

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

12 février 2024

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Sécurisation

Lundi 5 février, Novo Holdings, société qui contrôle Novo Nordisk, laboratoire pharmaceutique et première capitalisation européenne, a annoncé une opération d'envergure : l'acquisition, pour 16.5 milliards de dollars, de la société américaine Catalent. Cette entreprise fabrique des médicaments pour le compte des sociétés pharmaceutiques, sur des sites implantés essentiellement aux Etats-Unis, en Europe et au Japon. Trois de ces sites seront, d'ailleurs, revendus directement à Novo Nordisk en Italie, Belgique et Etats-Unis pour 11 milliards de dollars.

Depuis les années 1980, les laboratoires avaient pour stratégie d'externaliser et de déléguer de plus en plus d'étapes de leurs chaînes de production. Face à la forte croissance des volumes et à la complexification des médicaments qui exigeaient des investissements importants, aux nécessités de réduire les coûts ou de s'implanter dans des zones aux normes moins contraignantes, les entreprises ont fait le choix de recourir massivement aux sous-traitants.

Cette opération est donc un changement de cap stratégique notable. Elle traduit le besoin des entreprises de s'adapter aux changements à l'œuvre que les épisodes du Covid et des conflits récents ont accéléré. Les besoins de sécurisation des chaînes de production face à la montée des tensions géopolitiques, la remise en cause du libéralisme et la régionalisation des échanges poussent les entreprises à repenser leur stratégie en profondeur. Produire soi-même, dans les zones géographiques de ses clients, est devenu un objectif majeur et un avantage compétitif.

Novo Nordisk s'y attelle déjà depuis plusieurs mois pour accompagner la forte croissance escomptée de ses médicaments GLP-1, traitements contre le diabète et l'obésité. Déjà en novembre, la société avait annoncé un premier investissement de 6 milliards de dollars pour étendre son site de production de Kalundborg au Danemark, puis un autre de 2.3 milliards de dollars, en France, à Chartres. L'achat d'un fabricant de médicaments, qui fournit également ses concurrents, est une étape supplémentaire. D'ailleurs, ces derniers s'en inquiètent, tout en admettant que désormais, maîtriser la fabrication en interne est un axe stratégique essentiel. C'est ce qu'a notamment confirmé, plus tard dans la semaine, le Directeur Général d'AstraZeneca, M. Soriot.

Evidemment, cette opération sera scrutée par les autorités de la concurrence. Mais elle illustre surtout ce que nous décrivions dans nos Perspectives économiques et financières présentées en novembre : dans un cadre géo-économique de quête de souverainetés, de sécurisation des chaînes de valeur, qui se conjugue avec l'impératif de transition énergétique, les entreprises doivent s'adapter. Intégrer les étapes des chaînes d'approvisionnement, quelles qu'elles soient, devient essentiel, quitte à bouleverser en profondeur les modèles d'affaire existants. En tous cas, pour les entreprises qui en ont les capacités ...

Jacques-André Nadal

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



## 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

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	09/02/24	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,078	1,067	1,074	1,1	0,4
€ / £	0,854	0,873	0,886	-2,1	-3,6
€ / Yen	161,00	161,46	141,32	-0,3	13,9
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	82	80	85	2,7	-2,7
Indice CRB*	521	534	555	-2,3	-6,0
Prix de l'once d'Or	2 023	1 970	1 866	2,7	8,4
Prix de la tonne de cuivre	8 169	8 147	8 983	0,3	-9,1
Indice Baltic Dry**	1 545	1 598	592	-3,3	161,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2166	1030	995	110,3	117,7

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

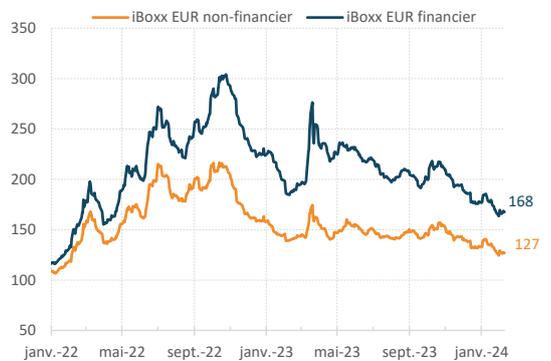
# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La dynamique sur les taux reste haussière sur la semaine, portée principalement par des interventions de membres des banques centrales américaine et européenne, appelant à la patience en matière de baisse des taux à venir, face à une trajectoire incertaine de l'inflation. Les rendements augmentent d'environ 15 pbs de part et d'autre de l'Atlantique, le 10 ans américain clôture à 4.18% et le 10 ans français retrouve les niveaux de 2.90%. Du côté du crédit, la semaine a été marquée par les suites de la résurgence du risque sur les prêts à l'immobilier commercial américain, avec sa propagation en Europe. C'est en premier lieu en Allemagne dont les banques sont particulièrement exposées à ce segment immobilier que les craintes se sont matérialisées : la Deutsche Pfandbriefbank dont 62% des prêts concernent l'immobilier commercial, avec une part non négligeable de 15% de prêts aux Etats-Unis, a vu ses dettes subordonnées perdre 30% de leur valeur. Ces mouvements illustrent les craintes sur l'adéquation des provisions pour risques enregistrées par les banques face au risque majeur de dépréciation du secteur de l'immobilier commercial en Europe. Le reste du marché du crédit n'a pour autant pas été affecté par ce risque bancaire : la réouverture du marché primaire après la publication des résultats, a été bien accueillie par les investisseurs. Les primes d'émissions par rapport au secondaire sont ainsi quasi-nulles, et les primes de risques restent stables sur la semaine.

