

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

15 avril 2024

L'intelligence du XXIème siècle avec les moyens électriques du XXème !

Alors que l'Intelligence Artificielle avance à grand renfort de dizaines de milliards d'investissements dans les centres de données, la capacité des réseaux électriques mondiaux peine à répondre aux nouveaux besoins qui émergent. En janvier 2024, un rapport de l'Agence Internationale de l'Energie (IEA) faisait état d'un doublement de la consommation électrique mondiale des centres de données entre 2022 et 2026. Dans ce scénario « du pire » selon l'IEA, la consommation des centres de données atteindrait 4% de la demande mondiale d'électricité. Pour certains pays, la situation sera bien plus critique : aux Etats Unis, qui hébergent 33% des centres de données mondiaux, la demande issue de ceux-ci engendrera une captation de 6% de la production d'électricité. Toutefois, le pays dont la position devrait être la plus critique est l'Irlande. La faiblesse de son taux d'imposition sur les sociétés, la force de son régime de protection des données, son climat tempéré (exigeant moins de besoins en matière de refroidissement des centres) et sa situation géographique ont fait de ce pays un paradis pour l'installation de centres de données. En conséquence, à l'horizon 2026, c'est 32% de la consommation électrique du pays qui devrait être absorbée par les besoins des centres de données (contre déjà 17% aujourd'hui) ! En Irlande, comme dans certains Etats américains (Géorgie, Oregon, Pennsylvanie), la situation se tend entre les populations locales (qui supportent les coûts et les nuisances de ces centres), les régulateurs et les géants du numérique (tels que Microsoft, Amazon, Alphabet et Meta qui sont parmi les principaux propriétaires de centres de données). Les coûts sont multiples, des besoins en matière de génération électrique à l'amélioration des infrastructures de transmission et de distribution. Aussi, les risques de saturation, et donc de perturbation des réseaux sont majeurs.

Conséquence de l'inadéquation entre le caractère critique des besoins énergétiques des centres de données et le risque d'une incapacité des réseaux électriques à y répondre, les géants du numérique sont contraints de repenser leurs approvisionnements.

A court terme, leur volonté de verdissement de leur consommation énergétique se heurte à leurs enjeux de croissance, et impose aux exploitants de réseaux électriques de décaler la fermeture de centrales à charbon, tout en poursuivant l'ouverture de centrales à gaz (exemple de Dominion en Virginie). A plus long terme, la bataille de l'accès à la ressource énergétique semble s'orienter vers le nucléaire. Microsoft investit à la fois dans l'accès à la ressource (mise en place d'un partenariat avec le principal exploitant de centrales nucléaires aux Etats Unis, la société Constellation Energy pour couvrir 35% des besoins énergétiques de ses centres de données de Boydton en Virginie), que dans de nouvelles compétences (recrutement de Archana Manoharan, comme directrice des technologies nucléaires). L'ambition est de mettre en place un réseau de petits réacteurs modulaires (Small Modular Reactors) afin de servir les besoins de ses centres et de réduire sa dépendance aux réseaux publics. Amazon, via AWS poursuit la même stratégie de sécurisation, notamment à travers l'acquisition récente de Talen Energy, un campus de centres de données directement connecté à la centrale nucléaire de Susquehanna en Pennsylvanie.

Entre accès aux données et accès à l'énergie, le risque de voir s'élever des sociétés au-dessus des Etats n'est pas à négliger. En attendant, la puissance de ces sociétés pourrait, a minima, limiter l'émergence d'une concurrence réelle et sérieuse, voire risquer d'installer durablement des rentes.

Vincent Haderer



Responsable du pôle Gestion Actions Internationales

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	12/04/24	15/03/24	T-12 mois	15/03/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,064	1,089	1,105	-2,3	-3,6
€ / £	0,855	0,855	0,882	0,0	-3,1
€ / Yen	163,13	162,31	146,46	0,5	11,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	90	85	86	6,0	5,1
Indice CRB*	548	536	548	2,3	0,0
Prix de l'once d'Or	2 356	2 162	2 041	9,0	15,4
Prix de la tonne de cuivre	9 458	9 072	9 059	4,2	4,4
Indice Baltic Dry**	1 729	2 374	1 463	-27,2	18,2
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1757	1773	1034	-0,9	70,0

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

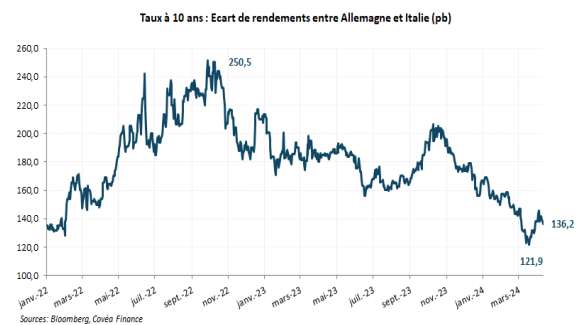
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été marquée par une forte volatilité sur les taux souverains, soutenue par les publications de données d'inflation aux Etats-Unis et en Europe, la réunion de la Banque Centrale Européenne et les craintes d'escalade militaire au Proche-Orient. Aux Etats-Unis, la dynamique s'inscrit à la hausse sur les taux obligataires, malgré les épisodes de baisse de début et de fin de semaine dans un contexte où la vigueur de l'inflation au mois de mars éloigne les anticipations de baisse des taux de la Fed. Les taux à 10 ans ont ainsi monté jusqu'à 4,58%. En fin de semaine, la crainte d'une attaque iranienne sur Israël a déclenché un mouvement d'aversion pour le risque. Au final, le taux à 10 ans clôturait à 4,51%, en hausse de 11 points de base (pbs) sur la semaine. En zone euro, les taux finissaient la semaine en baisse après avoir réagi dans un premier temps à la hausse (concomitamment à la performance des taux américains) alors que la BCE ouvre la voie pour une baisse de ses taux en juin: le taux allemand à 10 ans perdait 4 pbs à 2,35% comme celui de la France à 2,86%. L'Italie sur-performait avec une baisse de 6 pbs à 3,76% pour le 10 ans. Sur le marché du crédit, dans le contexte d'aversion pour le risque, les primes de risque évoluaient à la hausse, aussi bien sur les indices cash que les synthétiques. Par exemple, l'Itraxx Main terminait à 59 pbs (+4pbs) et le Crossover à 326 pbs (+25pbs).

