

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

29 avril 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Flux des investisseurs européens sur le premier trimestre 2024

Après les Etats-Unis la semaine précédente, nous poursuivons notre étude sur les flux des investisseurs européens enregistrés au cours du premier trimestre 2024. L'encours des ETF et OPC obligataires et actions ont connu une collecte de 67 milliards d'euros €. Cette croissance importante a été alimentée par un appétit prononcé pour la classe d'actifs obligataires, prolongeant ainsi la tendance amorcée au cours de l'année 2023.

L'environnement de taux d'intérêt élevés, associé à l'inflexion de politique monétaire envisagée par la Banque centrale européenne, a été propice aux fonds obligataires, lesquels ont reçu des souscriptions nettes substantielles de 71 milliards d'euros au cours de ce trimestre. Ce montant constitue le deuxième meilleur résultat trimestriel depuis les trois dernières années écoulées. Les acteurs de marché ont manifesté un vif intérêt pour des expositions obligataires souveraines et d'entreprises de bonne qualité tant européennes qu'internationales, incluant notamment les Etats-Unis, ainsi que pour les obligations à haut rendement. À l'inverse, les obligations émergentes ont enregistré des ventes d'un montant de 5,7 milliards d'euros.

Bien que les mois de janvier et février aient été marqués par une dynamique favorable, le segment action a enregistré des rachats sur le trimestre d'un montant de 4 Mds €. Cette tendance s'est manifestée par une collecte sur les ETF de 37 Mds € contrebalancée par des rachats sur les OPC de 41 Mds €. Les investisseurs ont accordé leur préférence aux actions internationales (+10 Mds €) ainsi qu'aux actions américaines et japonaises, avec respectivement 11 Mds € et 1,4 Mds €. Le compartiment actions Inde (+3 Mds €) a également bénéficié de cet appétit, ces zones géographiques profitant notamment du différentiel de croissance avec le vieux continent. En revanche, les fonds d'actions européennes (-7 Mds €), de la zone euro (-6 Mds €) et des marchés émergents (-9 Mds €) ont connu des flux sortants.

Sur le trimestre, les fonds diversifiés et alternatifs ont vu un déclin de leurs actifs, d'un montant respectif de 26 Mds € et de 11 Mds €, poursuivant ainsi la tendance amorcée au cours des deux dernières années. Les produits relatifs à l'or et aux matières premières ont également pâti d'un désintérêt, et ce, malgré leurs récentes performances, tirées par les risques géopolitiques, les déficits publics et certaines contraintes affectant l'offre. Les taux courts élevés ont continué de profiter aux OPC monétaires, lesquels ont enregistré une collecte de 21 Mds € sur le trimestre.

Les fonds entrant dans le champ d'application de l'article 8 du règlement SFDR ont enregistré une souscription nette de 37 Mds € au premier trimestre poursuivant leur collecte structurelle. L'étude annuelle de l'Association Française de la Gestion financière relative à l'Investissement Responsable indique qu'à la fin de l'année 2023, 63% des fonds de droits français relevaient des articles 8 et 9 contre 53% en 2022. Ces chiffres reflètent l'essor de l'investissement responsable et la généralisation de l'intégration des critères ESG au sein de la gestion d'actifs, contribuant ainsi à orienter les capitaux vers le financement des transitions.

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

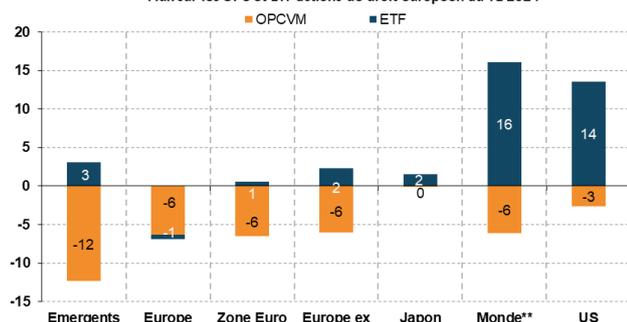
Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

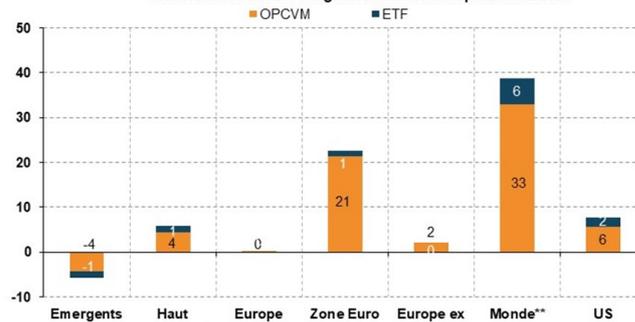
« Une soif inassouvie pour les fonds obligataires »

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



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

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



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur les marchés obligataires, en Europe comme aux Etats-Unis, la semaine est marquée par une volatilité importante et se solde par des rendements en hausse sur fond de statistiques macroéconomiques bien orientées dans les deux zones. Les anticipations de baisse de taux de la FED sont à nouveau repoussées dans le temps. Le taux à 10 ans des Etats-Unis augmente de 7 pb à 4,66%, après un point haut à 4,73%. Sur la partie courte de la courbe, le taux à 2 ans se maintient à 4,99%. L'inversion de la courbe s'accroît.