Evolution des primes de risque des indices iBoxx EUR financier et non-financier (en pbs)



Sources : Covéa Finance, IHS Markit

### Le Focus de la semaine : Multiplication des défauts sur la dette des pays africains

L'opération *Wuambushu*\* lancée il y a bientôt un an dans le département ultramarin de Mayotte affiche des résultats plus que mitigés. Elle se heurte à la désapprobation des Comores voisines. Cet archipel parmi les pays les plus pauvres de la planète a réussi à faire plier la sixième puissance mondiale. Les aides françaises au développement et l'adossement du Franc Comorien à la Banque de France n'auront eu que peu de poids. Il faut dire que l'archipel bénéficie d'un bien plus généreux allié, la Chine qui, selon un rapport de la Direction Générale du Trésor, détient environ le tiers de sa dette et n'hésite pas à financer : aéroport, hôpital ou rénovation de bâtiments officiels. Comme pour les Comores, la Chine est le créancier de nombreux Etats africains. La dette fait partie en effet des « armes » utilisées dans la lutte d'influence que se livre les grandes puissances. L'annulation de 23Mds \$ de dettes par Moscou pour plusieurs de ses partenaires africains, annoncée l'été dernier, lors du sommet Russie-Afrique en est une autre illustration. Or la situation financière de nombreux pays africains reste précaire et les risques de défauts augmentent dangereusement dans cet environnement de taux plus élevés, alerte le FMI. La Zambie a été le premier pays post-covid à demander la restructuration de sa dette. Ce processus est bloqué par la Chine qui s'estime lésée par rapport aux créanciers privés. Pékin préfère souvent négocier de manière bilatérale et hors du groupe informel de créanciers publics des pays endettés qu'est le Club de Paris. Pour cela elle exige des clauses "no Paris Club" auprès des pays afin d'éviter les annulations de dettes, préférant des rééchelonnements. La Chine étant le principal créancier des Etats émergents et en développement en termes de montant de prêts accordés, la multiplication des défauts pourrait se retourner contre elle à l'heure où la situation économique interne est déjà tendue. Après la restructuration d'une partie de la dette du Gabon, l'Ethiopie est en défaut de paiement depuis la fin d'année 2023. Début janvier, le Ghana a annoncé vouloir la restructuration de sa dette. Les gouvernements des deux principaux créanciers, la Chine et la France, ont accepté de se réunir pour discuter des termes d'un futur accord. Cette année pourrait voir d'autres pays du continent faire défaut au premier rang desquels l'Egypte. Avec un stock de dettes de l'ordre de 170Mds \$ l'ampleur d'un tel événement pourrait être plus important. Les difficultés s'accroissent pour le pays. Le Canal de Suez, délaissé par les armateurs, et la chute du tourisme, d'ordinaire principaux moteurs de l'économie égyptienne, ont fait fondre les revenus nationaux ces derniers mois. La Livre pourrait subir une nouvelle dévaluation tandis que plusieurs souches obligataires libellées en dollar arrivent à échéance cette année, dont 1.5Mds \$ dès le mois de mars. En conséquence, l'agence de notation Moody's a revu à « négatif » ses perspectives pour le pays qui est actuellement noté Caa1. Ni le FMI, qui est en passe d'octroyer une nouvelle facilité de paiement de 3Mds \$, ni la Chine et les pays occidentaux ne semblent en mesure d'aider l'Egypte pour de tels montants. Ce sont les pays du Golfe qui devraient vraisemblablement renforcer leur soutien financier en échange de participations dans les entreprises du pays et se poser en prêteurs de dernier ressort.

\*L'opération *Wuambushu* qui signifie en mahorais « reprise en main » est une opération policière d'envergure lancée par le gouvernement français à Mayotte

Lucas Couvert

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	09/02/24	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,75	0,00	0,00	1,00	0,75		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	3,00	0,00	0,00	2,00	1,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,50	0,00	0,00	2,00	1,50		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	4,00	0,00	0,00	1,75	1,25		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
<b>Taux 10 ans</b>											
Etats-Unis	4,18	4,02	4,62	3,87	3,66	16	-45	30	52	-31	20
Allemagne	2,38	2,24	2,65	2,57	2,30	14	-27	-19	8	-33	18
France	2,90	2,75	3,23	3,12	2,76	15	-34	-22	14	13	52
Italie	3,97	3,82	4,51	4,72	4,12	15	-55	-75	-15	59	58
Royaume-Uni	4,09	3,92	4,27	3,67	3,31	17	-19	41	77	-50	52
Japon	0,73	0,67	0,84	0,42	0,50	5	-11	30	23	61	107
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	58,7	58,6	75,6	90,6	76,2	0,1	-16,9	-31,9	-17,4		
Indice Itraxx Crossover	320,6	322,2	408,2	474,1	399,9	-1,6	-87,6	-153,5	-79,3		

