

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

18 mars 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

L'Inde n'est pas la Chine !

La semaine passée, l'Inde et l'Association Européenne de Libre-Echange (Suisse, Norvège, Islande et Lichtenstein) ont annoncé la signature d'un accord commercial après plus de 15 années de négociations.

Cet accord entre en résonance avec les conclusions de nos dernières Perspectives Economiques et Financières dans lesquelles nous évoquons la place de l'Inde dans le monde et sa stratégie, bâtie sur la recherche d'une position d'équidistance dans un monde bipolaire et conflictuel.

Le pays a la volonté de signer des accords commerciaux avec des pays des deux blocs, dans une logique opportuniste. Ce nouveau partenariat avec l'AELE fait suite à d'autres signatures, en 2022, avec l'Australie, mais aussi avec les Emirats arabes unis, pays qui a rejoint l'Inde au sein de l'Alliance des BRICS+ en début d'année.

Cet accord, qui prévoit notamment la levée d'une majorité des restrictions d'exportation vers l'Inde, et réciproquement, ainsi que des investissements directs conséquents dans le pays (près de 100 milliards de dollars sur les 15 prochaines années), particulièrement dans le secteur manufacturier, illustre également le souhait du gouvernement du président Modi de rééquilibrer son économie vers l'industrie. A l'instar de la Chine, de l'Union Européenne et des Etats-Unis, le volontarisme politique indien fait de l'industrialisation du pays un axe prioritaire, soutenu par de nombreuses subventions. Mais le pays a également besoin d'investissements étrangers pour financer cette ambition.

D'ailleurs, les sociétés internationales s'engouffrent dans cette opportunité pour s'implanter dans le pays afin de profiter des débouchés que ces politiques font naître, surtout à l'heure où la Chine se referme. Toutefois, comme nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, les multinationales ne doivent pas se fourvoyer : l'Inde n'est pas la Chine ! Si elle offre un marché domestique attractif, elle ne permet pas de répondre, aujourd'hui, aux enjeux de recomposition des chaînes de valeur mondiales ; en d'autres termes, l'Inde n'est pas la base d'exportations globale susceptible de remplacer la Chine.

Le rééquilibrage de l'activité du pays est très progressif mais est essentiel afin de pouvoir faire face, notamment, à la concurrence de la Chine et de l'Irlande sur le secteur des technologies de l'information et des communications, traditionnel point fort du pays. Surtout, cette transition, et ce type d'accord, sont nécessaires pour répondre à l'un des grands défis de l'Inde : trouver des emplois aux millions de jeunes que le pays forme chaque année et qui arrivent sur le marché du travail.

Jacques-André Nadal

Directeur adjoint des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

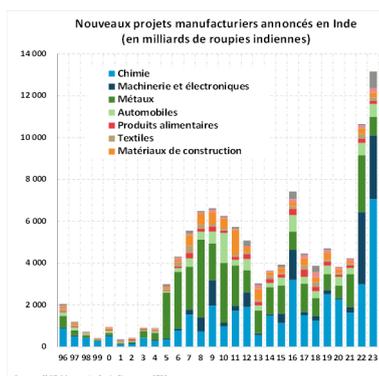
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« le secteur manufacturier en Inde »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	15/03/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,089	1,089	1,061	0,0	2,6
€ / £	0,855	0,855	0,876	0,0	-2,4
€ / Yen	162,31	162,31	141,91	0,0	14,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	85	75	0,0	14,2
Indice CRB*	536	536	541	0,0	-1,0
Prix de l'once d'Or	2 162	2 162	1 923	0,0	12,4
Prix de la tonne de cuivre	9 072	9 072	8 518	0,0	6,5
Indice Baltic Dry**	2 374	2 374	1 560	0,0	52,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 773	1 773	910	0,0	94,9

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les rendements obligataires ont été orientés à la hausse, soutenus par des chiffres d'activité économique résilients et par une inflation encore persistante aux Etats-Unis. Le taux 10 ans américain progresse ainsi de 23 points de base (pbs) sur la semaine, à 4,31%. Du côté de la Zone Euro, les taux à 10 ans allemands et français sont aussi à la hausse de respectivement 18 et 16 pbs, à 2,44% et 2,88%. Le 10 ans italien affiche à nouveau la meilleure performance de la Zone avec un rendement en hausse de seulement 12 pbs à 3,70%.

Le Focus de la semaine : Lufthansa, l'exemple d'un secteur en redécollage

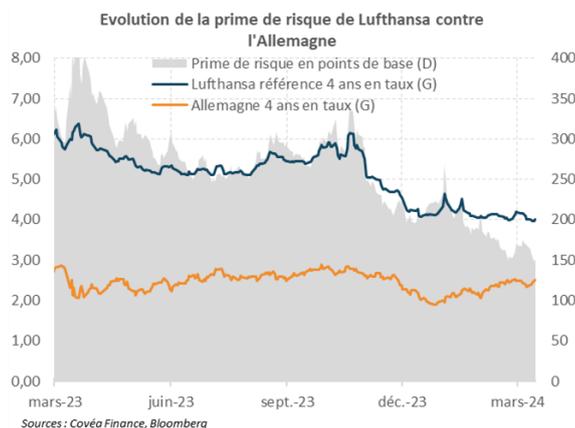
Le secteur du transport aérien a suivi une trajectoire particulièrement instable au cours des dernières années. Le parcours de Lufthansa, l'une des premières compagnies aériennes en Europe, illustre parfaitement les récentes difficultés et réussites du secteur.