Côté européen, les propos des membres des gouverneurs de la BCE, M. Nagel et M. De Guindos, participent également à ce mouvement. Ils invitent les investisseurs à la prudence quant à la suite de l'assouplissement monétaire de la BCE, au-delà de la première baisse de taux en juin qui semble acquise. Sur la maturité 10 ans, les taux de l'Allemagne et de la France terminent en hausse de 8 et 5 pb, à respectivement 2,58% et 3,07% après des points hauts à 2,65% et 3,15%. Le taux à 10 ans de l'Italie diminue de 1 pb à 3,93% et l'écart contre l'Allemagne s'établit désormais à 135 pb. Enfin, les agences de notation Moody's et Fitch ont finalement laissé leur notation de la dette française inchangée, à respectivement Aa2 et AA- assortie d'une perspective stable.

Le Focus de la semaine : Obligations à impact ESG, le test !

Afin d'accompagner le financement des entreprises dans leur processus de décarbonation ou de développement d'activités durables, une panoplie de formats obligataires dits « durables » a été développée. Ainsi, aux côtés des obligations vertes « green bonds » qui permettent une contribution positive à l'environnement, des obligations sociales « social bonds » dont la contribution positive est jugée sur le social, ou des obligations durables « sustainability bonds » qui combinent les impacts sur l'environnement et sur le social, le format d'obligations à performance ESG* dit « Sustainability-Linked bonds » ou SLB, est apparu en 2019.

Contrairement aux autres formats, ces obligations SLB permettent de financer l'ensemble des activités de l'émetteur et tous types d'investissements, et pas seulement des projets spécifiquement durables. En revanche, l'émetteur utilisant ce format, se fixe à l'émission des objectifs contraignants en matière ESG à respecter à une date définie, ainsi que des indicateurs de performance permettant de les mesurer. En cas de manquement à l'atteinte de ces objectifs, des caractéristiques financières de l'obligation, le plus souvent son coupon, sont modifiées, afin d'inciter l'émetteur à tenir ses engagements.

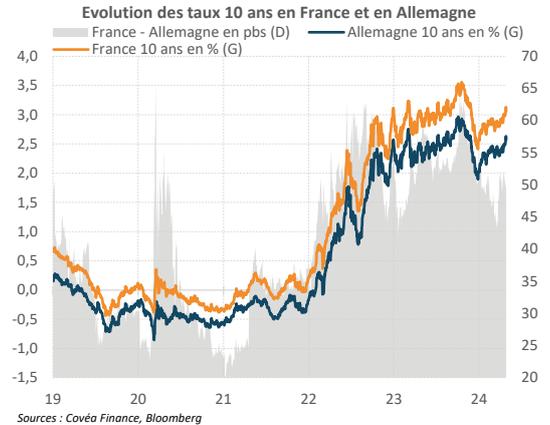
Enel, le géant italien de l'énergie, est le premier émetteur à avoir fait usage de ce format, et en est le plus gros contributeur avec 30 milliards d'encours SLB, dont 10 milliards sont assortis d'un objectif de réduction de l'intensité carbone de ses émissions à 148 gCO2e/kWh en 2023. Le groupe vient de publier son rapport de durabilité pour 2023, confirmant le non respect de cet engagement, l'intensité carbone de production 2023 s'affichant à 160g CO2e/kWh. En cause, selon l'entreprise, la guerre en Ukraine et la nécessité de maximiser la production dans ses centrales à charbon pour compenser l'abandon du gaz russe.

Ce manquement déclenche l'augmentation du coupon d'une dizaine d'obligations en euros et en dollars de 0,25% à partir de 2025. Les encours concernés par cet événement sont importants et constituent donc une première pour ce marché des SLB. Il en coûtera 25 millions d'euros de charges financières supplémentaires dès l'année prochaine pour Enel. Au total, le surcoût financier devrait s'élever à plus de 80 millions d'euros sur toute la durée de vie des titres. De plus, les objectifs sur cette même intensité carbone pour 2024 et les années qui suivent sont ambitieuses : 140g CO2e/kWh en 2024, jusqu'à 73g CO2e/kWh en 2030 et plus de carbone en 2040 et pourraient, en cas de non respect, entraîner d'autres augmentations de coupons.

Pour l'investisseur, le sentiment est partagé entre la satisfaction d'obtenir une rémunération supplémentaire à son placement et le fait de constater le non respect d'un engagement environnemental d'une entreprise dans laquelle il a fait le choix d'investir.

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	26/04/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	0,00 →	0,00 →	0,00 →	0,50 ↑		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	4,50	3,50	0,00 →	0,00 →	0,00 →	1,00 ↑		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	0,00 →	0,00 →	0,00 →	1,00 ↑		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	5,25	4,25	0,00 →	0,00 →	0,00 →	1,00 ↑		
Banque du Japon	0,10	0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00 →	0,20 ↑	0,20 ↑	0,20 ↑		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,66	4,62	4,31	3,88	3,52	4 ↑	36 ↑	78 ↑	114 ↑	-33 ↑	11 ↑
Allemagne	2,58	2,50	2,44	2,02	2,46	8 ↑	13 ↑	55 ↑	12 ↑	-41 ↑	13 ↑
France	3,07	3,01	2,88	2,56	3,03	5 ↑	18 ↑	51 ↑	3 ↑	1 ↑	47 ↑
Italie	3,93	3,93	3,70	3,70	4,35	-1 ↓	23 ↑	23 ↑	-43 ↓	42 ↑	51 ↑
Royaume-Uni	4,32	4,23	4,10	3,54	3,73	9 ↑	22 ↑	79 ↑	60 ↑	-14 ↓	45 ↓
Japon	0,89	0,85	0,79	0,61	0,47	4 ↑	11 ↑	28 ↑	43 ↑	60 ↑	105 ↓
Crédit											
Indice Itraxx Main	55,4	60,3	53,2	58,1	86,0	-4,8 ↓	2,2 ↑	-2,7 ↓	-30,5 ↓		
Indice Itraxx Crossover	315,5	334,5	304,1	309,9	453,2	-19,0 ↓	11,5 ↑	5,7 ↑	-137,6 ↓		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens sont en hausse de 1,8% sur la semaine, marquée par de nombreuses publications de sociétés. Les marchés ont accéléré leur progression après la publication de l'inflation du mois de mars aux Etats-Unis, légèrement supérieure aux attentes. Depuis le début de l'année, le MSCI Europe s'apprécie de 6,1%.

