4,2% sur un an en mars, après +4,5% en février). Les prix des services ralentissent également, mais leur rythme de progression reste élevé, à 6,0%. La persistance de l'inflation dans les services fait écho à la dynamique haussière toujours solide des salaires britanniques.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Focus : La croissance en 2024 sera inégale, selon le FMI

Le Fonds Monétaire International a publié ses nouvelles perspectives économiques mondiales pour 2024 et 2025.

Selon l'institution, **la croissance mondiale devrait se maintenir à 3,2% en 2024 et 2025, le même rythme qu'en 2023. Cette résilience masque néanmoins de grandes disparités entre les pays.**

Les prévisions ont été revues en hausse pour les Etats-Unis (+0,6 point), qui devrait connaître une croissance de 2,7% cette année. Selon le FMI, cette croissance marquée est avant tout liée à une forte demande, qui pourrait mener la Réserve Fédérale à aborder l'assouplissement de sa politique monétaire avec prudence et progressivité.

De l'autre côté de l'Atlantique, la zone euro devrait connaître une croissance bien plus faible, toujours pénalisée par la faiblesse de l'économie allemande. Les effets prolongés des chocs antérieurs et de la politique monétaire restrictive devraient continuer de freiner l'activité. Contrairement aux Etats-Unis, le FMI estime qu'il n'existe pas de risques de surchauffe, ce qui devrait conduire la Banque centrale européenne à assouplir sa politique monétaire plus rapidement. Par ailleurs, la solidité apparente du marché du travail en Europe pourrait n'être qu'illusoire. Il ne faut pas écarter la possibilité que les entreprises européennes maintiennent un niveau de main d'œuvre élevé en prévision d'une reprise de l'activité et que cette dernière ne se concrétise pas.

Enfin, la Chine devrait continuer de pâtir de la faiblesse du secteur immobilier. Selon le FMI, la Chine n'atteindra pas sa cible de croissance de 5% cette année. Le FMI met avant le fait que la faiblesse de la demande intérieure pourrait provoquer une hausse des excédents commerciaux chinois, un élément qui pourrait exacerber les tensions commerciales.

Projections de croissance annuelle du PIB réel			
	2023	2024	2025
<b>Monde</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>
<b>Zone Euro</b>	0,4	<b>0,8</b>	1,5
<b>Allemagne</b>	-0,3	<b>0,2</b>	1,3
<b>France</b>	0,9	<b>0,7</b>	1,4
<b>Italie</b>	0,9	<b>0,7</b>	0,7
<b>Espagne</b>	2,5	<b>1,9</b>	2,1
<b>Royaume-Uni</b>	0,1	<b>0,5</b>	1,5
<b>Etats-Unis</b>	2,5	<b>2,7</b>	1,9
<b>Chine</b>	5,2	<b>4,6</b>	4,1

Sources: FMI, Covéa Finance

**Eloïse Girard-Desbois**

*Economiste*





# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La croissance chinoise sur le premier trimestre de l'année est bien orientée, »

**La croissance chinoise est bien orientée au premier trimestre 2024, mais la dynamique s'est essouffée en mars.** La croissance du PIB au premier trimestre a surpris, et atteint 1,6% par rapport au trimestre précédent, et 5,3% sur un an. Malgré la faiblesse de la consommation, les exportations et l'investissement manufacturier ont pu être les principaux contributeurs à la croissance. Néanmoins, les données mensuelles d'activités suggèrent que la hausse du PIB s'est concentrée sur les deux premiers mois de l'année, avant de ralentir en mars. On note en effet que la demande des ménages s'essouffle : les ventes au détail sont en hausse de 3,1% sur un an, la plus faible croissance depuis neuf mois. Par ailleurs, la dynamique de la production industrielle ralentit en mars (+4,5% en glissement annuel après +7,0%). La croissance ralentit notamment dans les machines et équipements électriques (+4,8% sur un an après 10,1%) et l'automobile, même si la production demeure à un niveau élevé (+9,4% après +20,0%). Enfin, concernant les investissements, la dynamique reste dispersée en mars. Les investissements dans le secteur manufacturier accélèrent à 9,9% en glissement annuel (après 9,4%) tout comme les investissements en infrastructures (+6,5% sur un an après 6,3%). En revanche, les investissements dans l'immobilier demeurent en forte contraction (-9,5% sur un an). Le secteur immobilier reste le principal frein à l'activité.

