

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

4 mars 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Quelle lecture faire du retour des opérations de fusions et acquisitions ?

Depuis plusieurs mois, les sociétés américaines s'engagent dans d'importantes opérations de croissance externe. Si le nombre d'opérations ne progresse pas, la valeur de celles-ci progresse très sensiblement, traduisant une forte hausse de leurs montants. Plusieurs points peuvent être mis en avant pour expliquer le retour de cette dynamique. La baisse des taux longs depuis les points hauts d'octobre 2023, accompagnée d'une baisse sensible des primes de crédit rendent les montages financiers plus attractifs. Par ailleurs, la problématique des entreprises pour faire progresser leurs volumes de ventes, doublées désormais d'une plus grande difficulté à faire passer des hausses de prix, exigent de la part de celles-ci de trouver d'autres moyens de préserver leurs marges. Ces opérations d'ampleur offrent donc l'opportunité d'aller chercher des synergies et ainsi espérer redynamiser la croissance des résultats. De façon plus anecdotique, nous pouvons également penser à la volonté des entreprises de procéder à leurs opérations de croissance externe avant les élections de mi-novembre aux Etats Unis. Enfin, les contraintes de financement qui ont pu naître de la crise COVID ou de la crise bancaire, notamment pour des petites sociétés de technologie ou de biotechnologie, obligent désormais celles-ci à trouver des portes de sortie en se faisant racheter, tout en offrant potentiellement à leurs acquéreurs de nouveaux relais de croissance.

Nous notons toutefois que ces opérations font l'objet d'une vigilance accrue de la part des régulateurs, mais également de la classe politique. Ainsi, la volonté de préserver les intérêts nationaux (par exemple dans l'opération envisagée de rachat de US Steel par Nippon Steel) ou de limiter le risque d'une trop forte concentration des parts de marché au détriment des consommateurs (dans l'exemple de la fusion envisagée entre les deux distributeurs alimentaires Kroger et Albertson, ou celle avortée des compagnies aériennes Spirit et Jetblue) confirment une nouvelle fois l'importance du retour du Politique dans la capacité des entreprises à conduire leur stratégie.

Au-delà de la vigilance des régulateurs, la Fed devrait également porter un œil attentif sur ces opérations. En effet, comme sur l'immobilier résidentiel, nous constatons que les baisses de taux longs entraînent très rapidement une réaction des agents économiques qui se portent acheteurs d'actifs réels. L'extrême sensibilité de l'économie américaine à la baisse des taux ne peut pas être ignorée par la Fed, tant les risques d'une re-stimulation du prix des actifs, et par voie de conséquence de l'inflation, seraient préjudiciables à la conduite à long terme de la politique monétaire. C'est ce que nous décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières, et qui nous fait penser que les marges de manœuvre de la banque centrale américaine sont très limitées en 2024.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

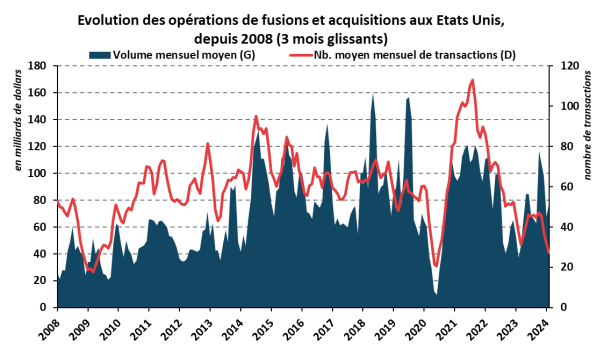
Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Focus de la semaine

« une forte hausse du montant des opérations d'acquisitions »



Sources : Bloomberg, Covéa Finance. Données au 28/02/2024, opérations supérieures à \$100M intégrant une partie prenante nord-américaine (acheteur ou vendeur).