Les secteurs de la Technologie, de la Santé et des Services de communication affichent les plus fortes hausses hebdomadaires avec respectivement 4,8%, 3,2% et 2,2%. L'immobilier est stable sur la semaine. La Consommation non cyclique (+0,6%) et les Matériaux (+0,8%) affichent des progressions mesurées.

Du côté des valeurs, dans le secteur de l'énergie, GALP progresse de 28% après l'annonce de la découverte d'un champ contenant potentiellement 10 milliards de barils de pétrole. Le producteur minier Anglo American progresse de 21% en raison du rejet de l'offre d'achat de BHP Group. Le management juge que le prix proposé sous-évalue la société. Dans le secteur des semi-conducteurs, ASMi est en hausse de 19%. La publication trimestrielle a été bien reçue avec notamment de très bonnes prises de commandes et des perspectives rassurantes sur les produits les plus sophistiqués. Dans l'industrie, Wartsila est en hausse de 14% après la publication d'un carnet de commandes meilleur que prévu.

Parmi les baisses, Adyen, dans le secteur des paiements, est en recul de 16% en raison d'une publication trimestrielle marquée par une baisse du taux de commission qui déçoit les investisseurs. Enfin, dans le secteur de l'énergie, Neste accuse un repli de 14% sur la semaine après la publication de résultats jugés décevants notamment sur la faiblesse de la marge unitaire du diesel renouvelable.

Le Focus de la semaine : Véhicules électriques, les avancées permises par l'adoption des composants en Carbone de Silicium (SiC) et en Nitrure de Gallium (GaN).

Malgré de nombreux progrès comme l'extension de l'offre ou le développement des bornes de recharge, l'adoption des véhicules électriques par le grand public est encore freinée par les inquiétudes persistantes qui entourent leur autonomie. L'augmentation de la taille des batteries permet d'accroître le rayon d'action des véhicules électriques et donc de rassurer les consommateurs. Mais elle entraîne une augmentation du poids du véhicule et des hausses de prix de vente importantes. Selon un consultant, la batterie représente, à elle seule, environ 40% du coût du véhicule.

Pour faire face à ce manque d'autonomie des batteries, les fabricants de semi-conducteurs ont mis au point des composants dits « large bande » fabriqués en carbone de silicium (SiC) puis bientôt en Nitrure de Gallium (GaN).

Le carbone de silicium est un semiconducteur utilisé en électronique de puissance destiné à un fonctionnement hyperfréquence à haute tension. Les points forts des transistors « SiC », à savoir une densité de puissance et un rendement énergétique élevé, offrent donc des avantages sur le plan de la taille des composants ainsi qu'un meilleur refroidissement. En outre, par rapport au silicium ordinaire, ils permettent d'accroître l'autonomie et d'utiliser un ensemble de batteries plus compact. Le principal obstacle à l'adoption en masse de la technologie « SiC » reste son coût important, lié à la complexité de sa fabrication avec notamment un processus long de cuisson de la silice et du carbone à plus de 2500°C pendant une durée de quinze jours.

Beaucoup d'espoirs se portent également sur les technologies à base de Nitrure de Gallium « GaN » qui présentent de nombreux atouts communs au « SiC » mais qui ont surtout l'avantage d'être beaucoup moins complexes à fabriquer. L'inconvénient majeur du « GaN » est, qu'à ce stade, son utilisation est réservée aux applications à faible puissance ce qui réduit fortement son champ d'application au sein du véhicule électrique. Les recherches actuelles visent cependant à faire fonctionner les composants en « GaN » pour des applications avec des puissances plus fortes dans la partie gestion du moteur électrique et sur la partie recharge des batteries notamment.

Selon le fabricant franco-italien STMicroelectronics, ces marchés de niche, dont les tailles sont d'environ deux milliards de dollars en 2023 pour le « SiC » et d'un milliard de dollars pour le « GaN », devraient voir leur croissance fortement s'accroître. Malgré la volonté du gouvernement chinois d'investir dans ces technologies afin de privilégier le contenu local pour la fabrication de ses véhicules électriques, les acteurs européens sont plutôt bien positionnés avec STMicroelectronics et l'allemand Infineon Technologies. Ces sociétés qui portent ces innovations font donc partie de celles qui permettent la mise en œuvre des changements structurels que nous connaissons actuellement et que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières. Les solutions développées aujourd'hui, qui équipent les véhicules électriques haut de gamme et qui leur permettent d'obtenir des autonomies voisines de 500 km, devraient se démocratiser avec la hausse des volumes de production et des baisses de prix. Elles devraient contribuer à surmonter les obstacles qui freinent l'adoption des véhicules électriques par le grand public en matière d'autonomie et de coût.