Le Focus de la semaine : Un point sur la prime de risque de la dette italienne

Depuis le déclenchement du conflit en Ukraine, la prime de risque de l'Italie (l'écart de rendement entre les taux à 10 ans des dettes souveraines de l'Italie et de l'Allemagne) diminue graduellement. En effet, après avoir touché un point haut à 252 points de base (pb) en octobre 2022, elle s'est contractée jusqu'à un point bas à 116 pbs en mars 2024. Comment comprendre cette réduction significative ? Est-ce la trajectoire de l'économie de l'Italie qui a été saluée par le marché ou la dégradation de la situation de l'Allemagne ?



Une partie de l'explication réside dans les éléments techniques afférents à la dette. En absolu, les deux dettes souveraines sont comparables en montant, 2 445 Mds€ pour l'Allemagne contre 2 436 Mds€ pour l'Italie. En relatif, la comparaison des ratios de dette sur produit intérieur brut se présente très favorablement pour l'Allemagne à 66% contre 141% pour l'Italie. Cette différence se reflète dans les notations des dettes, AAA contre BBB-. L'Italie a un programme d'émissions en 2024 supérieur en montant à celui de l'Allemagne (355 Mds€ contre 277 Mds€). Au premier trimestre, l'Italie a réalisé 34% de son programme d'émissions de l'année contre 29% pour l'Allemagne. Les émissions de dette souveraine italienne, qu'elles soient réalisées au format d'adjudication ou de syndication depuis le début de l'année, ont été sursouscrites, à minima deux fois. Cela témoigne de la demande soutenue de la part des investisseurs, notamment italiens. La détention de la dette italienne par les acteurs domestiques s'établit à 77%, alors qu'en Allemagne, bien que la proportion soit en augmentation, la part détenue par les acteurs domestiques n'est que de 44%. La réappropriation de la dette est le fruit d'une volonté gouvernementale qui s'illustre notamment par les programmes d'émissions « BTP Valore » destinés aux particuliers. Initiés en 2023, ils ont déjà sollicité, au 31/03/2024, l'épargne des Italiens, via des incitations fiscales et des rendements avantageux, pour un montant total de 53,7 Mds€, soit 2% du stock total de dette souveraine italienne.

De plus, l'Italie est le principal bénéficiaire du programme NGEU*. Le pays devrait bénéficier de 71,8 Mds€ de subventions et de 122,6 Mds€ de prêts contre seulement 28 Mds€ de subventions pour l'Allemagne. Les prêts utilisés par l'Italie sont, à la différence des subventions, comptabilisés dans les projections de déficit et diminuent les besoins d'émissions de dette. En 2024, l'Italie devrait utiliser entre 20 et 25 Mds€ de prêts. La stabilité politique du gouvernement de Georgia Meloni semble participer également à cette perception positive. En décembre 2023, un programme de privatisation à hauteur de 20 Mds€ a été annoncé ainsi qu'un programme de coupes budgétaires de 7 Mds€ au sein des différents ministères qui devraient participer au désendettement du pays au cours des trois prochaines années. Par ailleurs, dans le cadre du programme PEPP**, la Banque Centrale Européenne réinvestit intégralement les remboursements des obligations échues et poursuit ainsi ses achats, avec des montants réinvestis sur les obligations italiennes supérieurs à ceux déployés sur les obligations allemandes. A fin mars 2024, les obligations italiennes représentent 17,4% des titres détenus par la BCE au titre de ce programme, alors qu'elles ne devraient représenter que 15,3% en respectant la clé de répartition du capital de la BCE déte nu par les pays de la zone euro, comme c'est le cas pour l'Allemagne. La perspective de l'ouverture d'une procédure pour déficit excessif par la Commission européenne à l'encontre de l'Italie et le moindre soutien de la BCE, avec notamment la réduction de la taille du programme PEPP au deuxième semestre, pourraient éventuellement inverser la tendance et ramener au centre des préoccupations des investisseurs la hausse du service de la dette italienne et la soutenabilité de cette dernière.

*Programme Next Generation European Union lancé en 2020 par l'Union Européenne pour relancer l'économie dans le contexte de crise sanitaire.
 **Programme d'achat de titres de la BCE initié à l'occasion de la crise sanitaire en 2020

Matthieu Ohana
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	12/04/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Variations (en pbs)											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	0,00	0,00	0,00	0,50		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	0,00	0,00	0,00	1,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	0,00	0,00	0,00	1,00		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25	0,00	0,00	0,00	1,00		
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,20	0,20	0,20		
Taux 10 ans											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	4,52	4,40	4,31	3,88	3,44	12	22	64	108	-38	11
Allemagne	2,36	2,40	2,44	2,02	2,37	-4	-8	34	-1	-49	15
France	2,87	2,91	2,88	2,56	2,95	-4	-2	31	-8	2	48
Italie	3,76	3,82	3,70	3,70	4,22	-6	6	6	-46	34	50
Royaume-Uni	4,14	4,07	4,10	3,54	3,57	7	3	60	57	-20	48
Japon	0,86	0,79	0,79	0,61	0,47	7	7	24	38	58	107
Crédit											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	58,8	54,5	53,2	58,1	83,0	4,3	5,6	0,7	-24,1		
Indice Itraxx Crossover	325,3	299,6	304,1	309,9	436,5	25,6	21,2	15,4	-111,2		