Pendant la pandémie et l'arrêt quasi-total du trafic passager, les compagnies aériennes ont durement souffert. Pour éviter le crash, les différents Etats européens ont dû voler aux secours en déployant les prêts garantis par l'Etat (PGE). Lufthansa a ainsi bénéficié d'un plan de recapitalisation de plus de 6 Mds€, accompagné de 3 Mds€ supplémentaires de PGE. Ces aides précieuses en situation de crise, restent cependant des dettes financières contraignantes qui doivent être remboursées.

Début 2022, l'invasion de l'Ukraine présente un nouveau choc pour le secteur. Conséquence directe, la carte aérienne est redessinée et une partie de l'Europe est désormais inaccessible. Conséquence indirecte, les prix des matières premières et en particulier du carburant s'envolent. Ces pressions inflationnistes tirent à la hausse les coûts opérationnels. Pour Lufthansa, les coûts liés au carburant représentent 30% du chiffre d'affaires en 2022, contre seulement 22% en 2019. Les ratios de solvabilité du Groupe, qui témoignent de la capacité à répondre aux engagements de long terme, restent toujours fortement dégradés. Le levier financier de Lufthansa, calculé comme la dette nette du Groupe divisée par l'excédent brut d'exploitation, atteint ainsi 1,81x à fin 2022.

La reprise du trafic passager, robuste au cours de ces derniers mois, vient enfin apporter de l'air frais au secteur. Le dernier rapport de l'association internationale du transport aérien, IATA (« International Air Transport Association »), témoigne du fort rebond de l'activité en janvier. La demande aérienne ressort ainsi en augmentation de 17% sur un an. Lufthansa, avec la publication du 3ème meilleur résultat annuel net de son histoire, illustre parfaitement ce redémarrage du secteur. Ses revenus en hausse offrent plus de liquidités et de marges de manœuvre. Lufthansa en profite pour réduire sa dette financière nette, celle-ci passe ainsi de 6,8 à 5,6 Mds€ au cours de l'année. L'intégralité des PGE est remboursée. Le levier financier s'améliore et retombe à 1,18x. L'amélioration de la situation financière rassure les investisseurs. Les deux agences de notations, S&P et Moody's, ont ainsi en janvier, revu à la hausse la notation crédit du Groupe. Lufthansa quitte finalement la catégorie haut rendement pour retourner dans la catégorie investissement. La prime de risque de l'émetteur (sur son obligation de référence 4 ans) se resserre ainsi de près de 50 points de base depuis le début d'année contre la référence souveraine allemande.

Le secteur reste toutefois exposé aux enjeux extra-financiers et aux injonctions réglementaires toujours plus pressantes. Le secteur du transport reste un contributeur très important des émissions de gaz à effet de serre. Plusieurs avancées sont aujourd'hui en cours, avec la construction de nouveaux modèles d'appareils plus efficaces et avec l'utilisation de bio-carburants. Ces multiples innovations représentent cependant des investissements conséquents pour les années à venir. La question de la dette risque d'être, à nouveau, centrale pour le secteur.



Tanguy Jouanneau
Gestion OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	15/03/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	4,75	0,00	0,00	0,00	0,75		
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	4,00	0,00	0,00	0,00	1,25		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,31	4,07	4,31	3,88	3,58	23	0	43	73	-42	12
Allemagne	2,44	2,27	2,44	2,02	2,29	18	0	42	15	-50	14
France	2,88	2,72	2,88	2,56	2,83	16	0	32	5	-2	44
Italie	3,70	3,58	3,70	3,70	4,19	12	0	0	-49	25	56
Royaume-Uni	4,10	3,98	4,10	3,54	3,32	13	0	57	78	-22	43
Japon	0,79	0,74	0,79	0,61	0,32	5	0	17	47	60	107
Crédit											
Indice Itraxx Main	53,2	51,9	53,2	58,1	104,2	1,3	0,0	-4,9	-51,0		
Indice Itraxx Crossover	304,1	291,9	304,1	309,9	515,5	12,2	0,0	-5,8	-211,4		

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

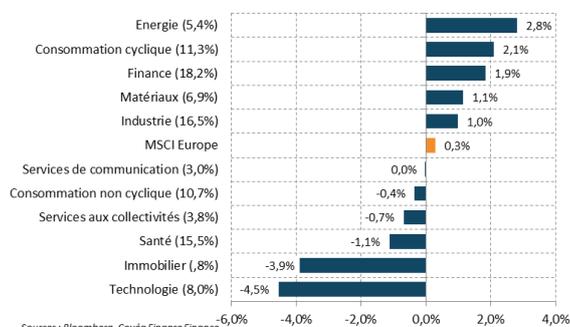
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EUROPE dividendes non réinvestis) affiche une légère progression de 0,3%, dans un contexte haussier sur les taux d'intérêts. D'un point de vue sectoriel, les secteurs de l'Energie (+2,8%), de la consommation cyclique (+2,1%) et la finance (+1,9%) affichent les meilleures performances. Le secteur de la consommation a été tiré par des publications de résultats, à l'image d'Inditex annonçant un résultat net record pour l'exercice 2023 et une hausse du dividende. En queue de classement, la technologie affiche un repli de -4,5% impactée par les annonces du gouvernement chinois incitant les constructeurs de véhicules électriques nationaux à s'approvisionner avec des composants électroniques issus d'entreprises locales, entraînant les valeurs de semiconducteurs à la baisse. En termes de performances géographiques, l'Espagne (+2,8%) profite de la hausse d'Inditex et des valeurs bancaires ; le CAC 40 (+1,7%) bénéficie de la bonne performance de Renault et Stellantis. A l'inverse, les Pays-Bas et la Belgique reculent le plus à -1,3% pénalisés par leurs expositions aux valeurs de semiconducteurs (ASML, ASMI et BE Semiconductor). Enfin depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est en territoire positif (+0,6%) ainsi que le MSCI Europe (+5,4%) et le MSCI EMU (7,6%).