Sébastien Duros

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	26/04/24	J-7	15/03/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	15/03/24	29/12/23	sur 12 mois	
MSCI EMU	166	163	164	153	148	1,8	0,9	8,5	11,6	
MSCI EMU Mid Cap	1 028	1 011	997	966	959	1,7	3,1	6,4	7,2	
MSCI EMU Small Cap	421	416	421	426	411	1,4	0,0	-1,0	2,4	
MSCI Europe	171	167	169	161	156	1,8	0,6	6,1	9,3	
France CAC 40	8 088	8 022	8 164	7 543	7 484	0,8	-0,9	7,2	8,1	
Allemagne DAX 30	7 111	6 973	7 074	6 629	6 419	2,0	0,5	7,3	10,8	
Italie MIB	34 250	33 922	33 940	30 352	27 158	1,0	0,9	12,8	26,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 140	7 896	7 727	7 733	7 832	3,1	5,3	5,3	3,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 509	9 166	9 038	8 920	8 868	3,7	5,2	6,6	7,2	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les indices terminaient la semaine en hausse. Le soutien des autorités chinoises au marché financier hongkongais ainsi qu'au segment technologique permettait à la région d'afficher la meilleure performance. En effet, le ministère du commerce chinois a annoncé vouloir aider les entreprises technologiques, y compris étrangères, à lever des fonds via l'émission d'obligations et faciliter les investissements étrangers dans ces dernières. Les pays d'Asie du Nord (Taiwan, Japon, Corée du Sud) bénéficiaient des commentaires positifs des grands acteurs du numérique (Microsoft et Alphabet) sur la demande pour l'intelligence artificielle. Le Japon bénéficiait aussi de la baisse du yen après le maintien des taux directeurs par la banque centrale japonaise. La Corée du Sud était soutenue, quant à elle, par l'annonce de propositions d'incitations fiscales aux entreprises améliorant leur gouvernance. Finalement, l'Australie était pénalisée par le recul de l'entreprise minière BHP après son offre de rachat sur Anglo American visant à renforcer son exposition dans le cuivre.

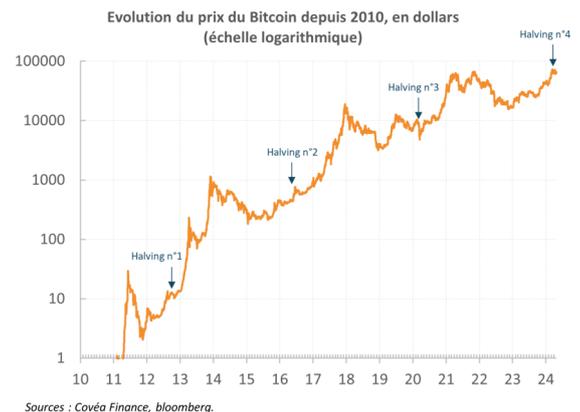
Aux Etats-Unis, malgré des statistiques d'activité et d'inflation plaçant en faveur d'une poursuite de la politique monétaire restrictive, le S&P500 rebondit de 2,7%. L'indice est essentiellement porté par de bonnes publications trimestrielles, en particulier de la part des plus grandes capitalisations de la cote, à l'exception notable de Meta alors qu'Alphabet, maison mère de Google, annonçait son tout premier dividende. Dans ce contexte, les valeurs de croissance affichaient les plus fortes hausses, notamment dans les secteurs de la technologie et de la consommation discrétionnaire. A l'inverse, les secteurs des matériaux et de l'énergie faisaient l'objet de prises de profits après de bonnes performances depuis le début de l'année. Sur le plan des tensions sino-américaines, la semaine a été marquée par la signature du président américain d'une loi obligeant le groupe chinois ByteDance à vendre sa plateforme TikTok, sous peine d'interdiction d'opérer aux États-Unis, son premier marché mondial avec 170 millions d'utilisateurs. Cette loi bipartite répond à une logique de sécurité nationale, les législateurs américains soupçonnant une ingérence du pouvoir chinois qui aurait non seulement accès aux données utilisateurs, mais pourrait aussi supprimer ou promouvoir certains contenus sur la plateforme sociale. En parallèle, les Etats-Unis visent à mettre en place des potentielles sanctions contre certaines banques chinoises accusées de soutenir l'effort de guerre russe.

Le Focus de la semaine : Le Bitcoin et les questions soulevées par les développements récents

En près de six mois, le bitcoin a presque triplé de valeur, atteignant un plus haut historique le mois dernier. Plusieurs éléments peuvent expliquer cette hausse. Tout d'abord, l'approbation par la SEC d'ETF physiques sur le Bitcoin, qui est intervenue en janvier dernier et a soutenu d'importants flux acheteurs en amont et aval de cette décision (plus de \$17 milliards d'encours sur l'ETF Bitcoin de Blackrock). Ensuite, la perspective du « halving », ou division par deux du nombre de bitcoins créés à chaque validation de bloc. Pour rappel, les entreprises de « minage », qui valident les blocs de transactions, sont rémunérées en bitcoins, en « récompense » de leur travail. Cette opération de « halving » a lieu tous les 210 000 blocs validés, soit environ tous les quatre ans, et a historiquement eu un impact positif sur les prix. En effet, après chaque « halving », l'offre nouvelle de bitcoins ralentit sensiblement, avec une division par deux du nombre de nouveaux bitcoins émis par validation de bloc, à un moment où la demande augmente de la part des investisseurs qui ont désormais accès à des ETF physiques.

Au-delà des éléments d'équilibre offre et demande, le « halving » pose également la question des équilibres financiers des entreprises de minage. Alors que la rémunération baisse de moitié suite au « halving », les coûts énergétiques demeurent fixes. Cela pourrait entraîner une réduction des acteurs souhaitant miner au profit des plus gros mineurs, les plus efficaces énergétiquement. Ainsi, plusieurs questions critiques méritent d'être posées : quid d'un risque d'une remise en cause du caractère décentralisé du réseau, qui en fait sa force, et quid d'une dépendance accrue à des entreprises de minage... souvent chinoises ?