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

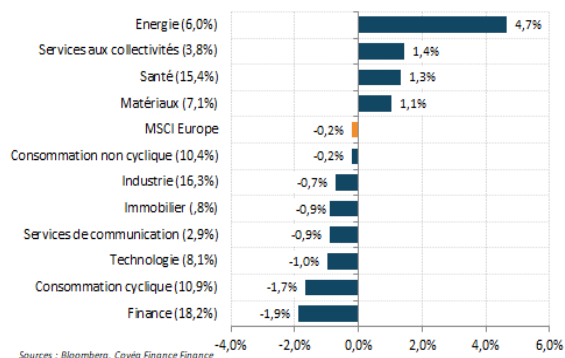
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés européens (MSCI Europe dividendes non réinvestis) sont en légère baisse (-0,2%). Ils progressent cependant de près de 17% depuis le rebond de début novembre. Nous assistons à un retour de la volatilité, l'indice de volatilité implicite (VStoxx) est passé de 12 fin mars, un niveau historiquement bas, à 19 vendredi, ce niveau n'avait pas été atteint depuis novembre 2023.

Tiré par les tensions au Proche Orient, le secteur de l'énergie affiche la plus forte progression (+4,7%). Le cours du baril de pétrole (référence Brent) se maintient au-dessus des 90 dollars, ce qui alimente la dynamique favorable sur le secteur. Le gaz (référence TTF - Amsterdam) monte de 12% sur la semaine ainsi que plusieurs matières premières (minerai de fer notamment). Dans ce contexte, plusieurs sociétés minières s'apprécient, telles que Boliden et Rio Tinto qui progressent de 8% sur la semaine.

Sur le plan géographique, nous retrouvons en tête la Norvège (+2,8%) qui est aidée par le poids important de l'énergie au sein de son indice. Depuis le début de l'année, on peut noter que les petites et moyennes valeurs sous-performent de près de 500 points de base l'indice MSCI EMU (dividendes non réinvestis) : ce sujet est développé dans notre édito de la semaine ci-après.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 05/04/2024 au 12/04/2024 (GICS)



Le Focus de la semaine : Eclairage sur les performances boursières des petites capitalisations

Depuis plusieurs années, on constate un écart significatif de performance boursière entre les grandes et les petites capitalisations boursières en Europe (ainsi qu'aux Etats-Unis). Les flux à destination de ces dernières ont été particulièrement négatifs en 2022 et 2023. Ces dynamiques vont de pair avec l'évolution de la politique des banques centrales. En effet, l'orientation restrictive de la politique monétaire a été négative pour cette classe d'actifs puisque, dans ce contexte, les investisseurs ont une préférence pour les actifs les plus liquides.

De plus, la structure du compartiment des petites capitalisations est différente du marché général : ces dernières comptent plus de valeurs foncières, d'entreprises de services numériques (ESN), de mines et métaux. A l'inverse, le poids des semi-conducteurs, de la finance et de la consommation discrétionnaire y est plus faible. Elles sont donc moins exposées aux thèmes qui ont concentré la performance des grands indices comme l'intelligence artificielle, le luxe et les banques.

Alors que durant des années les petites capitalisations bénéficiaient d'une prime de valorisation par rapport aux grandes (en raison d'une croissance supérieure), elles subissent désormais une décote : le ratio cours rapporté aux bénéfices est de 12x pour l'indice MSCI EMU Small Caps contre 14x pour de l'indice MSCI EMU. Il faut toutefois garder en tête que cette classe d'actifs est plus domestique que le marché en général, et les sociétés sont donc plus affectées par la faiblesse de l'économie des deux poids lourds de la Zone Euro, la France et l'Allemagne.

En outre, cette catégorie souffre de la concurrence directe du capital investissement, qui s'est fortement développé, et qui a contribué à réduire le vivier de sociétés cotées par les différents retraits de cote opérés. La faiblesse des introductions en Bourse n'a pas non plus apporté de dynamisme au segment.

Par ailleurs, les années récentes ont montré une importante hausse de la pénétration de la gestion passive. Or, elle n'apporte que peu de flux aux petites capitalisations, catégorie peu liquide, et où la capacité à faire atteindre une taille critique à l'ETF (et donc lui permettre d'être rentable) est plus complexe. Ce faisant, elle creuse encore l'écart de performance en faveur des grandes sociétés.

Les petites capitalisations ont des caractéristiques propres. Souvent centrées sur une activité clé, elles permettent de s'exposer à des leaders sur des métiers de niche, bénéficiaires potentiels des ambitions de réindustrialisation des Etats ou de recherche de souveraineté. Ce sont des axes centraux d'investissement qui découlent de nos Perspectives Economiques et Financières.