Performances sectorielles du MSCI Europe du 08/03/2024 au 15/03/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Comment gérer le vieillissement des parcs éoliens terrestres ?

Les exploitants éoliens doivent faire face au vieillissement de leurs parcs, tout en respectant la loi sur l'Economie circulaire votée en janvier 2020. En France, la loi impose le démantèlement et le recyclage des éoliennes en fin de vie. Cette dernière a fixé des objectifs progressifs de recyclabilité après le 1er janvier 2023. A ce jour, environ un cinquième des éoliennes terrestres en Europe date d'il y a 15 ans. La durée de vie moyenne d'un parc éolien est d'environ 20 à 25 ans mais les contrats garantissant une obligation d'achats aux exploitants sont de 15 ans. C'est à la fin de ces contrats que les producteurs s'interrogent sur un renouvellement des installations. Ainsi, trois options s'offrent à eux : 1) arrêt du parc, démantèlement et remise en état du site comme exigé par la loi ; 2) prolongation de la durée de vie des actifs via un remplacement partiel des installations ; 3) démantèlement et construction d'un nouveau parc éolien.

La première option requiert un renforcement des filières industrielles de recyclage. Plus de 90 % de la masse des éoliennes (acier, béton, aluminium, cuivre) sont réutilisés ou recyclés dans des filières existantes. En revanche, il est nécessaire de développer la filière encore naissante du recyclage de la fibre de verre, principal composant des pâtes, qui est encore peu valorisée. L'objectif de la filière éolienne est d'atteindre 100% de recyclage des éoliennes le plus rapidement possible. Les deux autres options font référence au « renouvellement », appelé « repowering ». Le principe est de remplacer partiellement ou totalement les installations du champ existant afin d'augmenter sa performance technique, son rendement financier, de réduire son impact environnemental ainsi que les coûts d'exploitation. L'option du renouvellement partiel, permet de profiter des innovations technologiques en changeant quelques pièces et de prolonger la durée de vie des actifs existants à horizon 35 à 40 ans, sans augmenter cependant les capacités de production du champ de façon considérable.

La troisième option consiste à démanteler l'ensemble du parc éolien, recycler toutes les installations et créer un nouveau parc. Bien que cette option implique de stopper le fonctionnement du parc et les flux financiers associés, un projet de renouvellement total sera plus rapidement mis en service qu'un nouveau projet. En effet, les exploitants éoliens peuvent capitaliser sur l'existant, à savoir : profiter du foncier déjà sécurisé (réduisant ainsi les délais administratifs), jouir des meilleurs emplacements en termes de conditions climatiques et d'une excellente connaissance du site. Le renouvellement permet également de bénéficier des dernières évolutions technologiques et améliorer les capacités de production. Selon certaines données, les nouvelles technologies éoliennes permettraient en moyenne de tripler la production annuelle des anciens champs, tout en réduisant de 25% le nombre de machines. Le renouvellement des parcs vieillissant est également un enjeu non négligeable pour les Etats puisqu'il leur permet de réduire les délais administratifs liés aux autorisations et les demandes de raccordement aux réseaux, pour lesquelles les capacités en attente de connexion sont déjà colossales. C'est également un vecteur de croissance pour atteindre leurs objectifs de déploiement d'énergies renouvelables. A titre d'exemple, cette option permettrait de fournir les deux-tiers des capacités dont l'Espagne a besoin pour aboutir à ses objectifs.

L'allongement de la durée de vie des champs éoliens devrait se multiplier dans les prochaines années. Ce phénomène génère des opportunités tout au long de la chaîne de valeur, aussi bien pour des producteurs, des équipementiers, des entreprises de services à l'environnement que des chimistes à l'origine des solutions de recyclage. Le « repowering » est donc un enjeu clé qui répond aux problématiques d'indépendance énergétique des Etats, d'approvisionnement et d'efficacité des ressources que nous mettons en avant dans notre Perspectives Economiques et Financières.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	15/03/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	164	164	164	153	142	0,4	↔	7,6	↑	16,0
MSCI EMU Mid Cap	997	991	997	966	936	0,6	↔	3,2	↑	6,6
MSCI EMU Small Cap	421	423	421	426	391	-0,5	↔	-1,0	↓	7,9
MSCI Europe	169	169	169	161	148	0,3	↔	5,5	↑	14,2
France CAC 40	8 164	8 028	8 164	7 543	7 026	1,7	↔	8,2	↑	16,2
Allemagne DAX 30	7 074	7 026	7 074	6 629	6 100	0,7	↔	6,7	↑	16,0
Italie MIB	33 940	33 404	33 940	30 352	25 919	1,6	↔	11,8	↑	30,9
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 727	7 660	7 727	7 733	7 410	0,9	↔	-0,1	↓	4,3
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 038	9 003	9 038	8 920	8 456	0,4	↔	1,3	↑	6,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, la semaine a été généralement haussière. Les mauvaises nouvelles liées au secteur immobilier ont été largement ignorées par les investisseurs, permettant aux marchés chinois de rebondir sensiblement. On notera néanmoins la dégradation de la notation du groupe Vanke par S&P (à BBB-) et le défaut de Country Garden sur un coupon en Yuan équivalent à 13 millions de dollars. Parallèlement, le Japon se replie de 2,2%, suite à la publication de hausses de salaires record (en particulier dans le secteur automobile) et aux anticipations d'une normalisation de la politique monétaire de la banque centrale. Dans le secteur automobile, on notera que Nissan Motor et Honda Motor envisagent de fortes réductions de production en Chine (30% et 20% respectivement), en réaction à la concurrence croissante de BYD et d'autres fabricants locaux de véhicules électriques. En outre, les deux constructeurs ont annoncé le développement d'une plateforme conjointe, afin de contrer la concurrence chinoise sur le segment électrique.