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

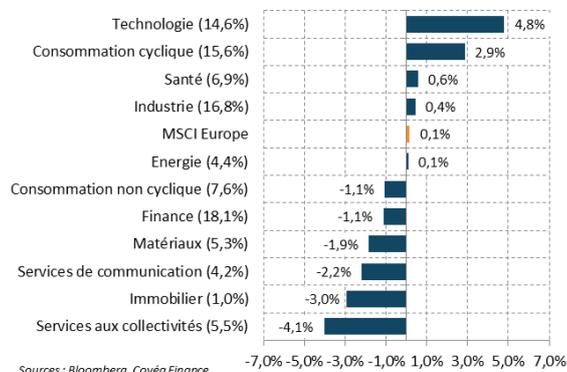
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les marchés européens (MSCI Europe, dividendes non réinvestis) clôturent la semaine en légère progression (+0,2%), principalement rythmés par la saison de publications de résultats annuels. La technologie surperforme, portée par la sphère des semi-conducteurs, suivie par la consommation cyclique, favorisée par de bons résultats d'entreprises à l'instar d'Hermès (+7,5%). Le secteur des services aux collectivités a sous-performé, pénalisé par l'abaissement des objectifs de Verbund (-12,3%) en raison de la baisse des prix de l'électricité. Parmi les valeurs, Adyen a surperformé (+22,4%) suite à sa bonne publication qui a été portée par la hausse des dépenses de consommation ayant stimulé les volumes de la société de paiements. Neste (-14,8%) a révisé ses objectifs alertant notamment sur les perspectives de marge unitaire sur la division Diesel renouvelables. Deutsche Bank (-9,6%) a également chuté, les banques allemandes étant identifiées comme ayant des expositions immobilières commerciales importantes notamment aux Etats-Unis dans un contexte de hausse des taux de vacances et des coûts de refinancement, à l'image des alertes sur la Deutsche Pfandbriefbank. Notons que le MSCI Europe progresse de +1,3% depuis début 2024, avec à nouveau une forte polarisation avec notamment le secteur de la technologie en progression de +15,9%.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 02/02/2024 au 09/02/2024 (GICS)



### Le Focus de la semaine : Eclairage sur les scissions d'entreprises

Pluxee France SA, filiale de Sodexo dédiée aux avantages des salariés (titres restaurants, etc.), a fait ses débuts sur Euronext Paris début février, s'émancipant ainsi de sa maison-mère par le biais d'une scission. Edenred, leader du marché, est également née d'une même opération en s'étant séparé d'Accor en 2010.

Les raisons sous-jacentes de ces opérations sont multiples : réduire une éventuelle décote de conglomérat affectant la maison mère, offrir aux investisseurs une nouvelle société dont l'activité est clairement identifiable et permettre à la nouvelle entité un développement autonome. Une scission octroie à la nouvelle société une agilité opérationnelle accrue, permettant ainsi à chaque société de se concentrer sur son cœur de métier et de mieux saisir les opportunités sur son marché. Cette pratique fréquente aux Etats-Unis, devient de plus en plus commune en Europe. Ce type d'opérations se multiplie et de nombreux projets ont été annoncés pour les mois à venir.

En décembre, Solvay s'est scindé en deux entités. La première réunit les activités de chimie de base et la seconde, Syensqo, recouvre les activités de chimie de spécialités, en faisant de chacune d'entre elles des acteurs spécialisés de premier plan. Certains peuvent parfois aller plus loin, à l'instar du conglomérat Vivendi qui souhaite se scinder en quatre entités : Canal+, Havas, les actifs regroupant l'édition et la distribution et enfin une société d'investissement.

Le groupe pharmaceutique Sanofi, qui avait déjà séparé sa division de principes actifs Euroapi, a récemment annoncé son intention de séparer son pôle de médicaments sans ordonnance, afin de se concentrer sur les médicaments innovants et sous brevet, plus risqués mais plus rentables. Cette stratégie avait déjà été mise en place par le laboratoire britannique GSK via l'introduction en bourse d'Haleon, sa division santé grand public.

Le cimentier helvétique Holcim a décidé de coter ses activités nord-américaines aux Etats-Unis. Outre les arguments liés aux subventions du plan d'infrastructure IRA et une liquidité accrue, l'objectif est de mieux orienter et cibler les stratégies de chacune des entités en fonction de leur différent profil et des marchés sur lesquels elles sont exposées.

Si les scissions ne font pas toujours l'objet de réussites stratégiques ou boursières du fait de leur processus complexe, force est de constater que les sociétés font davantage preuve d'adaptation à leur environnement opérationnel, critère que nous suivons de près à travers nos Perspectives Economiques et Financières.

Ambre Saada

Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	09/02/24	J-7	09/11/23	29/12/23	T-12 mois	J-7	09/11/23	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	157	155	143	153	147	0,8	↑	9,8	↑	2,6	↑	6,4	↑
MSCI EMU Mid Cap	964	961	900	966	1 001	0,2	↑	7,1	↑	-0,3	↓	-3,7	↓
MSCI EMU Small Cap	408	409	382	426	419	-0,2	↓	6,8	↑	-4,1	↓	-2,6	↓
MSCI Europe	163	163	150	161	155	0,1	↑	8,2	↑	1,3	↑	5,0	↑
France CAC 40	7 648	7 592	7 114	7 543	7 188	0,7	↑	7,5	↑	1,4	↑	6,4	↑
Allemagne DAX 30	6 679	6 695	6 075	6 629	6 346	-0,2	↓	9,9	↑	0,8	↑	5,2	↑
Italie MIB	31 156	30 718	28 644	30 352	27 504	1,4	↑	8,8	↑	2,7	↑	13,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 573	7 616	7 456	7 733	7 911	-0,6	↓	1,6	↑	-2,1	↓	-4,3	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 867	8 917	8 543	8 920	8 929	-0,6	↓	3,8	↑	-0,6	↓	-0,7	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