François-Xavier de Gourcy
Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	12/04/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	164	166	164	153	149	-0,9	0,0	7,6	10,4	
MSCI EMU Mid Cap	1 023	1 032	997	966	961	-0,8	2,6	5,9	6,4	
MSCI EMU Small Cap	420	430	421	426	414	-2,4	-0,4	-1,4	1,3	
MSCI Europe	169	170	169	161	156	-0,2	0,0	5,5	8,6	
France CAC 40	8 011	8 061	8 164	7 543	7 481	-0,6	-1,9	6,2	7,1	
Allemagne DAX 30	7 057	7 168	7 074	6 629	6 398	-1,5	-0,2	6,5	10,3	
Italie MIB	33 764	34 011	33 940	30 352	27 627	-0,7	-0,5	11,2	22,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 996	7 911	7 727	7 733	7 843	1,1	3,5	3,4	1,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 354	9 226	9 038	8 920	8 891	1,4	3,5	4,9	5,2	

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 caractérisée par de nombreuses fermetures de marchés (Corée du Sud, Indonésie, Malaisie, Singapour, Inde). Toutefois, les pays d'Asie du Nord (Japon, Taïwan) ont tiré leur épingle du jeu, profitant de la hausse des valeurs technologiques suite aux bons chiffres de ventes publiés par TSMC et du sentiment positif à l'égard du cycle des semi-conducteurs. Parallèlement, le Japon a continué de profiter de la faiblesse historique du Yen, tandis que la Corée du Sud était pénalisée par des résultats d'élections législatives qui débouchent sur une cohabitation et fragilisent le gouvernement.

En termes d'investissements stratégiques, TSMC a annoncé la construction d'une troisième fonderie en Arizona pour un montant compris entre 20 et 25 Milliards de dollars. Le géant Taïwanais, qui bénéficie déjà de \$6,6 Milliards de subventions et de \$5 Milliards de prêts bonifiés montera ainsi ses investissements américains à environ \$65 Milliards. Dans le domaine diplomatique, les tensions entre la Chine et les Etats-Unis se traduisent par un renforcement de la coopération militaire entre le Japon, l'Australie et les Etats-Unis qui ont annoncé le développement d'une architecture de défense commune fondée sur un réseau de missiles anti-aériens et de futurs exercices militaires conjoints.

Aux Etats-Unis : Les actions américaines ont subi des dégagements (S&P 500 -1,6% et Nasdaq -0,5%), en réaction à des chiffres d'inflation plus élevés qu'attendus et à une remontée concomitante des rendements obligataires. Les valeurs de petites et moyennes capitalisations, plus vulnérables à une politique monétaire durablement restrictive sont en repli plus sensible (-3,0% pour le S&P400). En termes sectoriels, la technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire surperforment l'indice général, grâce notamment à la hausse des plus grandes valeurs de la côte (+1,0% collectivement). A l'inverse, les secteurs pénalisés par la hausse des taux d'intérêt (immobilières et financières notamment) ont subi des prises de bénéfices. Les investissements stratégiques se poursuivent à un rythme soutenu, comme en atteste Microsoft qui investit près de \$3 Milliards au Japon pour développer son activité IA.

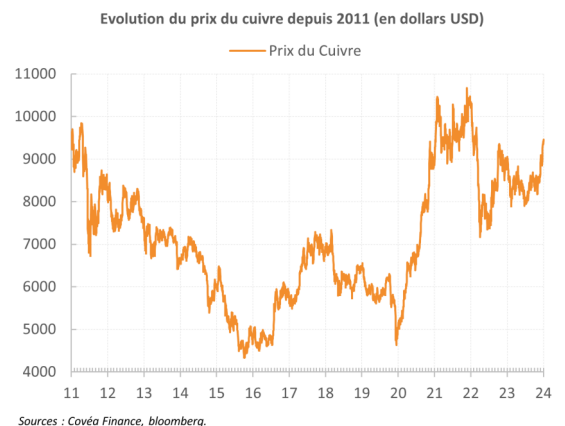
Le Focus de la semaine : L'intelligence artificielle, une grande consommatrice de cuivre

Les puces GPU (« Graphics Processing Units ») qui sont utilisées pour exécuter les algorithmes d'intelligence artificielle, l'analyse de données massives (« Big data »), les jeux en ligne, la création de crypto-monnaies ou la gestion du « cloud » représentent désormais près de 50% des dépenses des centres de données (contre moins de 10% en 2018) et consomment entre 2 et 3 fois plus d'électricité que les puces traditionnelles (de type CPU ou « Central Processing Units »).

Pour cette raison, la croissance de la demande d'électricité liée aux centres de données est attendue à plus de 15% par an et justifierait une augmentation de plus de 100 GW de la base de production dédiée, à 170 GW en 2030 (contre 65GW en 2023). Dans ce contexte, les implications pour la demande de cuivre sont significatives car le métal rouge est crucial pour les centres de données (alimentation électrique, transfert de données et système de refroidissement), avec une intensité d'utilisation de l'ordre de 25 mille tonnes par GW. A l'horizon 2030, la croissance mondiale des centres de données nécessiterait donc 2,7 Millions de tonnes supplémentaires de cuivre (production mondiale 2023 de 25,5 millions de tonnes), avant même de compter les besoins concomitants de densification des réseaux électriques.

Cette forte demande structurelle, combinée aux incertitudes persistantes de l'offre devrait soutenir les prix du cuivre jusqu'à des niveaux suffisants pour déclencher le financement de nouvelles capacités et un rééquilibrage du marché à moyen terme (4 ans pour finaliser une expansion de mine et 10 ans pour un nouveau site).