Aux Etats-Unis, l'indice S&P500 se replie de 0,1%, enregistrant toutefois un nouveau record historique dans la semaine (à 5175,27, le 12 mars), malgré des résultats trimestriels et des statistiques économiques robustes. En revanche, les indices S&P des petites et des moyennes capitalisations, plus vulnérables à la hausse des coûts de financement (+24bp à 4,31% pour le bon du Trésor à 10 ans), sont en baisse de 1,8% et 1,0% respectivement. Les services publics et l'énergie (grâce au rebond de 4,0% des prix du WTI), surperforment l'indice général. A l'inverse, des prises de profits ont été opérées dans les secteurs les plus performants depuis le début d'année : technologie, services de communication et consommation discrétionnaires. Joe Biden, en pleine campagne électorale, a indiqué qu'il s'opposerait au rachat de US Steel par Nippon Steel, afin de garder cette entreprise emblématique sous contrôle américain. Parallèlement, les problèmes de production chez Boeing obligent United Airlines, Southwest Airlines et Alaska Air à réduire leurs plans de vols et abaisser leurs perspectives financières pour 2024.

Le Focus de la semaine : Les programmes de fidélité payants, un moyen pour les distributeurs de restimuler les ventes

Target, l'un des plus grands distributeurs américains disposant de près de 2000 magasins aux Etats-Unis, a annoncé le lancement à partir d'avril de son programme de fidélité payant. A l'image de ses concurrents Walmart, Amazon ou encore Kroger, la société fournira pour \$99 par an la livraison gratuite le jour même, l'extension de la politique de retours, et des réductions additionnelles.

Bien que la société n'ait pas donné d'objectifs en termes de souscriptions ou de revenus, les programmes de fidélité payants sont devenus un moyen pour les détaillants de générer des revenus alternatifs relativement récurrents, tout en récoltant un grand nombre de données sur les habitudes de consommation de ses adhérents, et ainsi permettre de stimuler les ventes (meilleures connaissances des clients adhérents et panier moyen par adhérent supérieur aux autres clients). Ainsi, en supprimant les frais de livraisons aux Etats-Unis, Walmart a participé à l'accélération de la croissance de ses ventes en ligne affichant une croissance annuelle moyenne de plus de 21,4% entre 2020 et 2023 (lancement de Walmart+ en septembre 2020), contre seulement 11,6% pour son concurrent Target. Le premier détaillant américain a également réussi à utiliser la grande quantité de données récoltées (comportements d'achat, préférences et caractéristiques démographiques...) afin de créer des campagnes publicitaires ciblées qui se sont traduites par une hausse des taux de conversion et une plus grande fidélité des clients. Finalement, la société va plus loin et capitalise sur ces données en proposant des campagnes publicitaires encore plus personnalisées, financées directement par les grandes marques du secteur de la consommation. Cette stratégie permet d'accélérer les revenus de son activité publicitaire, fortement « margée », et qui atteignait déjà \$3,4 milliards pour l'année 2023.



Avec plus de 100 millions d'adhérents à son programme de fidélité gratuit, Target peut s'attendre à plusieurs dizaines de millions de revenus supplémentaires et ainsi inverser la baisse des ventes constatée l'année dernière. Comme Target, Best Buy (distributeur de produits électroniques) met également en place un programme de fidélité payant, confirmant la nécessaire adaptation du modèle des entreprises de distribution, qui sont confrontées, d'un côté, à la puissance des grandes marques qui tentent d'imposer leurs prix, et de l'autre à une exigence accrue des consommateurs en matière de prix et de services. La capacité d'adaptation des entreprises est une thématique au cœur des réflexions de nos Perspectives Economiques et Financières.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	15/03/24	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	5 117	5 124	5 117	4 770	3 917	-0,1 ↓	0,0 →	7,3 ↑	30,6 ↑	0,3 ↑	0,0 →	8,8 ↑	28,0 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	38 715	38 723	38 715	37 690	31 862	0,0 ↓	0,0 →	2,7 ↑	21,5 ↑	0,4 ↑	0,0 →	4,1 ↑	19,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 973	16 085	15 973	15 011	11 631	-0,7 ↓	0,0 →	6,4 ↑	37,3 ↑	-0,2 ↓	0,0 →	7,9 ↑	34,6 ↑
Japon Nikkei 300	573	570	573	500	410	0,4 ↓	0,0 →	14,5 ↑	39,9 ↑	-0,4 ↓	0,0 →	9,9 ↑	21,2 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 642	2 680	2 667	2 614	2 396	-1,4 ↓	-0,9 ↓	1,1 ↑	10,3 ↑	-1,5 ↓	-0,9 ↓	-0,1 ↓	5,8 ↑
Chine - Shanghai	3 055	3 046	3 055	2 975	3 251	0,3 ↑	0,0 →	2,7 ↑	-6,0 ↓	0,6 ↑	0,0 →	2,8 ↑	-11,8 ↓
Hong Kong Hang Seng	16 721	16 353	16 721	17 047	19 519	2,2 ↑	0,0 →	-1,9 ↓	-14,3 ↓	2,7 ↑	0,0 →	-0,7 ↓	-15,8 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 035	1 037	1 035	1 024	952	-0,2 ↓	0,0 →	1,1 ↑	8,7 ↑	0,2 ↑	0,0 →	2,5 ↑	6,6 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le véhicule électrique, une voiture comme les autres ?