Aussi, à long terme se pose la question d'une évolution de modèle pour les mineurs, non plus fondé sur la récompense du minage en bitcoins, mais sur la mise en place de frais de transaction sur le réseau Bitcoin permettant d'assurer un revenu régulier, susceptible de couvrir en permanence les frais fixes... un modèle finalement plus proche de celui de Visa et Mastercard. A plus court terme, le bitcoin continue d'exister pour sa supposée valeur d'actif refuge, un peu à l'instar de l'or. A cet égard, il apparaît clair que ces deux actifs sont recherchés par les investisseurs pour faire face aux risques liés à l'endettement des Etats, et possiblement leur corollaire, à savoir l'arrêt de la réduction des bilans des banques centrales.



Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	26/04/24	J-7	15/03/2024	29/12/23	T-12 mois	en devise locale			sur 12 mois		en €										
						J-7	15/03/2024	29/12/23	J-7	15/03/2024	29/12/23	sur 12 mois									
Etats-Unis - S&P500	5 100	4 967	5 117	4 770	4 135	2,7	↑	-0,3	↓	6,9	↑	23,3	↑	2,3	↑	1,5	↑	10,4	↑	27,2	↑
Etats-Unis - Dow Jones	38 240	37 986	38 715	37 690	33 826	0,7	↑	-1,2	↓	1,5	↑	13,0	↑	0,3	↑	0,6	↑	4,7	↑	16,6	↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 928	15 282	15 973	15 011	12 142	4,2	↑	-0,3	↓	6,1	↑	31,2	↑	3,9	↑	1,5	↑	9,5	↑	35,3	↑
Japon Nikkei 300	575	562	573	500	427	2,3	↑	0,4	↑	15,0	↑	34,6	↑	-0,5	↓	-3,8	↓	5,7	↑	17,4	↑
Corée du Sud KOSPI	2 656	2 592	2 667	2 614	2 496	2,5	↑	-0,4	↓	1,6	↑	6,4	↑	2,0	↑	-2,4	↓	-1,6	↓	6,8	↑
Chine - Shanghai	3 089	3 065	3 055	2 975	3 286	0,8	↑	1,1	↑	3,8	↑	-6,0	↓	0,2	↑	2,2	↑	5,0	↑	-7,5	↓
Hong Kong Hang Seng	17 651	16 224	16 721	17 047	19 840	8,8	↑	5,6	↑	3,5	↑	-11,0	↓	8,5	↑	7,4	↑	6,6	↑	-8,0	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 042	1 004	1 035	1 024	972	3,7	↑	0,7	↑	1,7	↑	7,1	↑	3,4	↑	2,5	↑	5,0	↑	10,5	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Ventes liées et position dominante

Dans l'univers du luxe, les pratiques de vente revêtent une importance cruciale, étroitement liées à la construction et à la préservation de l'image, jouant un rôle déterminant dans la performance à long terme des entreprises. Cette approche commerciale contribue à façonner la perception du consommateur vis-à-vis d'une marque, la transaction représentant l'incarnation du prestige et des valeurs associées à celle-ci. Les principaux acteurs du secteur entretiennent cette identité avec une offre peu abondante créant ainsi de la rareté et un sentiment d'appartenance renforcé pour le client final.

Le recours à l'exclusivité pour stimuler la demande et maintenir des niveaux de prix élevés rend difficile l'accès à certains produits. Iconique, le sac Birkin est un exemple de l'utilisation stratégique de la rareté par Hermès. La création de chaque sac nécessite entre 18 et 20 heures de savoir-faire par un seul artisan. Ce processus minutieux, combiné au silence de la marque sur les chiffres de production et des prix créent un phénomène autour du produit que la société souhaite distribuer de manière sélective. L'obtention d'un sac Birkin (ou Kelly) est décrite comme difficile, matérialisée par une attente longue et incertaine à laquelle les acheteurs sont confrontés, ces derniers devant justifier un historique d'achat suffisant. Cette « quête » est pleinement intégrée à la stratégie d'Hermès, lui permettant ainsi de renforcer la désirabilité du produit.

Ce modèle est suivi par d'autres acteurs du luxe. Par exemple, Ferrari sélectionne régulièrement ses clients pour des séries limitées en se fondant sur des critères tels que la fidélité à la marque, l'historique des achats de ses voitures ou la participation à des événements exclusifs. C'est le cas aussi de l'industrie horlogère, où l'obtention d'une montre est souvent conditionnée par le niveau des dépenses antérieures et par les relations privilégiées avec certains revendeurs. En ce sens, Rolex encourage l'achat de montres Tudor, filiale offrant des modèles plus abordables, ce qui permettrait de réduire le délai d'attente pour obtenir une montre Rolex. Enfin, dans le secteur viticole de prestige (Rayas, Pétrus, Chave), les ventes sous allocation jouissent d'une reconnaissance notable, offrant à un cercle restreint d'acheteurs un approvisionnement régulier et assuré sur le long terme. Ces allocations hautement recherchées, requièrent parfois un parcours d'achat établi et substantiel. Certains domaines de renom (la Romanée-Conti), conditionnent même l'accès à leurs vins les plus prestigieux à l'acquisition simultanée d'autres références de leur gamme.

Cette pratique de vente connue sous le nom de « ventes liées » est utilisée pour stimuler les ventes de « produits auxiliaires » tout en renforçant l'idée selon laquelle posséder le produit « liant » est un privilège réservé aux clients les plus fidèles. D'une autre manière, elle est aussi utilisée dans le secteur informatique et des télécommunications où la vente de logiciels et de services est couplée à celle du matériel.