Cette dynamique liée à l'IA souligne encore le caractère stratégique du cuivre, régulièrement évoqué dans nos perspectives économiques et financières.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)											
	en devise locale		en €			en devise locale		en €			en devise locale			en €			
	12/04/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 123	5 204	5 117	4 770	4 146	-1,6 ↓	0,1 ↑	7,4 ↑	23,6 ↑	0,2 ↑	2,4 ↑	11,4 ↑	28,2 ↑				
Etats-Unis - Dow Jones	37 983	38 904	38 715	37 690	34 030	-2,4 ↓	-1,9 ↓	0,8 ↑	11,6 ↑	-0,6 ↓	0,4 ↑	4,5 ↑	15,8 ↑				
Etats-Unis - Nasdaq	16 175	16 249	15 973	15 011	12 166	-0,5 ↓	1,3 ↑	7,8 ↑	33,0 ↑	1,4 ↑	3,6 ↑	11,8 ↑	38,0 ↑				
Japon Nikkei 300	591	579	573	500	421	2,0 ↑	3,1 ↑	18,1 ↑	40,3 ↑	2,7 ↑	2,6 ↑	12,8 ↑	26,0 ↑				
Corée du Sud KOSPI	2 682	2 714	2 667	2 614	2 562	-1,2 ↓	0,6 ↑	2,6 ↑	4,7 ↑	-1,7 ↓	-1,2 ↓	-0,4 ↓	2,7 ↑				
Chine - Shanghai	3 019	3 069	3 055	2 975	3 318	-1,6 ↓	-1,2 ↓	1,5 ↑	-9,0 ↓	0,1 ↑	0,6 ↑	3,4 ↑	-10,3 ↓				
Hong Kong Hang Seng	16 722	16 724	16 721	17 047	20 344	0,0 ↓	0,0 ↑	-1,9 ↓	-17,8 ↓	1,7 ↑	2,1 ↑	1,4 ↑	-14,5 ↓				
Marchés Emergents - MSCI	1 042	1 046	1 035	1 024	997	-0,4 ↓	0,7 ↑	1,8 ↑	4,5 ↑	1,4 ↑	3,0 ↑	5,5 ↑	8,4 ↑				

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Médicaments : bientôt la fin de la posologie universelle ?

Une étude récente publiée par l'université danoise d'Aarhus a mis en évidence un lien plutôt inattendu. On connaissait de longue date celui de l'impact du mode de vie sur l'apparition des maladies chroniques – maladies regroupant les affections de longue durée non transmissibles, comme le cancer, diabète ou encore les troubles cardiovasculaires ou neurologiques - mais pas celui du mode de vie sur l'efficacité même des principes actifs des médicaments chez les patients. Pourtant, ces chercheurs ont démontré que le mode de vie influençait sensiblement le taux d'enzymes dans le corps, des protéines à la fonction de catalyseur lors des réactions chimiques, telle la prise d'un médicament. Ainsi, la biodisponibilité du traitement, - fraction qui va avoir un effet pharmacologique sur l'organisme - dépend donc également, au-delà des facteurs connus tels que le sexe, âge, poids, pathologies existantes, du mode de vie de chaque patient.

Cette étude ne fait pas figure d'exception, elle s'inscrit dans un courant de travaux de recherche largement incitatifs à un changement de paradigme en faveur d'une médecine de plus en plus personnalisée. Cette évolution est portée notamment par le défi posé par la hausse des maladies chroniques. L'Organisation Mondiale de la Santé (OMS) affirme qu'elles représentent la première cause de mortalité dans le monde en 2023, avec 74% des causes de décès.

Aussi, pour comprendre l'ampleur actuelle de la médecine personnalisée, citons le cabinet de recherche Vantage Market, qui estime ce marché à plus de 330 mds \$ en 2023, et devrait quasiment doubler d'ici 2032. Les Etats Unis se démarquent, avec près de 50% des revenus mondiaux, par l'ampleur de leurs infrastructures de soin avancées et investissements en recherche, en lien direct avec la prévalence constatée des maladies chroniques au sein de sa population, bien supérieure à la moyenne - 60% des adultes américains seraient touchés, contre 1 adulte sur 3 dans le monde selon l'OMS. Le mode de vie, mais aussi des combinaisons multifactoriels - génétique, physiologique, environnemental - sont en cause. La médecine personnalisée, aussi appelée médecine prédictive, apporte la promesse de réponses plus ciblées. Aussi, l'agence publique américaine en charge de l'approbation des nouveaux médicaments - la FDA - constate une tendance forte à des demandes d'autorisation portant sur des traitements aux cibles de plus en plus restreintes.

Pour autant, la médecine personnalisée n'a rien d'une médecine individuelle : l'enjeu majeur réside dans la collecte et le traitement de données colossales, permettant d'établir avec finesse des strates de patients en fonction de leur profil. Ces données intéressent des acteurs à la fois privés, comme Google avec ses solutions étudiées pour répondre aux besoins des entreprises de la santé, et gouvernementaux, avec le lancement en avril 2023 de Clinnova, un projet européen basé sur l'Intelligence Artificielle (IA) permettant la fédération, la standardisation et l'interopérabilité des données médicales en médecine préventive à plus grande échelle.

Avec les avancées de la recherche protéomique (c'est-à-dire au-delà du gène, au niveau moléculaire) et de l'IA, les opportunités pour les sociétés du secteur de la santé sont dès aujourd'hui très prometteuses : tests, échantillonnage, stockage, thérapies ou encore instruments d'imagerie et de mesures médicales. Aussi, dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, nous étudions les entreprises innovantes dans ce secteur d'activité, notamment au travers de notre déclinaison autour de la thématique Santé, « Innover, flexibiliser, automatiser, contrôler ».

Ce dynamisme induit un haut niveau de concurrence entre les grands leaders mondiaux et des entreprises plus petites, parfois hyperspécialisées. Dans le cas des traitements de l'obésité, la médecine personnalisée assure là encore le maintien d'un environnement concurrentiel : pas de médicament star, mais la coexistence de plusieurs traitements combinant deux ou trois hormones à différents niveaux, qui seront testés sur les patients, parfois alternativement, permettant une personnalisation de plus en plus fine.

Toutefois, ces avancées ne doivent pas masquer le principal obstacle à une large adoption, à savoir leur coût très élevé pour des systèmes médicaux déjà sous forte pression budgétaire.