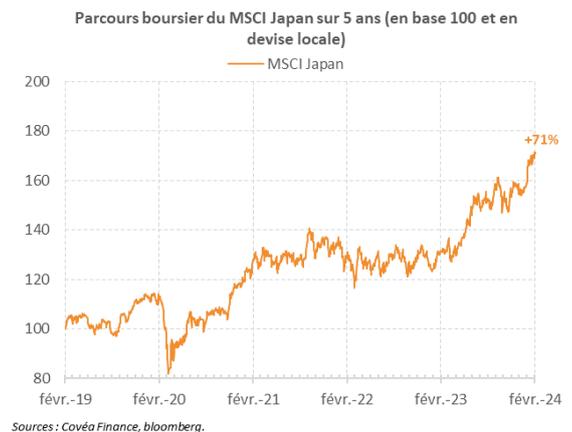
Les marchés **asiatiques** affichent des performances contrastées sur la semaine. Notons que les performances sont biaisées par de nombreuses fermetures de marché en Asie, un à plusieurs jours de la semaine, en raison du nouvel an chinois. Pour autant, les marchés chinois se démarquent largement à la hausse, bien aidés par la volonté du régulateur d'intensifier ses efforts de soutien au marché boursier. A l'inverse, l'Inde souffre comme souvent lorsque les marchés chinois sont recherchés, tandis que l'Australie baisse après le statu quo sans surprise de la banque centrale australienne.

Dans les éléments transverses, et plus précisément dans la thématique de l'activisme et le thème plus japonais de la réduction de participations croisées, le fonds activiste Elliott a ciblé Mitsui Fudosan, un des leaders de l'immobilier japonais. Il réclame la vente de sa participation dans Oriental Land, qui gère Tokyo Disneyland. Dans la volonté de sécuriser les chaînes d'approvisionnement, retenons que LG Chem a signé un contrat de fourniture de batteries (cathodes) pour General Motors qui prendra effet en 2026. La production sera assurée sur le sol américain, dans l'usine de LG basée dans le Tennessee.

**Aux Etats-Unis**, l'indice S&P500 poursuit sa hausse (+1,4%) et enregistre un nouveau record historique, porté par les résultats trimestriels de plusieurs grandes entreprises (Eli Lilly, Disney et Booking notamment) et des chiffres d'emploi et de confiance des ménages qui continuent de plaider en faveur d'une activité domestique soutenue. La technologie, la consommation discrétionnaire et la santé (portées par des publications de résultats) surperforment l'indice général. A l'inverse, la consommation courante (suite à de mauvaises publications) et les services publics (pénalisés par la remontée des rendements obligataires) terminent en territoire négatif. Du côté des entreprises, notons que de nombreuses sociétés restent focalisées sur la préservation de leur marges et multiplient les plans sociaux, à l'image d'Estée Lauder (3 à 5% des effectifs), Snapchat (10%) ou Docusign (8%).

### Le Focus de la semaine : Les effets de la pression de la bourse de Tokyo sur les entreprises japonaises en matière de gouvernance

Depuis le début de l'année au Japon, la bourse de Tokyo (Tokyo Stock Exchange) intensifie son contrôle de la gouvernance et de l'allocation du capital des entreprises nipponnes. En effet, à la mi-janvier, le TSE a mis en ligne la liste des sociétés qui, selon lui, communiquent clairement en la matière. Elle sera dorénavant mise à jour tous les trois mois. Le 1er février, la bourse de Tokyo a également précisé ce qui est attendu des entreprises pour améliorer leur gouvernance. Cette pression qu'elle exerce semble durable, dans un contexte d'intérêt grandissant des investisseurs étrangers pour le marché japonais. Rappelons que la structure en « kereitsu » (ensemble d'entreprises entretenant entre elles des relations capitalistiques) est courante au Japon. Ainsi, dans un objectif d'atteinte des standards internationaux, la réduction des participations croisées représente une des étapes les plus efficaces à mettre en place, potentiellement accompagnée de rachats d'actions. Les entreprises ont depuis quelques années déjà entamé ce processus de réduction de ces participations, avec une accélération sur la période récente. A titre d'exemple, Toyota, en novembre dernier a cédé 8% du capital de Denso, une opération de près de 4 milliards de dollars, quand, dans le même temps, Denso annonçait vendre des parts de Aisin et Toyota Industries. Fin janvier, Hitachi et NEC se sont défaits de leurs participations dans le fabricant de puces Renesas. Les activistes s'engouffrent d'ailleurs dans cette brèche ; pour preuve, la demande d'Elliott à Mitsui Fudosan (immobilier) la semaine dernière, lui enjoignant de céder sa participation dans Oriental Land (gestionnaire de parcs d'attraction Disneyland). Nul doute que ces mouvements inspirent certains pays dans la région asiatique, puisque le régulateur coréen a également lancé récemment un programme pour inciter à une meilleure allocation du capital en Corée du Sud, le pays offrant de nombreuses similitudes avec le Japon en termes de participations croisées.