En Europe, les immatriculations de voitures neuves 100% électriques ont représenté un peu plus de 2 millions d'unités en 2023, d'après les données de l'Association des constructeurs automobiles européens (ACEA). Ce chiffre inclut le Royaume-Uni, qui reste le 2e plus grand marché automobile de la région, ainsi que la Suisse et la Norvège, des marchés hors UE mais clés pour les véhicules électriques. Sur des données moyennes en année glissante, 15 voitures vendues sur 100 en Europe sont électriques, en janvier 2024.

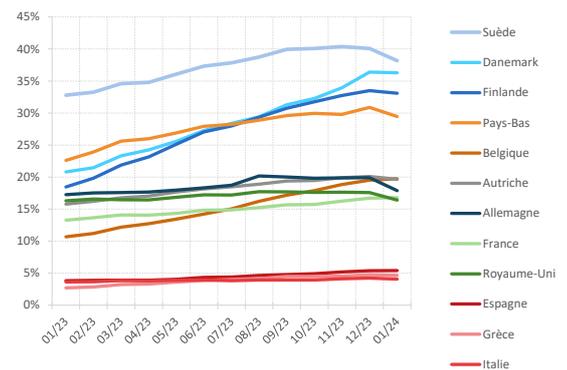
Des disparités existent toutefois entre pays : sur 100 voitures vendues, 38 voitures sont électriques en Suède, 36 au Danemark, 33 en Finlande, 29 aux Pays-Bas, 20 en Belgique, 18 en Allemagne, 17 en France, 16 au Royaume-Uni... mais seulement 5 en Espagne et 4 en Italie. La Norvège (5 millions d'habitants), a immatriculé en 2023 un peu plus de 100.000 véhicules électriques neufs, à comparer aux 60.000 des 11 pays d'Europe de l'Est et leurs 101 millions d'habitants qui font partie de l'UE. Outre les fractures Nord/Sud et Est/Ouest en Europe, on peut également identifier une fracture entre des marchés « urbains » bien connectés aux infrastructures de rechargement (Danemark, Pays-Bas, Belgique) et des marchés moins urbains et surtout moins bien dotés en bornes de recharges (Italie, Grèce, Europe de l'Est). Le rythme d'adoption du véhicule électrique apparaît ainsi bien différent parmi les pays européens. Il dépend également des subventions ; la suppression, en décembre, du bonus à l'achat d'une voiture électrique en Allemagne a mis un coup de frein aux ventes : 11% des immatriculations ont concerné des véhicules électriques en janvier 2024, contre 16% un an plus tôt.

Le ralentissement actuel des ventes de véhicules électriques, observé à l'échelle de l'Europe entière, est-il un simple essouffement conjoncturel, ou reflète-t-il des freins plus structurels ? Et si les automobilistes n'étaient pas intéressés par le véhicule électrique, lorsque celui-ci n'est pas subventionné ? Le loueur Hertz a annoncé début janvier qu'il allait mettre en vente le tiers de sa flotte de véhicules électriques aux Etats-Unis et les remplacer par des véhicules à essence, citant la faiblesse de la demande pour les motorisations électriques. Ce même mois, le maire de Hambourg en Allemagne décidait de troquer sa Mercedes 100% électrique pour un véhicule hybride, son véhicule actuel ne lui permettant pas de rejoindre Berlin d'une traite. Le trajet fait 580 km, pourtant l'autonomie affichée de sa Mercedes est annoncée à... 590 km. Si le régulateur a été plus prompt à encadrer la mesure des émissions polluantes que les promesses d'autonomie des véhicules électriques, la décision d'achat est toujours dans les mains du consommateur. Le succès des stratégies d'électrification des constructeurs et la décarbonation des routes restent bien tributaires de l'acceptation du véhicule électrique par les automobilistes.

L'étude sur longue période de l'exemple suédois, pionnier en termes d'électrification de son parc automobile, est à ce titre instructive. Il y a dix ans, il se vendait en Suède, moins de 500 véhicules 100% électriques par an. En 2022, sur les 288.000 voitures vendues dans le pays, près d'un tiers est 100% électrique, un autre tiers concerne des véhicules à motorisation thermique (essence ou diesel), le dernier tiers étant constitué de véhicules hybrides et GPL. De 2012 à 2022, 3,5 millions de voitures ont été immatriculées en Suède (dont 215.000 électriques). Mais, ces nouvelles voitures, de plus en plus électriques, ne semblent pas toujours représenter des « achats de remplacement », mais parfois des « achats de suréquipement ». En effet, le parc automobile suédois, qui représentait 4,5 millions de voitures en 2012, a progressé en dix ans de 12% pour atteindre, en 2022, 5 millions de voitures. Certains Suédois (dont la population a augmenté de 10% entre ces dates) ont acquis un véhicule électrique en supplément de leur ancienne voiture thermique. Cette idée, que les ménages n'abandonnent pas tous leur ancien véhicule thermique, est confirmée par l'âge moyen de plus en plus élevé du parc automobile suédois, dont la moyenne est passée de 9,8 ans en 2010 à 9,6 ans en 2016 puis subitement à 10,7 ans en 2022.