Laurence Coldrey

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

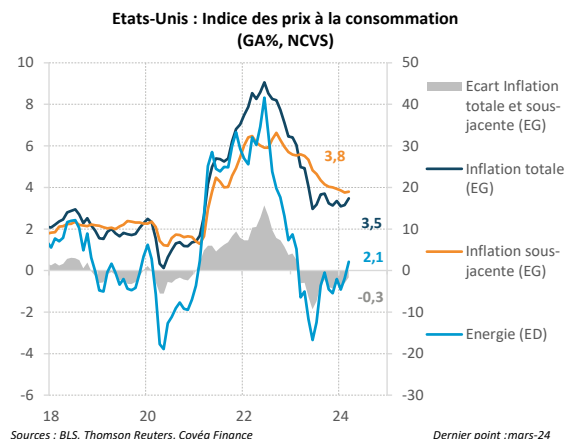
« L'inflation américaine ne faiblit pas »

L'indice des prix à la consommation américain a progressé de 0,4% en glissement mensuel en mars, tout comme l'indice sous-jacent (hors alimentation et énergie). Cette hausse, supérieure aux attentes du consensus, entraîne une **augmentation de l'inflation annuelle de 3,2% à 3,5%, soit un point haut depuis septembre**. L'inflation sous-jacente ne baisse plus et se stabilise à 3,8%. **La décomposition de l'indice des prix indique une persistance des pressions inflationnistes dans les services** : hors alimentation et énergie, les services progressent de 0,5%, tirés par les services médicaux (+0,6%) et les services de transports (+1,5%). La dynamique des loyers (réels et imputés aux propriétaires) ne faiblit pas (+0,4%), si bien que la contribution du logement à l'inflation, qui avait participé ces derniers mois à la diminution des pressions inflationnistes, ne recule plus. Pour les services hors alimentation, énergie et loyers,

(indicateur mis en avant par le président de la Réserve fédérale, Jerome Powell, pour jauger de la dynamique sous-jacente) les prix accélèrent, avec une progression mensuelle robuste de 0,6%, signe de pressions persistantes. Par ailleurs, les prix de l'énergie participent également à la remontée de l'inflation avec une hausse mensuelle de 1,1% et pour la première fois depuis février 2023, une contribution positive à l'inflation annuelle, une tendance qui pourrait se prolonger en avril au vu de la récente orientation du baril de pétrole. Du côté des biens, l'alimentation progresse modérément (+0,1%), et les biens hors alimentation et énergie reculent de 0,2%, en lien avec une baisse des prix des véhicules neufs et d'occasion.

Ce 3^{ème} rapport d'inflation supérieur aux attentes, confirme une orientation haussière des prix au premier trimestre 2024, en rupture avec le dégonflement observé au deuxième semestre 2023. **Ces chiffres d'inflation s'ajoutent à un rapport d'emploi très solide la semaine précédente, ce qui devrait conduire les banquiers centraux à maintenir le statu quo en juin et prolonger des conditions monétaires restrictives, un développement en ligne avec nos perspectives économiques et financières.**

Les minutes de la réunion de politique monétaire du 20 mars n'apportent pas d'éléments nouveaux concernant la conduite du taux directeur. On y apprend que « presque tous les participants envisagent un assouplissement cette année », une information déjà contenue dans les prévisions individuelles (dots) publiées en mars, mais qui pourrait toutefois évoluer en réaction à l'orientation récente des données. Concernant la politique quantitative, les membres du comité souhaitent entamer le ralentissement du rythme de baisse du bilan « assez rapidement ». Ils privilégieraient de diminuer de moitié le rythme actuel (60 Mds\$ de réduction par mois pour les Titres du Trésor américain et 35 Mds\$ pour les titres adossés à



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point : mars-24

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Indice de confiance NFIB	Indice mars-24	88,5	89,4	92,4	90,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice avr.-24	77,9	79,4	59,0	65,4
Inflation	IPC, GA% NCVS mars-24	3,5	3,2	8,0	4,1
Inflation sous-jacente	IPC, GA% NCVS mars-24	3,8	3,8	6,2	4,8

*Du 08/04/2024 au 14/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

des créances hypothécaires (MBS)), mais sans modifier le rythme pour les MBS. Ainsi, la diminution du rythme global, incomberait davantage à la partie titres du Trésor.

L'indicateur NFIB de confiance des PME s'est dégradé en mars (-0,9 point) et atteint son plus bas niveau depuis 2012. La détérioration est particulièrement marquée pour la composante évolution des ventes à 6 mois qui passe de -10 à -18. Les composantes « intentions d'embauches » et « investissement » reculent, et les perspectives économiques restent dégradées, bien qu'en léger progrès sur le mois. Les entreprises interrogées ne font plus part de difficultés de recrutement marquées, cette composante étant désormais revenue sur les niveaux d'avant crise. On relève en revanche une remontée de la part des entreprises envisageant d'augmenter leur prix (33%, contre 30% en février). Concernant les financements, le taux d'emprunt moyen à court terme reste au plus haut à 9,8%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

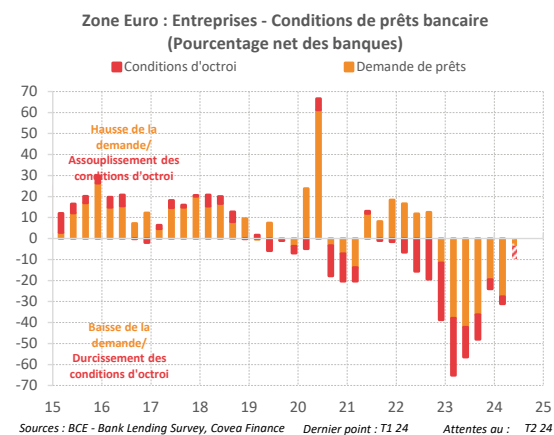


Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE laisse la porte ouverte à une baisse de ses taux directeurs en juin »