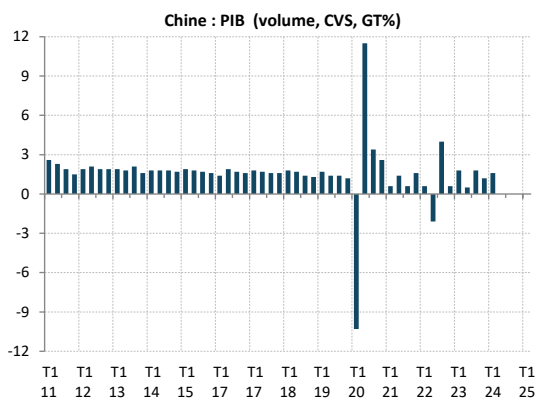
**Par ailleurs, les surcapacités industrielles chinoises se confirment.** Le taux d'utilisation des capacités de production est en effet en baisse à 78,2% au premier trimestre 2024. Mais le recul est particulièrement marqué dans le secteur automobile, où le taux d'utilisation des capacités de production atteint 64,9%, le plus bas niveau depuis le début de la série au quatrième trimestre 2017 (à l'exception du premier trimestre 2020, affecté par la pandémie). Alors que la production dans l'automobile ralentit et que la demande intérieure demeure faible, ce chiffre questionne sur la capacité de la Chine à écouler une éventuelle surproduction sur le marché mondial, notamment européen. L'Union européenne est en effet l'un des principaux débouchés pour les exportations chinoises de véhicules électriques. L'arrivée de biens chinois sur le marché européen pourrait favoriser la baisse des prix des biens de consommation, d'autant plus que le recul de l'inflation hors énergie en Zone euro en mars s'est concentré sur les biens et services « riches » en importations (cf. page précédente).

**Au Japon, l'inflation se stabilise en mars.** Après le rebond enregistré en février (+2,8% en glissement annuel après 2,2%), la croissance de l'indice des prix à la consommation s'est stabilisée en s'inscrivant de nouveau à 2,8% en mars. L'augmentation sur douze mois de l'indice hors alimentation et énergie est toutefois en baisse de 0,3 point à 2,2% (après 2,5% en février).

**En Inde, le pays est entré dans une longue période électorale.** Depuis le 19 avril et jusqu'au 1er juin, plus d'un milliard d'Indiens sont appelés aux urnes afin d'élire, pour cinq ans, les députés de la chambre basse (Lok Sabha) du Parlement. Si le parti de Narendra Modi est favori, l'enjeu de ce scrutin sera de conserver la majorité absolue.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Sources : Thomson Reuters, NBS, Covêa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Inflation IPC, NCVS, GA%	mars-24	2,8	2,8	2,5	3,3
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	mars-24	2,2	2,5	0,2	2,5
	Exportations Val, CVS, GA%	mars-24	9,3	4,5	18,2	2,9
	Importations Val, CVS, GA%	mars-24	1,9	-3,8	40,3	-7,1
CH	Investissement en actifs fixes NCVS, GA%	mars-24	4,5	4,2	5,1	3,0
	Prod. Industrielle Val, NCVS, GA%	mars-24	4,5	7,0	3,4	4,6
	Ventes au détail Val, NCVS, GA%	mars-24	3,1	5,5	-0,8	7,8
	PIB Val, NCVS, GA%	T1 24	5,3	5,2	3,0	5,2

\*Du 15/04/2024 au 21/04/2024

Sources : Refinitiv, Covêa Finance

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.