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	01/03/24	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,084	1,067	1,060	1,6	2,3
€ / £	0,857	0,873	0,887	-1,9	-3,4
€ / Yen	162,68	161,46	144,94	0,8	12,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	84	80	85	4,4	-1,4
Indice CRB*	524	534	549	-1,8	-4,5
Prix de l'once d'Or	2 096	1 970	1 841	6,4	13,9
Prix de la tonne de cuivre	8 504	8 147	8 959	4,4	-5,1
Indice Baltic Dry**	2 203	1 598	1 145	37,9	92,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1979	1030	931	92,1	112,6

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 :

Les marchés de taux ont évolué la semaine dernière au gré des nombreuses publications d'indicateurs macro-économiques : évolution des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) aux États-Unis, indice des prix à la consommation (CPI) en Europe, indicateurs des directeurs d'achats (PMI). Le début de la semaine était orienté à la hausse pour les taux d'intérêt, puis la deuxième partie a été orientée à la baisse suite à la publication des chiffres d'inflation qui ressortent moins élevés qu'anticipé. Les attentes par le marché de baisses de taux des banques centrales ont évolué en conséquence avec un léger décalage dans le temps des attentes de premières baisses de taux pour la BCE et une probabilité de première baisse de taux pour juin pour la FED qui progresse de 80 à 90%. Dans ce contexte, la référence à 10 ans américaine baisse de 5 points de base (pbs) à 4,20% ; les taux européens sont quant à eux en hausse de 4 à 7 pbs à 2,90% pour la France, 2,41% pour l'Allemagne et 3,87% pour l'Italie. L'écart de taux entre l'Allemagne et les États-Unis se resserre en conséquence et passe sous les 180 pbs. Du côté du crédit, les primes de risque sont restées assez stables sur la semaine, la saison de publications des résultats des entreprises battant toujours son plein.

Le Focus de la semaine : Point sur le dollar

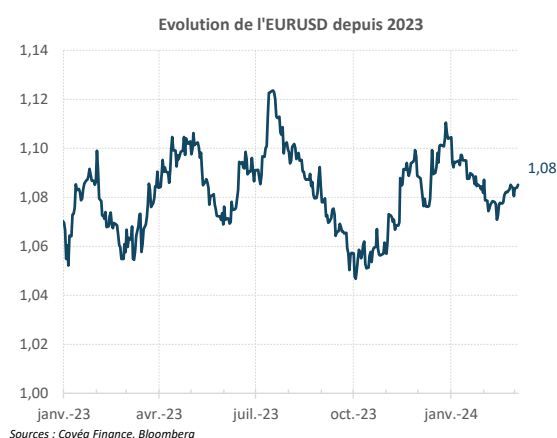
Après une année 2023 qui aura été en faveur de l'euro, avec une performance de la parité euro dollar qui affichait 3,12%, l'année 2024 débute, à l'inverse, en faveur du dollar. Sur les 2 premiers mois de l'année, le dollar progresse de 1,75% contre euro. Le contexte économique est cependant différent. En 2023, nous étions dans la continuité du cycle de durcissement des taux directeurs des banques centrales, les chiffres d'inflation restant un des éléments clés dans leurs décisions.

Le reflux de l'inflation étant amorcé, les investisseurs estiment désormais que l'année 2024 sera une année de baisse des taux directeurs pour la FED et la BCE. Du côté européen, l'activité montre des signes de ralentissement. Certains pays, comme l'Allemagne, sont entrés en récession, comme l'ont montré les dernières publications de croissance. Toutefois, du côté américain, les données d'activités montrent une économie résiliente qui est pour le moment peu pénalisée par le niveau des taux directeurs de la FED.

Ce décalage entre les 2 zones a amené les investisseurs à croire que la BCE opérerait ses premières baisses de taux directeurs un peu plus tôt que la FED. Ceci a profité au dollar dont l'écart de taux à 2 ans avec l'Europe a progressé d'un niveau de 156 points de base mi-janvier (soit 2,58% sur l'Allemagne et 4,14% sur les États-Unis) à près de 190 points de base mi-février (soit 2,74% sur l'Allemagne et 4,64% sur les États-Unis).