Alors que la BCE a, sans surprise, laissé une nouvelle fois sa politique et ses intentions en matière d'évolution de bilan inchangées, la perspective d'une première baisse des taux en juin sort renforcée de la communication post-réunion du Conseil des gouverneurs. D'un côté, la poursuite des évolutions favorables en matière d'inflation, d'inflation sous-jacente, de salaires et de comportement des entreprises est soulignée. Mais l'inflation domestique - et particulièrement des services - reste trop élevée. Néanmoins, les banquiers centraux européens assument que l'inflation pourrait ne plus reculer ces prochains mois et devenir erratique autour des niveaux actuels. Mais, sans remise en cause des perspectives dessinées en mars, c'est-à-dire sans révision à la hausse des prévisions d'inflation dans la mise-à-jour des prévisions des équipes de la BCE, et sans signes que la transmission de la politique monétaire restrictive diminue, il sera possible de baisser les taux en juin. A en croire l'explication de texte donnée par Christine Lagarde, c'est le sens d'une nouvelle phrase introduite dans le communiqué, qu'elle affirme « importante pour décrire et clarifier la fonction de réaction de la BCE ». Après cette éventuelle première baisse, il est réaffirmé que les banquiers centraux européens resteront dépendants des données et seulement des données qui concernent la zone euro. D'ailleurs, interrogée sur la dépendance, directe ou via les réactions de marchés, aux décisions de la Réserve Fédérale américaine (Fed), la présidente de l'institution a réaffirmé l'indépendance de la BCE par rapport aux autres banques centrales, et en particulier à la Fed. Elle a complété ses réponses en affirmant que l'impact des décisions (ou non-décisions) de la Fed sont prises en compte dans la manière dont elles affectent l'environnement de la politique monétaire en Europe et plus particulièrement les projections d'activité et d'inflation dans la zone euro.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
AL	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-24	-6,0	-5,2	-0,7	-1,7
FR	Indicateur de confiance BdF Indice	mars-24	95,1	96,2	100,8	94,4
IT	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	févr.-24	-1,9	-3,2	0,2	-2,8
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-24	-3,2	-3,6	0,4	-2,1
RU	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-24	1,4	0,3	-3,5	-0,4

* Du 08/04/2024 au 14/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

En attendant, les derniers résultats de l'enquête trimestrielle de la BCE montrent que les banques de la zone euro ont encore durci leurs conditions d'octroi de crédit aux entreprises, essentiellement en raison de leur perception d'un risque (macroéconomique global comme spécifique aux entreprises ou secteurs) plus important. L'intensité de la concurrence entre banques a toutefois limité la dégradation des conditions appliquées aux crédits accordés, un élément qui pèse aussi sur la formation des marges de crédit des banques interrogées. Face à ce nouveau durcissement des conditions d'octroi comme des termes des prêts accordés, la baisse de la demande de financements bancaires des entreprises s'est amplifiée, les sondés indiquant notamment que le niveau des taux d'intérêt pèse. En termes de perspectives, les sondés indiquent que les conditions d'octroi de crédit devraient encore être durcies au deuxième trimestre et la demande est aussi attendue en baisse. Dans l'enquête de la BCE auprès des entreprises, la perception de ces dernières était identique et les tendances décrites grossièrement les mêmes. Selon elles, la poursuite de la baisse de leur demande de crédit résulte de moindres besoins de financements externes. Par ailleurs, les conditions d'octroi de prêts au logement pour les ménages ont été un peu assouplies au premier trimestre, notamment en raison de l'intensification de la concurrence entre banques, mais aussi sous l'effet d'une tolérance un peu plus importante au risque ainsi qu'une légère amélioration des perspectives du marché immobilier résidentiel. Malgré des banques plus conciliantes, la demande de crédits immobiliers était encore jugée en légère baisse au premier trimestre, mais elle est attendue en progression au deuxième trimestre.

Comme attendu depuis l'officialisation d'un déficit public nettement plus important qu'attendu en 2023, le ministère français des finances a relevé ses prévisions de déficit budgétaire pour cette année et les deux suivantes. Il a, en revanche, maintenu l'objectif d'un retour sous les 3% du PIB en 2027. Pour 2024, le déficit atteindrait 5,1% du PIB, contre 4,4% annoncé lors du vote de la Loi de finance, avec de nouvelles réductions de dépenses. Ce nouveau chemin de réduction très progressive du déficit des administrations publiques repose sur une hypothèse d'accélération de l'activité économique, avec une croissance qui atteindrait 1,8% en 2027. Dans ce contexte révisé, la dette publique atteindrait 112,3% du PIB cette année, puis culminerait à 113,1% en 2025, avant de refluer un peu à 112,9% en 2026 et 112,0% en 2027.

Le gouvernement italien a nouvelle fois révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2024 (1,0% vs 1,2%) et 2025 (1,2% vs 1,4%). S'il entend maintenir son objectif de déficit pour cette année (4,3%) et ne l'augmente que de 0,1 point pour l'année prochaine (à 3,7%) et la suivante (3,0%), la conséquence est que sa dette rapportée au PIB va augmenter en 2024, 2025 et 2026 (à 137,3%, 138,9% et 139,8%, contre 137,3% l'année dernière). Le ministre italien des finances, Giancarlo Giorgetti, attribue la responsabilité majeure des dérapages (dont le déficit de 7,2% du PIB enregistré en 2023) au coût du « Superbonus » accordé aux ménages engageant des travaux de rénovation énergétique de leur logement. Celui-ci, qui explique en partie la surperformance de l'économie italienne par rapport à ses principaux partenaires de la zone euro, aurait coûté près de 220Mds€ depuis son instauration en 2020.