Cette acceptabilité ambivalente du véhicule électrique et le revirement politique allemand sur les subventions poussent les constructeurs traditionnels à remettre en cause un virage 100% électrique, et remettre en question l'année 2035 comme date butoir pour la fin des ventes de véhicules thermiques en Europe. Renault a abandonné, en début d'année, le projet de cotation de sa filiale destinée au véhicule électrique. Luca de Meo, son Directeur Général, par ailleurs président de l'ACEA, a indiqué à l'AFF qu'il espérait que l'interdiction des ventes de véhicules thermiques en Europe serait repoussée, mentionnant un « risque de dommage pour toute l'industrie ». Les constructeurs feront-ils pression sur le Politique pour remettre en cause 2035 ? Cet enjeu est suivi attentivement dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

Part des immatriculations de voitures 100% électriques en Europe



Sources : ACEA, Covéa Finance. Données en moyenne glissante annuelle.

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier

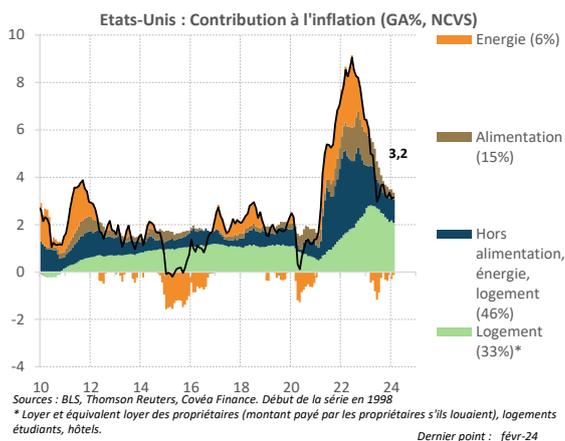


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La détente de l'inflation reste lente »

Les données de prix de février confirment la persistance des pressions inflationnistes, une tendance que nous soulignons encore dans nos dernières perspectives économiques et financières. L'indice des prix à la consommation a progressé de 0,4% au mois de février et sa croissance annuelle accélère légèrement à 3,2%, après 3,1% en janvier. L'inflation oscille entre 3 et 3,5% depuis maintenant cinq mois, sans réussir à s'infléchir davantage. Les prix de l'énergie ont rebondi sur le mois (+2,3%), tirés pas les carburants. Concernant les prix hors alimentation et énergie, la progression mensuelle est aussi de 0,4% (légèrement supérieure aux attentes), et la croissance annuelle ralentit quelque peu à 3,8%. La progression des prix des services sous-jacents (hors alimentation et énergie) se modère, mais demeure encore solide (+0,5% sur le mois, après 0,7%). De même la dynamique des prix des services, hors alimentation, énergie et loyers a ralenti mais reste soutenue à 0,5%. La composante logement progresse de 0,4%, un rythme moins élevé qu'en janvier. La dynamique a été tirée également par un rebond des prix des biens, qui enregistrent une hausse mensuelle (+0,1%) pour la première fois depuis mai dernier.



Par ailleurs l'indice des prix à la production a rebondi au mois de février (+0,6% en glissement mensuel, après +0,3% en janvier), enregistrant ainsi sa plus forte progression depuis août dernier. Ce dynamisme relève essentiellement d'une hausse marquée de l'énergie (+4,4%), mais les pressions demeurent également sur les prix hors énergie et alimentation (+0,3%). Ces publications confirment la lenteur du processus de désinflation et devraient inciter la Réserve fédérale à rester prudente dans la conduite de la normalisation de sa politique monétaire.

Les ventes au détail témoignent d'une modération de la demande des ménages en ce début d'année et sont plus rassurantes de ce point de vue pour la Réserve fédérale. Les ventes n'ont progressé que de 0,6% en glissement mensuel en valeur, et l'estimation de janvier a été révisée en baisse (-1,1%, contre -0,8% précédemment), ce qui laisse le niveau des ventes en deçà de ce qui prévalait fin 2023. La progression en février a été tirée par les véhicules (+1,8%) et les matériaux de construction (+2,2%) deux composantes qui avaient souffert en janvier. Le groupe dit « de contrôle » (hors carburants, véhicules, matériaux de construction et restauration), qui approche la tendance sous-jacente des dépenses, a stagné sur le mois, après un recul de -0,3% en janvier, suggérant un tassement de la dynamique des achats.

Les données de production industrielle sont particulièrement volatiles en ce début d'année, conséquence des intempéries de janvier. La production manufacturière a rebondi en février de 0,9%, après le recul marqué enregistré en janvier (-1,1%). De même, les services aux collectivités, qui avaient bondi de 7,4% en janvier du fait d'une forte demande de chauffage, se contractent de -7,5% le mois suivant. Finalement la production industrielle progresse de 0,1% sur le mois, mais s'établit à un niveau inférieur à celui de la fin d'année 2023, confirmant la poursuite d'une tendance atone. En rythme annuel, la production industrielle affiche une contraction de 0,2%.