**Kenn Gagnon**

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale			en €				
	09/02/24	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	5 027	4 959	4 347	3 840	4 090	1,4 ↑	15,6 ↑	30,9 ↑	22,9 ↑	1,4 ↑	14,4 ↑	30,0 ↑	21,7 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	38 672	38 654	33 892	33 147	33 869	0,0 ↑	14,1 ↑	16,7 ↑	14,2 ↑	0,1 ↑	12,9 ↑	15,8 ↑	13,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 991	15 629	13 521	10 466	11 718	2,3 ↑	18,3 ↑	52,8 ↑	36,5 ↑	2,4 ↑	17,0 ↑	51,7 ↑	35,1 ↑
Japon Nikkei 300	546	539	496	401	417	1,3 ↑	9,9 ↑	36,1 ↑	30,8 ↑	0,7 ↑	10,3 ↑	18,7 ↑	14,1 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 620	2 615	2 427	2 280	2 470	0,2 ↑	8,0 ↑	14,9 ↑	6,1 ↑	0,3 ↑	5,4 ↑	7,4 ↑	0,2 ↑
Chine - Shanghai	2 866	2 730	3 053	3 089	3 261	5,0 ↑	-6,1 ↓	-7,2 ↓	-12,1 ↓	5,5 ↑	-5,3 ↓	-11,6 ↓	-17,3 ↓
Hong Kong Hang Seng	15 747	15 534	17 511	19 781	21 190	1,4 ↑	-10,1 ↓	-20,4 ↓	-25,7 ↓	1,4 ↑	-11,2 ↓	-21,2 ↓	-26,2 ↓
Marchés Emergents - MSCI	996	988	956	956	1 014	0,7 ↑	4,1 ↑	4,1 ↑	-1,8 ↓	0,8 ↑	3,0 ↑	3,3 ↑	-2,8 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Technologie O-RAN: un changement de paradigme pour la télécommunication mobile ?

La technologie de la télécommunication mobile 5G est considérée comme une technologie de rupture, permettant des débits jusqu'à dix fois plus importants que la 4G. Cette amélioration a été rendue possible par l'utilisation de fréquences plus élevées du spectre des télécommunications.

La 5G présente néanmoins un inconvénient majeur: la réduction de la portée du signal des équipements du réseau. En conséquence, pour fournir une couverture équivalente à la 4G, le déploiement de la 5G nécessite un maillage du territoire plus dense, augmentant ainsi le coût économique du déploiement du réseau pour les opérateurs.

La communication mobile repose sur deux technologies qui fonctionnent conjointement : le réseau cœur (*Core Network*) et le réseau radio (*Radio Access Network* ou «*RAN*»). Le réseau cœur assure l'authentification des utilisateurs et sert d'interface de connexion à la fibre des opérateurs, permettant la transmission du signal entre les points de connexion. Parallèlement, le réseau radio permet de faire le lien entre le téléphone portable situé dans son périmètre et le réseau cœur.

L'architecture du réseau RAN a traditionnellement été propriétaire, ce qui signifie que l'ensemble des équipements et des logiciels nécessaires à son fonctionnement doivent provenir du même fabricant. En conséquence, les acteurs bénéficiaient de barrières à l'entrée sur un marché oligopolistique.

Ce modèle risque d'être remise en question avec Open RAN (ou O-RAN), une nouvelle technologie qui a récemment fait son apparition. Celle-ci va en effet à l'encontre du concept du réseau radio traditionnel grâce à son architecture ouverte composée de différents modules et d'une interface interopérable.

Dans cet environnement, de nouveaux acteurs (industriels et développeurs de logiciels) peuvent pénétrer ce marché, sans pour autant maîtriser l'ensemble de la chaîne de valeur.

### La technologie O-RAN permet d'apporter plusieurs bénéfices aux opérateurs des télécommunications:

- Diminuer la dépendance vis-à-vis d'un nombre de fournisseurs limité,
- Répondre au besoin de densification des infrastructures induit par la 5G,
- Augmenter la capacité d'innovation et d'agilité grâce à une offre plus diversifiée du software,
- Réduire le coût de détention des infrastructures télécom.

Les pouvoirs publics pourraient également soutenir la technologie O-RAN dans la mesure où elle permet de réduire les investissements d'infrastructure. Et ainsi, les économies réalisées pourraient être consacrées à « l'inclusion digitale » des territoires, par exemple grâce à la densification du réseau en zone rurale.

Malgré des bénéfices apparents, selon les estimations de la société japonaise NEC Corporation, **en 2021, la technologie O-RAN était marginale avec un taux de pénétration inférieur à 10%**. Le principal frein à son développement réside dans la difficulté d'interopérabilité. L'intégration des équipements de différents fabricants au sein du même réseau est complexe, surtout en cas de dysfonctionnement d'un des éléments, pouvant engendrer des coûts significatifs pour des opérateurs télécom.

Toutefois, cette contrainte pourrait être surmontée par l'adhésion des fabricants d'équipements à des exigences d'harmonisation et de certification communes. A ce jour, ce rôle est principalement endossé par O-RAN Alliance, une organisation des industriels fondée en août 2018 par 5 opérateurs télécom (AT&T, China Mobile, Docomo, Orange et T-Mobile) et comptant aujourd'hui plus de 300 participants.

**L'un des principaux opérateurs des télécommunications aux Etats-Unis, AT&T, a récemment annoncé déployer un réseau radio à architecture ouverte à l'échelle commerciale aux Etats-Unis** en collaboration avec Ericsson. AT&T compte y consacrer près de 14Mds\$ sur une période de 5 ans. La société prévoit d'équiper 70% de son réseau mobile par des modules compatibles O-RAN d'ici 2026.

Cette annonce pourrait inciter d'autres opérateurs à suivre l'exemple, surtout si ce déploiement du réseau radio à architecture ouverte s'avère réussi. Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous suivons de près les sociétés proposant des technologies innovantes.