Néanmoins, elle est désormais décriée outre-Atlantique puisqu'un recours collectif a été intenté contre Hermès. Les plaignants accusent la société de refuser l'achat de Birkin à l'exception des clients les plus dépensiers, ce qui représenterait une prétendue violation de la loi *antitrust*. Cette plainte est renforcée par la structure des commissions du personnel des magasins qui ne recevrait aucune commission sur le sac en lui-même, mais serait rémunéré en fonction de la promotion d'autres catégories de produits. Cette approche commerciale est légale. Cependant, elle pourrait être considérée comme abusive, dans la mesure où la société détient une position dominante sur le marché et que la pratique est de nature à restreindre la concurrence. Au-delà de l'aspect discriminatoire, les plaignants devront prouver que la vente de ces autres produits a permis à Hermès de maintenir sa position dominante sur le secteur.

Bien que peu probable, ce recours collectif pourrait représenter une jurisprudence et ouvrir la voie à d'autres plaintes sur une pratique désormais courante. Remettre en question le modèle de distribution de certains acteurs du luxe, qui repose largement sur l'exclusivité et la sélectivité de la clientèle, serait de nature à bouleverser la hiérarchie au sein du secteur, une thématique suivie dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières.

Ludovic Martins

Analyste financier et extra financier

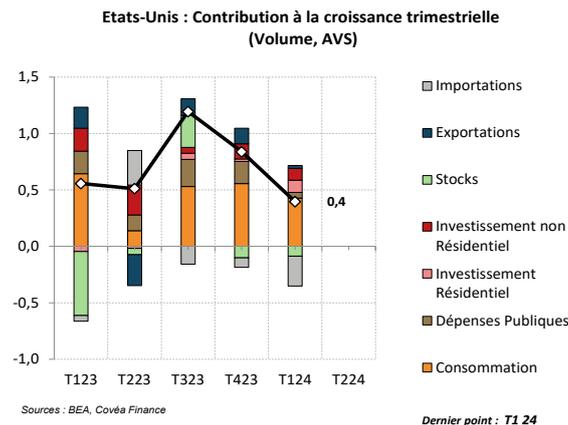


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La croissance américaine ralentit, mais la demande reste soutenue, tout comme l'inflation »

La progression du Produit Intérieur Brut s'est modérée au premier trimestre 2024, avec une hausse séquentielle de 0,4% après 0,8% au quatrième trimestre 2023. Ce ralentissement est lié à la dégradation du solde commercial, sous l'effet d'une hausse marquée des importations (+1,8%), tandis que les exportations progressaient peu (0,2%). En revanche, la demande intérieure finale (PIB hors commerce extérieur et variation des stocks) est restée robuste (+0,7%). La consommation progresse de 0,6% sur le trimestre, portée par la vigueur des dépenses en services (+1%). Du côté des biens, la dynamique est plus faible, avec une stagnation des dépenses en biens non durables et un recul des biens durables (-0,3%). L'investissement des entreprises reste bien orienté (+0,7%) et on observe une rotation des dépenses : après cinq trimestres consécutifs de forte croissance, les infrastructures stagnent, tandis que les dépenses en équipements qui reculaient sur la même période, progressent enfin (+0,5%).



En particulier, les équipements industriels enregistrent un bond de plus de 4% sur le trimestre. Il est encore tôt pour y voir les effets de l'effort de réindustrialisation, mais une telle hausse n'avait pas été relevée depuis mi-2021. Par ailleurs, les dépenses liées à la propriété intellectuelle (R&D, logiciels...) maintiennent une solide croissance (+1,3%). L'investissement résidentiel affiche une croissance robuste de 3,3% sur le trimestre, liée à un environnement de taux plus favorable en début d'année. La récente remontée des taux hypothécaires pourrait toutefois freiner cette dynamique. Enfin les dépenses publiques ont été moins soutenues sur le trimestre, tout comme l'accumulation de stocks. Concernant les prix, le déflateur des prix des dépenses personnelles de consommation décrit un rebond des pressions inflationnistes au premier trimestre.

La vigueur de la demande des ménages a été confirmée avec l'estimation des dépenses de mars. La consommation réelle a progressé de 0,5% en glissement mensuel, tandis que le revenu disponible réel progressait de 0,2%. Les ménages ont une nouvelle fois réduit leur taux d'épargne (3,2% du revenu disponible, après 3,6%) pour maintenir le rythme des dépenses. L'inflation mesurée par la croissance annuelle de l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation accélère à 2,7% (2,8% hors alimentation et énergie). Ces publications confirment la solidité de la demande interne et la persistance des pressions inflationnistes. Dans ces conditions, la Réserve fédérale devrait être incitée à maintenir durablement une politique monétaire restrictive, une orientation en ligne avec nos perspectives économiques et financières.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables étaient bien orientées en mars (+2,6% en glissement mensuel), sous l'effet d'un bond des commandes dans l'aviation civile. Hors transport, la dynamique est nettement plus timide (+0,2%) et l'estimation de février a été révisée en baisse. En rythme annuel, les commandes de biens durables affichent une croissance modeste de l'ordre de 1% en valeur.

Enfin du côté de l'immobilier résidentiel, les ventes de maisons neuves ont rebondi de 8,8% en glissement mensuel en mars, et atteignent leur rythme le plus soutenu depuis septembre dernier. Le prix moyen des transactions affiche une croissance modeste en rythme annuel (+1%), en deçà de la vigueur affichée dans les logements anciens (plus de 5%).