Du côté des données d'enquête, l'indice NFIB de confiance des PME s'est légèrement dégradé en février, passant de 89,9 à 89,4 points, au plus bas depuis mai dernier, suggérant un ralentissement de la dynamique d'activité, sans pour autant de décrochage.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
Indice de confiance NFIB	Indice	févr.-24	89,4	89,9	92,4	90,7
Prod. Industrielle	Val, CVS, GA%	févr.-24	-0,2	-0,3	3,4	0,2
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	mars-24	76,5	76,9	59,0	65,4
Ventes au détail	Val, CVS, GA%	févr.-24	1,5	0,0	9,7	3,4
Inflation	IPC, GA%, NCVS	févr.-24	3,2	3,1	8,0	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	févr.-24	3,8	3,9	6,2	4,8

*Du 11/03/2024 au 17/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

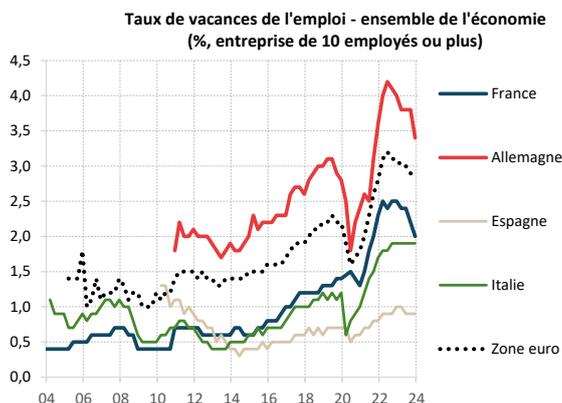
Europe

« Le marché du travail reste tendu dans la zone euro »

Comme annoncé la semaine dernière par Christine Lagarde, le Conseil des gouverneurs de la BCE a conclu ses travaux sur la modification de son cadre opérationnel. Le rôle du taux de la facilité de dépôt comme taux directeur est confirmé. Les opérations ordinaires de refinancement (MRO), qui resteront à taux fixe et à pleine allocation et dont le taux sera rapproché (à compter du 18 septembre prochain) à 15 points de base de celui de la facilité de dépôt (contre 50 pb actuellement), devraient toutefois retrouver un rôle plus central. La BCE apportera aussi régulièrement des liquidités à trois mois lors

d'opération de refinancement à plus long terme (LTRO), également à taux fixe et allocation intégrale. Des opérations de refinancement structurelles à plus long terme et un portefeuille structurel de titres seront mis en place ultérieurement. Ces opérations structurelles devront « apporter une contribution substantielle » à la couverture des besoins de liquidités du secteur bancaire découlant des facteurs autonomes et des réserves obligatoires (dont le taux est maintenu à 1% des dépôts à court terme). La diminution de l'excédent de liquidité restera progressive, au gré des tombées de titres en portefeuille. La BCE laissera les banques décider des liquidités dont elles estiment avoir besoin et elle les leur fournira lors des opérations ordinaires de refinancement conduites chaque semaine et lors des opérations de fournitures de liquidités à 3 mois (LTRO).

Par ailleurs, plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE se sont exprimés, la semaine dernière, sur les perspectives de baisse des taux directeurs européens. Olli Rehn, gouverneur de la banque centrale de Finlande, a indiqué que le sujet des futures baisses des taux a été abordé lors de la réunion des 6 et 7 mars dernier. Selon lui, il y aurait un consensus pour au moins une première étape de détente avant la pause estivale, si le mouvement de désinflation se poursuit. Philip Lane (membre du directoire de la BCE), Klaas Knot (gouverneur de la banque centrale néerlandaise), Yanis Stournaras (gouverneur de la banque centrale de Grèce) ou Pablo Hernandez De Cos (gouverneur de la Banque d'Espagne) semblent tous d'accord avec une première possibilité de baisse des taux en juin, se calant sur les déclarations de Christine Lagarde lors de sa conférence de presse du 7 mars dernier. En revanche, le débat est plus vif sur le rythme de détente de la politique monétaire dans la deuxième partie de cette année. Alors que, au lendemain de la réunion du Conseil des gouverneurs, Reuters écrivait que des « sources » indiquaient que les partisans d'une première baisse plus précoces n'avaient cédé qu'après l'évocation de la possibilité que deux baisses consécutives interviennent en juin et en juillet, les dernières déclarations des uns et des autres montrent qu'il n'y a pas de consensus sur le sujet pour le moment.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Prod. industrielle	Vol, NCVS, GA%	janv.-24	-6,7	0,2	2,1	-2,3
AL	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-24	-1,3	-0,5	-0,5	-3,2
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	févr.-24	96,2	93,7	100,8	94,4
IT	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-24	-3,4	-2,0	0,2	-2,9
RU	Taux de chômage	% de la pop. active	déc.-23	3,9	3,8	3,8	3,9
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-24	0,5	0,6	-3,5	-0,3

*Du 11/03/2024 au 17/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La production industrielle de la zone euro a chuté de 3,2% en séquentiel en janvier, après deux mois de hausse (+1,6% en décembre). Une nouvelle fois, cette statistique est lourdement affectée par la volatilité de l'activité manufacturière en Irlande (+19% en décembre puis -29% en janvier). On retrouve la même influence disproportionnée de l'Irlande dans l'évolution annuelle : la production de la zone euro a chuté de 6,7% en douze mois, avec -34,1% pour l'Irlande (après +36,0%). Néanmoins, la production est en baisse sur un an dans 13 des 20 pays-membres de l'Union économique et monétaire.