**Victor Pavlov**

*Analyste financier et extra financier*

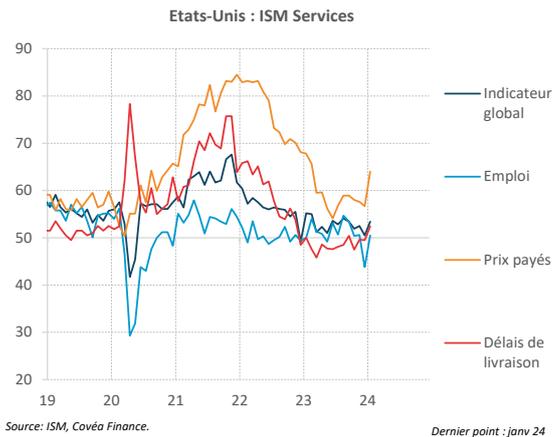


# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les membres du comité de politique monétaire renouvellent un message de prudence »

**Plusieurs membres du comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale ont pris la parole la semaine dernière.** La gouverneure de la Réserve Fédérale Adriana Kugler (membre votante permanente) a déclaré que l'inflation montre de solides signes de ralentissement. Néanmoins, même si elle se déclare « optimiste » quant à la poursuite des progrès en matière d'inflation, elle a indiqué qu'il est nécessaire d'avoir plus de données pour être certain que l'inflation retourne durablement à la cible. Si le processus de désinflation s'arrête, elle serait favorable au maintien de taux stables pendant une période prolongée. Thomas Barkin, Président de la Fed de Richmond et membre votant en 2024, a adopté un ton plus prudent. Il a déclaré ne pas être encore convaincu que les progrès en matière d'inflation se poursuivraient, dans la mesure où le ralentissement de la croissance des prix ne s'observe pas encore dans le secteur des services, ni dans l'évolution des loyers. La Présidente de la Fed de Boston, Susan Collins (membre non-votante) a également adopté un ton prudent. Selon elle, les récents signes de vigueur de la consommation et de l'emploi montrent que le refroidissement de l'économie américaine pourrait prendre un certain temps et que les baisses des taux devront être graduelles et méthodiques. De la même manière, Neel Kashkari, Président de la Fed de Minneapolis (non-votant), a également mis en garde contre une baisse trop rapide des taux, indiquant que deux à trois baisses de taux en 2024 seraient appropriées, sur la base des données actuellement disponibles. **Ces commentaires, qui incitent à la patience, font écho au discours de Jerome Powell prononcé lors de la réunion de janvier** de la Réserve Fédérale. Il avait en effet indiqué qu'une baisse de taux en mars n'était « probablement pas le cas le plus probable ».



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Services	Indice janv.-24	<b>53,4</b>	50,5	56,1	52,8
Importations	Val, NCVS, GA% déc.-23	<b>-2,1</b>	0,0	14,6	-4,9
Exportations	Val, NCVS, GA% déc.-23	<b>0,0</b>	-3,0	17,5	-2,2

\* Du 05/02/2024 au 11/02/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

**L'indice ISM services a progressé de près de trois points en janvier à 53,4.** L'indicateur d'activité est resté stable à 55,8 ; les commandes accélèrent, notamment à l'exportation ; les carnets de commandes augmentent à nouveau et les stocks diminuent, même s'ils sont toujours jugés trop élevés. Le rebond de l'indicateur synthétique est surtout lié à la composante emploi. Cette dernière avait chuté à 43,8 en décembre et elle s'est redressée à 50,5 en janvier. Par ailleurs, les tensions inflationnistes restent fortes, avec un indicateur des prix payés en hausse de 7,3 points, à 64,0. Il traduit notamment la poursuite de la hausse des salaires, mais aussi le retour des contraintes d'approvisionnement, avec une augmentation des délais des livraisons des fournisseurs.

Sur le plan budgétaire, le Sénat fait un premier pas vers un renforcement du soutien à l'Ukraine. Alors que la proposition initiale d'un projet de loi de 118 Mds\$ sur la sécurité des frontières et le soutien à l'Ukraine et à Israël a été rejetée par les sénateurs républicains, un nouveau texte portant uniquement sur 60 Mds\$ d'aides à l'Ukraine, Israël, Taiwan et de l'aide humanitaire pour Gaza et d'autres régions a été proposé. Lors d'un vote de procédure, le Sénat a voté par 67 voix contre 32 pour que le projet de loi amorce son parcours législatif. Ce vote ouvre ainsi la voie à un processus, potentiellement long, de négociation sur les amendements au projet de loi.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Europe

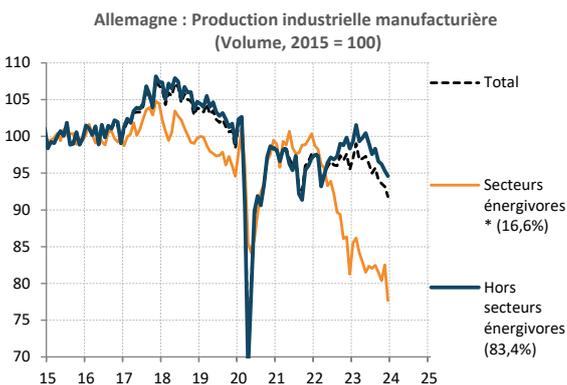
« L'industrie allemande toujours en difficulté »