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Ventes logements neufs <i>Milliers d'unités</i>	mars-24	693	637	637	667
Conf. des consommateurs - Michigan <i>Indice</i>	avr.-24	77,2	79,4	59,0	65,4
Revenu disponible <i>Vol, CVS, GA%</i>	mars-24	1,4	1,7	-6,0	4,2
Dépenses de consommation <i>Vol, CVS, GA%</i>	mars-24	3,1	2,3	2,5	2,2
PIB <i>Vol, CVS, GA%</i>	T1 24	3,0	3,1	1,9	2,5

*Du 22/04/2024 au 28/04/2024 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« Conjoncture moins morose en zone euro »

Plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE se sont exprimés la semaine dernière. Le président de la Deutsche Bundesbank, **Joachim Nagel**, a rappelé qu'une éventuelle baisse des taux directeurs européens en juin ne sera pas nécessairement suivie d'autres mouvements de détente de la politique monétaire par la suite. Pour sa part, il n'est pas encore totalement convaincu que l'inflation va revenir à l'objectif de la BCE. Plus tard, **Isabel Schnabel** a répété que le dernier kilomètre de la désinflation sera chaotique. Elle a ajouté que la persistance d'une inflation des services à 4,0% est un sujet de préoccupation, comme l'est aussi l'évolution des coûts salariaux unitaires dans un contexte d'orientation défavorable de la productivité. De son côté, **Luis de Guindos**, vice-président de la BCE a indiqué que, sauf surprise d'ici là, la baisse de juin est un « fait accompli ». Mais il a également appelé à la prudence pour la suite. Il a notamment affirmé que les décisions de la Fed sont importantes pour l'économie américaine, mais aussi pour l'économie mondiale dans son ensemble. En revanche, **Fabio Panetta**, ex-membre du directoire de la BCE et actuellement gouverneur de la Banque d'Italie, a appelé à de multiples petites baisses des taux directeurs pour diminuer le risque d'une période prolongée de stagnation de l'activité économique. Selon lui, une détente très progressive pourrait être interrompue en cas de regain d'inflation.

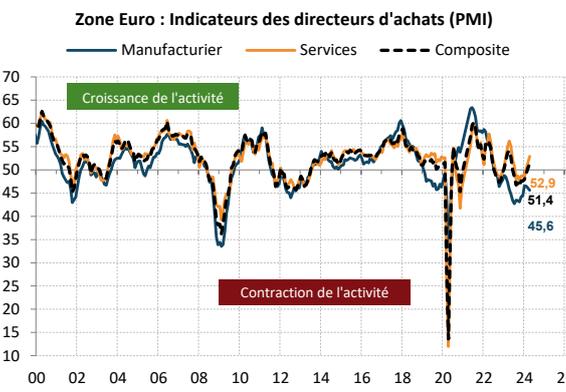
Les statistiques mensuelles de la BCE montrent que la croissance des agrégats monétaires a un peu accéléré en mars, notamment sous l'effet d'une augmentation sensible des dépôts à vue recueillis par les banques. Les flux nets mensuels de crédits aux entreprises et aux ménages ont été légèrement positifs en mars. Mais leur dynamique reste faible.

En hausse de plus d'un point par rapport au mois précédent, le PMI global d'activité de la zone euro s'installe au-dessus du seuil de 50, à 51,4 en avril, plus haut de onze mois. Le rebond est concentré dans les services, l'activité restant en forte contraction dans le secteur manufacturier. La dichotomie entre les deux parties de l'enquête s'explique essentiellement par le différentiel de dynamisme de la demande. L'amélioration globale de la conjoncture se traduit par une accélération des créations d'emplois, concentrées dans les entreprises de services. Les tensions sur les chaînes d'approvisionnements ont continué à s'alléger, pour le troisième mois consécutif après leur hausse provoquée par les attaques de cargos dans la Mer Rouge. Malgré cela, les tensions sur les prix se sont accentuées, avec une hausse supplémentaire des indicateurs de prix payés et facturés.

En Allemagne, l'enquête de conjoncture de l'ifo s'est également améliorée. L'indice de climat des affaires a progressé de 1,5 point en avril par rapport au mois précédent. Les perspectives continuent à se redresser (+2,2 points à 89,9, plus haut depuis un an), mais l'indicateur de jugement sur la situation actuelle a aussi progressé (+0,8 point à 88,9), pour le deuxième mois consécutif. En revanche, le climat des affaires s'est dégradé en avril en France.

Malgré la dégradation des finances publiques de la France et les doutes exprimés sur la trajectoire de réduction du déficit présentée par le gouvernement, **Fitch et Moody's ont toutes les deux maintenu les notes de la dette souveraine de la France inchangées**, à respectivement AA- et Aa2. Dans les deux cas, la perspective stable a aussi été conservée.

Sur le plan politique, **Pedro Sanchez a annoncé sa décision de rester Premier ministre de l'Espagne**. Il avait entamé une période de réflexion sur la poursuite de son mandat après qu'une enquête préliminaire visant son épouse, soupçonnée de corruption et de trafic d'influence, a été ouverte. En Italie, **Geogia Meloni sera la tête de liste de son parti**



Sources : S&P Global, Covèa Finance

Dernier point : avr 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE	PMI Services	Indice	avr.-24	52,9	51,5	52,1	51,2
	PMI Manuf.	Indice	avr.-24	45,6	46,1	52,1	45,0
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA%	mars-24	0,4	0,3	6,4	0,5
AL	PMI Services	Indice	avr.-24	53,3	50,1	51,1	51,6
	PMI Manuf.	Indice	avr.-24	42,2	41,9	51,8	42,6
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	avr.-24	90,5	86,7	84,3	85,4
FR	PMI Services	Indice	avr.-24	50,5	48,3	53,7	48,8
	PMI Manuf.	Indice	avr.-24	44,9	46,2	51,8	45,5
IT	Bal. Commerciale	Val, NCVS, GA%	T4 23	-602,4	-221,2	-179,4	-211,6
ES	Ventes au détail	Val, CVS, GA%	mars-24	1,1	2,3	0,9	3,0
RU	PMI Services	Indice	avr.-24	54,9	53,1	53,7	52,0
	PMI Manuf.	Indice	avr.-24	48,7	50,3	51,6	46,4

*Du 22/04/2024 au 28/04/2024

Sources : Refinitiv, Covèa Finance

pour l'élection au Parlement européen du mois de juin. Elle devra alors choisir entre rester Premier ministre de l'Italie ou siéger au Parlement européen.