Dans l'ensemble de la zone euro, le taux de vacances de l'emploi est revenu à 2,7% au quatrième trimestre 2023, en baisse de 0,2 point par rapport au trimestre précédent et de 0,4 point par rapport au plus haut atteint fin 2022. Si ce recul illustre une diminution des tensions sur le marché du travail, celle-ci reste limitée : le taux de vacances reste globalement significativement plus élevé qu'avant la crise pandémique.

Concernant le Royaume-Uni, les salaires continuent à ralentir graduellement, puisqu'en glissement annuel leur croissance est revenue à 6,1% en janvier, après 6,2% en décembre. Néanmoins, c'est un niveau qui reste toujours élevé et qui pourrait continuer d'alimenter l'inflation dans les services.

Toujours au Royaume-Uni les données de PIB mensuel pour le mois de janvier montrent qu'un léger rebond de l'activité est intervenu au début de l'année, après une contraction du PIB au T4. Sans grande surprise, ce sont les services qui ont été le principal contributeur à la croissance mensuelle, tandis que la production industrielle est de nouveau en contraction, ce qui fait écho à ce que l'on observe dans les enquêtes PMI britanniques.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

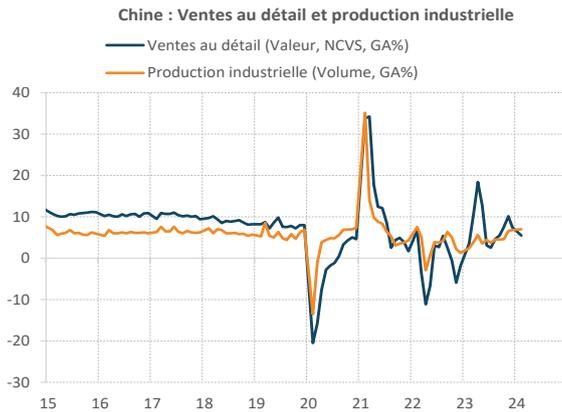


Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, la dégradation du secteur immobilier continue de peser sur l'activité »

L'économie chinoise reste soutenue par la vigueur de l'industrie mais déprimée par la dégradation du secteur immobilier. La croissance de la production industrielle accélère à +7% en glissement annuel (GA) en janvier et février (les données des deux mois sont publiées ensemble pour limiter la volatilité liée au nouvel an lunaire) après 6,8% en décembre et ce malgré la modération de la production automobile qui avait été un des principaux moteurs du secteur en 2023. Côté consommation, la croissance des ventes au détail se modère à 5,5% en GA (après 7,4% en décembre) mais ce ralentissement était largement attendu, en lien avec un effet de base moins favorable reflétant la réouverture de l'économie un an auparavant. Concernant les investissements, la dynamique reste dispersée : (i) les investissements dans le secteur manufacturier accélèrent à 9,4% en GA (8,2% en décembre) ; (ii) les investissements en infrastructure restent en forte progression (+9%) mais en ralentissement par rapport à décembre (10,7%) et (iii) les investissements dans l'immobilier demeurent en forte contraction (-9%). Le secteur immobilier reste en effet le principal frein à l'activité comme l'illustrent également les baisses des ventes de logements (-20,5% en GA en volume) et des mises en chantier (-29,7%).



La croissance des financements agrégés à l'économie chinoise a ralenti en février à 9% (contre 9,5 % en janvier). Cette modération reflète notamment la faiblesse du crédit bancaire qui est surtout visible au niveau des prêts aux ménages (c'est-à-dire principalement les prêts immobiliers). En outre, les émissions d'obligations publiques sont plus faibles début 2024 que début 2023, ce qui pourrait indiquer un soutien budgétaire moins prononcé dans un contexte de difficultés financières des autorités locales.

Au Japon, les négociations salariales de printemps aboutissent à des hausses historiquement élevées. Selon les premiers résultats publiés par la Confédération des syndicats (Rengo), les salaires des travailleurs concernés augmenteront de 5,3% en moyenne (les hausses demandées étaient en moyenne de 5,9%), soit une nette accélération après la hausse de 3,8% annoncée l'an passé et un plus haut en 33 ans. Les résultats complets de ces négociations annuelles ne seront toutefois pas connus avant le mois de juillet. Les données publiées par Rengo ne couvrent que ses membres, c'est-à-dire environ 7 millions de travailleurs, soit un peu plus de 10% de la population japonaise en emploi. La progression des salaires dans l'ensemble de l'économie dépendra donc en partie de l'effet d'entraînement de ces négociations. Dans sa communication, la Banque du Japon a souligné l'importance de ces négociations pour leurs perspectives d'inflation. Cette forte hausse pourrait ainsi contribuer à justifier un mouvement de normalisation à l'occasion des réunions du 18-19 mars ou du 25-26 avril.

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	janv.-24	2,1	2,4	2,6	5,6
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	févr.-24	7,0	NA	3,4	4,6
CH	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	févr.-24	5,5	NA	-0,8	7,8
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	févr.-24	1,2	0,4	0,9	0,7

*Du 11/03/2024 au 17/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Louis Martin
Economiste Zone Asie



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.