Dans un entretien à la presse, **Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, a une nouvelle fois appelé à la patience.** Certes, la hausse des taux est terminée, mais les récents indicateurs tendent à confirmer que, dans la course de fond contre l'inflation « le dernier kilomètre est le plus dur ». Elle cite la progression toujours soutenue des prix des services, mais aussi les indicateurs d'enquêtes auprès des entreprises qui montrent un regain de tension sur les coûts et des perspectives de prix de vente orientés à la hausse. De plus, s'appuyant notamment sur les derniers résultats de l'enquête sur les conditions de crédit et les statistiques de distribution de crédit, elle indique que la transmission des hausses passées arrive à son terme. Elle évoque aussi le marché du travail tendu et la détente importantes des conditions financières depuis quelques semaines. Boris Vujcic, gouverneur de la banque centrale de Croatie se fait aussi l'apôtre de la patience. Il considère que la baisse des taux directeurs, lorsqu'elle aura commencé, devrait être très progressive, avec des mouvements de

25 points de base et pas forcément à chacune des réunions du Conseil des gouverneurs consacrées à l'examen de la politique monétaire. Il a également cité la résistance de l'inflation des services, mais aussi -comme Isabel Schnabel d'ailleurs- l'étude du FMI qui mettait en avant les nombreuses occasions où les banques centrales avaient baissé leur garde alors que le reflux de l'inflation n'était pas définitif. Il considère enfin que la prudence dans le processus de baisse des taux serait justifié au regard de l'incertitude qui pèse sur la détermination du « taux neutre », qu'il juge probablement plus élevé que dans le passé en raison des nombreux changements structurels intervenus à l'occasion de la succession de crises.

Dans la zone euro, les ventes au détail (à prix constants) ont chuté de 1,1% en décembre par rapport au mois précédent, après +0,3% en novembre (-0,3% d'abord estimé). Sur l'ensemble de l'année dernière, la baisse est de 0,8%. En séquentiel, les ventes étaient en baisse tant pour les carburants et les produits alimentaires que pour les autres catégories de biens. Sur un an, les ventes de carburants ont chuté de 6,2% et celles de produits alimentaires ont reculé de 1,0%, alors que celles des autres catégories de biens sont restées quasiment stables (+0,1%).

**En Allemagne, la production industrielle s'est contractée de 1,6% en décembre,** lissée sur trois mois, la baisse atteint 1,8% (-3,0% sur un an). En moyenne sur l'ensemble de l'année dernière, la production industrielle allemande a reculé de 1,5%. L'activité a chuté de 7,6% par rapport à novembre dans la chimie et de 3,4% dans la construction. Les industries à forte intensité énergétique se sont contractées de 5,8% sur le mois. Sur l'ensemble de l'année 2023, la production des industries les plus énergivores a chuté de 10,2%, le recul le plus marqué étant dans la chimie (-10,6%). Toujours en décembre, les commandes manufacturières ont bondi de 8,9% en séquentiel (à prix courants). Mais la surprise s'explique uniquement par des grands contrats, et notamment par des commandes enregistrées par Airbus. En excluant ce dernier mouvement, les commandes ont baissé par rapport au mois précédent. Par ailleurs, l'IfO signalait que près de 40% des entreprises



Sources : Datastream, Covéa Finance  
 \*Industrie chimique, Industrie du papier et du carton, Cokéfaction et raffinage, Métallurgie et fabrication d'autres produits minéraux non métalliques  
 Les nombres entre parenthèses représentent le poids de chaque secteur. Dernier point déc 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Ventes au détail <i>Vol, CVS, GA%</i>	déc.-23	-0,7	-0,7	0,9	-1,7
AL	Prod. industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	déc.-23	-3,8	-4,7	-0,4	-1,7
FR	Indicateur de confiance BdF <i>Indice</i>	janv.-24	93,3	96,2	100,8	94,4
IT	Ventes au détail <i>Vol, CVS, GA%</i>	déc.-23	-2,4	-2,5	-0,5	-3,5
	Prod. Industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	déc.-23	-2,2	-2,6	0,4	-2,5
ES	Prod. Industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	déc.-23	-0,3	0,9	2,8	-0,7

\* Du 05/02/2024 au 11/02/2024 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

manufacturières allemandes estiment encore que la faiblesse de la demande pèse sur leur activité.

L'excédent de la balance commerciale allemande a augmenté en décembre, mais une nouvelle fois dans un contexte de contraction des échanges : à prix courants, les exportations ont chuté de 4,6% sur le mois alors que les importations ont reculé de 6,7%. Sur l'ensemble de l'année 2023, les exportations ont diminué de 1,4% et les importations ont chuté de 9,7%, permettant à l'excédent commercial d'atteindre 201Mds€. En France, au contraire, les exportations et les importations ont progressé en décembre, les secondes plus que les premières ce qui a entraîné une augmentation du déficit par rapport à novembre. Sur l'ensemble de l'année 2023, le déficit commercial est revenu juste sous les 100Mds€, à 99,6Mds€. Une nette baisse par rapport à 2022, mais un niveau encore historiquement élevé.