Au Royaume-Uni, l'enquête PMI du mois d'avril signale une accélération du dynamisme de l'activité, mais des pressions sur les prix qui s'accroissent. Après le déclin du PIB lors du deuxième semestre 2023, l'activité a continué d'accélérer en avril. Le PMI composite a ainsi atteint un plus haut en 11 mois à 54,0. L'activité reste tirée par l'expansion dans les services, avec un PMI services qui progresse à 54,9. Néanmoins, les tendances varient considérablement entre les secteurs : l'activité a avant tout été portée par les services financiers et le secteur technologique. La conjoncture est bien plus morose dans l'industrie. Alors que l'enquête de mars avait suscité des espoirs d'une stabilisation voire d'une légère hausse de l'activité manufacturière (le PMI manufacturier ayant dépassé la barre des 50 pour la première fois depuis l'été 2022), le PMI manufacturier est de nouveau en zone de contraction en avril à 48,7. Du côté des prix, bien que, selon l'enquête, l'inflation des prix de ventes dans les services a ralenti en avril, les entreprises interrogées signalent que leurs coûts sont au plus haut niveau depuis neuf mois, soutenus notamment par la hausse des salaires. Une partie de cette augmentation peut être expliquée par la revalorisation de 9,8% du salaire minimum le 1^{er} avril. En parallèle, les entreprises du secteur manufacturier ont, elles aussi, signalé une hausse du prix des intrants, dans un contexte d'allongement des délais de livraison.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste



Jean-Louis Mourier
Economiste

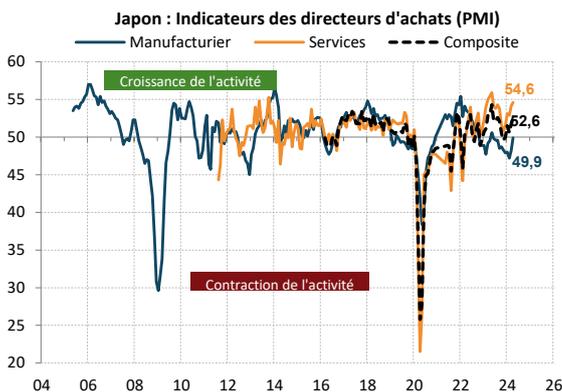


Suivi Macroéconomique

Asie

« Redressement de l'activité au Japon »

Le comité de politique monétaire de la Banque du Japon a laissé sa politique monétaire inchangée. Le communiqué indique que les banquiers centraux s'attendent à ce que l'inflation s'installe durablement à l'objectif assigné, entretenant les attentes de futurs relèvements des taux directeurs. S'il n'a pas démenti cette tendance, Kazuo Ueda s'est montré un peu plus prudent, rappelant que les prochaines décisions de politique monétaire dépendront des données publiées d'ici-là. Il a précisé que les banquiers centraux examineront de nombreuses données pour évaluer l'état des tensions inflationnistes. A propos de la tendance à la dépréciation du yen, il a indiqué que la BoJ n'a pas d'objectif de taux de change. En revanche, elle prend en compte l'impact de leurs mouvements sur la formation des coûts et des prix au Japon.



Sources : S&P Global, Covéo Finance
Dernier point : avr 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	PMI Services	Indice avr.-24	54,6	54,1	50,4	53,5
	PMI Manuf.	Indice avr.-24	49,9	48,2	52,1	49,0

*Du 22/04/2024 au 28/04/2024 Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Le PMI composite d'activité du Japon a progressé de 0,9 point en avril, pour atteindre un plus haut de huit mois, à 52,6. Son redressement traduit une accélération supplémentaire de l'activité dans les services et une moindre contraction de la production dans le secteur manufacturier. Une majorité, toutefois décroissante, d'entreprises manufacturières nippones indique toujours une orientation baissière de la demande. Mais l'indicateur de confiance pour les prochains mois continue à progresser. Dans les services, la demande, notamment étrangère, accélère. Son dynamisme exerce des tensions sur les capacités de production. Il en résulte que les sondés annoncent de nouvelles hausses de leurs effectifs. Les coûts et les prix de vente sont signalés en hausse dans les deux secteurs, avec des indicateurs de prix de vente au plus haut depuis neuf mois dans l'industrie manufacturière et depuis 10 ans dans les services.

En Corée du Sud, le PIB a progressé de 1,3% en séquentiel au premier trimestre, soit un peu plus de deux fois plus que l'attendaient les économistes sondés par les agences de presse et que le trimestre précédent. Alors que les échanges commerciaux ont soutenu la croissance et que, côté offre, l'activité manufacturière est restée solide au premier trimestre, la surprise est surtout venue du dynamisme de la demande domestique et plus particulièrement de la consommation des ménages et de l'investissement en construction. La consommation des ménages s'est ainsi avérée nettement plus dynamique que le laissaient attendre les statistiques de ventes au détail. Ces statistiques pourraient contribuer

à repousser encore l'assouplissement de la politique monétaire, dans un contexte d'inflation jugée encore trop élevée. Par ailleurs, la Banque centrale coréenne s'est récemment inquiétée de la « volatilité » des taux de change.

Jean-Louis Mourier
Economiste



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.