Au Royaume-Uni, l'activité économique en février bénéficie de l'amélioration de la conjoncture dans l'industrie. Le PIB mensuel progresse légèrement en février (+0,1%, en glissement mensuel), tandis que le rebond du mois de janvier a été révisé en légère hausse (+0,3% contre +0,2% initialement estimé). Alors que le dynamisme de l'activité dans les services ralentit, la progression de la production manufacturière sur le mois (+1,3% en glissement mensuel) a été le principal contributeur à la croissance. Sur un an, la production industrielle manufacturière est en hausse de 2,7%. Bien que ce rebond soit encourageant après une période morose pour l'industrie britannique, il est en très grande partie liée au rebond de la production automobile (+5,3% sur le mois), tandis que la production dans le reste des secteurs demeure mal orientée.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

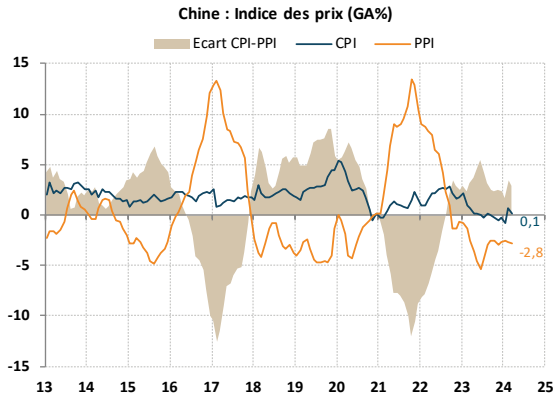


Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, l'atonie des prix témoigne d'une demande toujours faible »

L'inflation chinoise se modère nettement, à 0,1% en mars. Après avoir atteint un point haut à 0,7% en février, reflétant les perturbations statistiques associées à la période du nouvel an, la croissance de l'indice des prix à la consommation faiblit à nouveau. Ce mouvement s'est largement généralisé aux différentes composantes de l'indice, dont en particulier l'alimentation. Une exception notable concerne la hausse des prix des carburants de transports, reflétant le rebond du prix du pétrole. Sous le poids des surcapacités que nous commentions récemment dans notre suivi hebdomadaire, l'indice des prix à la production reste en forte contraction, de 2,8% en glissement annuel en mars (-2,7% en février), et ce en dépit de la hausse des prix de certaines matières premières. En parallèle de la modération des prix, la croissance des financements agrégés à l'économie s'est également inscrite en ralentissement en mars à 8,7% contre 9,0% en février.



Source : Covéo Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
CH	Total des flux de crédit GA%	mars-24	8,7	9,0	9,6	9,5
	Inflation IPC, NCVS, GA%	mars-24	0,1	0,7	2,0	0,2
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	mars-24	0,6	1,2	0,9	0,7

*Du 08/04/2024 au 14/04/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Alors que la faiblesse de l'inflation indique une faible demande domestique, la demande extérieure peine à prendre le relai selon les données de commerce de mars. Les exportations ont chuté de 7,5% en glissement annuel en mars, contre +7,1% en janvier-février, reflétant notamment un effet de base défavorable. Ce déclin des exportations s'est largement généralisé à destination des principaux partenaires commerciaux de la Chine (y compris la Russie) mais a été moins marqué vers les pays de l'ASEAN. Par produits, la baisse a également été généralisée mais les exportations d'automobiles et d'appareils électroniques ont relativement bien résisté. La croissance des importations affiche un repli plus modéré, à -1,9% en glissement annuel en mars contre +3,5% en janvier-février. Les importations de pétrole ont nettement décliné en volume, et dans une moindre mesure en valeur. Ainsi, la balance commerciale a baissé à 58,5 Mds\$ en mars, par rapport à la moyenne mensuelle de 62,6 Mds\$ en janvier-février. Concernant la politique commerciale, la presse a révélé que les autorités chinoises ont indiqué aux opérateurs de télécommunications domestiques de réduire progressivement leur dépendance aux puces étrangères.

Dans ce contexte, l'agence de notation Fitch a revu à la baisse la perspective à long terme concernant le crédit souverain de la Chine, de stable à négative. La note d'émetteur souverain de la Chine est maintenue à A+, mais Fitch indique donc par ce mouvement qu'une dégradation est possible à moyen terme. L'agence explique cette décision par des risques croissants sur les finances publiques chinoises alors que

l'économie est confrontée à de fortes incertitudes dans sa transition vers un nouveau modèle de croissance moins dépendant du secteur immobilier. En décembre dernier, l'agence Moody's avait déjà abaissé sa perspective sur la Chine à négative.

En Corée du Sud, les élections législatives fragilisent le pouvoir exécutif. Depuis son arrivée au pouvoir, il y a deux ans, le président Yoon (à droite de l'échiquier) opère en cohabitation avec un parlement dominé par le parti de centre gauche. Alors que l'élection législative était l'opportunité pour le président de se délier les mains, le parti de centre gauche a finalement renforcé sa majorité au parlement avec 175 sièges (sur 300), contre 108 pour le parti du président. Face à ce désaveu, le premier ministre et plusieurs collaborateurs du président ont proposé de démissionner. Ce résultat ne devrait pas permettre au gouvernement d'entreprendre de grands projets de réforme, mais son impact économique semble limité, la droite et le centre gauche étant sur des lignes plutôt similaires sur le plan budgétaire.

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.