**Eloïse Girard-Desbois**  
Economiste



**Jean-Louis Mourier**  
Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

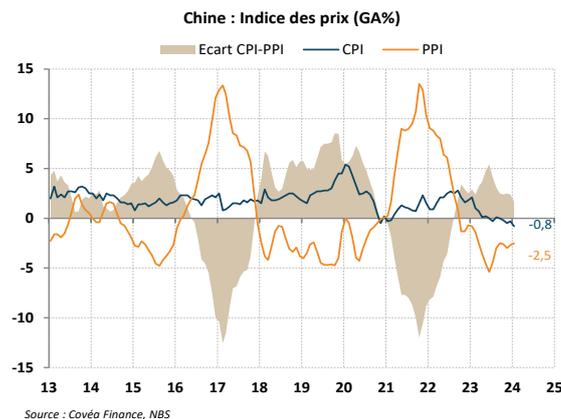
« Chine : l'environnement déflationniste est symptomatique d'une demande déprimée »

**Les pressions déflationnistes restent prononcées en Chine. L'indice des prix à la consommation a baissé de 0,8% en janvier, en glissement annuel, après un déclin de 0,3% en décembre.** Il s'agit du quatrième mois consécutif de baisse et le recul le plus fort enregistré en 15 ans. Une partie de ce déclin s'explique toutefois par un effet de base lié à la date du nouvel an chinois (en janvier en 2023, mais en février en 2024). Ce phénomène devrait se traduire par une inflation plus forte en février en glissement annuel. Dans le détail, l'inflation alimentaire s'est particulièrement affaiblie en janvier (-5,9% sur un an, contre -3,7% en décembre) et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) s'est modérée à 0,4% (contre 0,6% en décembre). En revanche, les prix des carburants de transport se sont pratiquement stabilisés (-0,1% après -1,4% en décembre). Du côté des prix à la production, la dynamique reste déflationniste malgré un moindre déclin de l'indice, à -2,5% après -2,7% en décembre. Une hausse marquée des prix a été enregistrée dans les activités d'extraction pétrolière et gazière alors qu'au contraire, les prix ont reculé dans les activités de transformation de métaux ferreux. Ainsi, ces indices de prix (au même titre

que le déflateur du PIB) continuent de dépendre d'un environnement où l'offre de biens et services peine à trouver une demande robuste. Alors que les réponses politiques semblent encore insuffisantes pour inverser cette tendance, la deuxième session de la 14ème Assemblée nationale populaire de Chine, qui s'ouvrira le 5 mars prochain, sera peut-être l'occasion de nouvelles annonces de soutien.

**Néanmoins, la dynamique du crédit a surpris par sa vigueur en janvier.** Les financements agrégés à l'économie ont atteint 6 500 Mds RMB sur le mois contre 1 940 Mds RMB en décembre. La croissance de ces financements se maintient ainsi à 9,5% en glissement annuel malgré une base bien moins favorable (en lien avec la réouverture de l'économie en janvier 2023) et un essoufflement des émissions supplémentaires d'obligations publiques qui s'étaient concentrées sur la fin de l'année 2023. La progression robuste des financements aurait été tirée en partie par un redressement des prêts à moyen-long terme des ménages (c'est-à-dire principalement les prêts immobiliers). Cette observation reste toutefois insuffisante pour dresser des conclusions favorables pour le marché immobilier dans la mesure où elle est contredite par les données de la *China Real Estate Information Corporation* (CRIC) sur les ventes de logements des 100 principaux développeurs chinois qui restent en forte baisse en janvier (-36,3% en GA).

**Au Japon, la dynamique des salaires reste la principale incertitude sur l'évolution de la politique monétaire.** Le salaire moyen a quelque peu progressé en décembre, à +1% en glissement annuel contre 0,7% en novembre, mais cette progression reste très loin de la hausse de 3% qui, selon l'ancien gouverneur H. Kuroda, serait nécessaire pour atteindre durablement la cible d'inflation de 2%. Toutefois, les détails de la publication sont plus encourageants. En effet, la faible dynamique des salaires reflète principalement une



Source : Covéa Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
JP	Salaires	CVS, GA%	déc.-23	1,0	0,7	1,7	1,2
	Total des flux de crédit	GA%	janv.-24	9,5	9,5	9,6	9,5
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	janv.-24	-0,8	-0,3	2,0	0,2
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	janv.-24	0,4	0,6	0,9	0,7

\*Du 05/02/2024 au 11/02/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

moindre vigueur des « paiements spéciaux » (qui comprennent surtout les primes) qui n'ont augmenté que de 0,5% en glissement annuel. Les salaires contractuels, une composante plus durable, ont en revanche accéléré à 1,6% en glissement annuel (1% en novembre), soit une des plus fortes croissances enregistrées sur les 30 dernières années. La dynamique future des salaires dépendra notamment des résultats des négociations salariales de printemps. Rengo, la confédération des syndicats de travailleurs japonais (7 millions de membres), a indiqué qu'elle visait des augmentations d'au moins 5% pour ses membres à l'issue de ces négociations. Rappelons qu'au Japon, les salaires progressent toujours beaucoup moins vite que l'inflation, comme l'illustre le salaire réel (-1,9%).

**En Australie, la Banque centrale (RBA) maintient sa politique monétaire inchangée et conserve un ton restrictif.** Les banquiers centraux ont laissé le taux directeur inchangé à 4,35% à l'occasion de leur réunion de février. La communication a également peu évolué depuis la réunion de décembre. Le comité nous indique qu'il faudra encore un certain temps avant que l'inflation (4,1% au T4 2023) ne se situe durablement dans la fourchette cible (2-3%). Les membres ont à nouveau mis l'accent sur la dépendance des décisions futures de politique monétaire aux données économiques, réitérant qu'« une nouvelle hausse des taux d'intérêt n'est pas à exclure ». Alors que les autres grandes banques centrales occidentales assouplissent leurs discours, la RBA conserve ainsi un biais restrictif.

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.