Sur la période récente, les banquiers centraux ont néanmoins tenté de calmer les ardeurs du marché concernant le début éventuel des premières baisses de taux. Christine Lagarde annonce que les taux seront abaissés quand le conseil des gouverneurs sera sûr que l'inflation pointe vers 2%. Jerome Powell de son côté annonce être attentif à ne pas baisser les taux trop vite. Ces éléments ont permis à l'euro de reprendre quelques couleurs.

Beaucoup d'éléments devraient encore apporter de la volatilité dans la parité euro dollar cette année : les élections américaines, les tensions géopolitiques, la résilience ou non de l'inflation ... mais les décisions des banques centrales resteront un point clé de la performance de cette parité.



Xavier Bouscharain
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	01/03/24	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
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,75	0,00	⇒	1,00	↑	0,75	↑
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	3,00	0,00	⇒	2,00	↑	1,50	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	2,50	0,00	⇒	2,00	↑	1,50	↑
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	4,00	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	⇒
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,18	4,25	4,62	3,87	4,06	-7	↓	-44	↓	31	↑
Allemagne	2,41	2,36	2,65	2,57	2,75	5	↑	-23	↓	-16	↓
France	2,90	2,83	3,23	3,12	3,23	8	↑	-33	↓	-21	↓
Italie	3,89	3,80	4,51	4,72	4,62	9	↑	-63	↓	-83	↓
Royaume-Uni	4,11	4,04	4,27	3,67	3,84	8	↑	-16	↓	44	↑
Japon	0,72	0,72	0,84	0,42	0,51	0	↓	-12	↓	30	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	54,7	54,0	75,6	90,6	79,3	0,7	↑	-20,9	↓	-35,9	↓
Indice Itraxx Crossover	302,1	301,2	408,2	474,1	412,2	0,8	↑	-106,2	↓	-172,1	↓

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

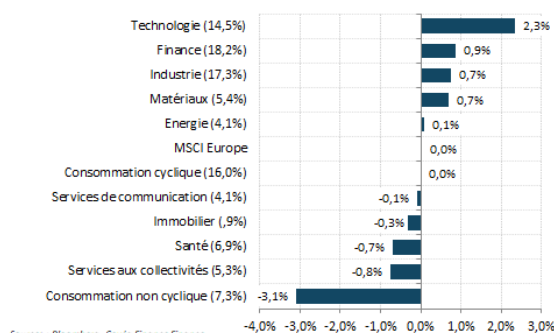
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché action européen (Indice MSCI Europe, dividendes non réinvestis) est resté stable, principalement animé par la saison des résultats en Europe et des publications économiques telles que le PIB américain et l'inflation en Zone Euro. Depuis le début de l'année, le MSCI Europe s'apprécie de 3,9%. En termes d'évolutions sectorielles, la technologie (+2,3%), la finance (+0,9%) et l'industrie (+1,2%) surperforment alors que la consommation non cyclique (-3,1%), les services aux collectivités (-1,1%) et la santé (-0,7%) sous-performent. Parmi les variations notables, le fabricant de protéines plasmatiques Grifols affiche la plus forte baisse (-34,9%) après avoir signalé qu'il générerait moins de trésorerie d'exploitation cette année. Téléperformance corrige (-14,1%) après que la société de paiement suédoise Klarna ait indiqué que son assistant d'intelligence artificielle a géré 2,3 millions de conversations sur un mois, soit les deux-tiers des conversations avec ses clients (ce qui remet en cause son modèle d'affaires de Téléperformance). Concernant les plus fortes hausses, la première place revient à Daimler Truck (+17,8%) après une publication des résultats 2023 supérieure aux attentes et au laboratoire belge UCB (+13%) après des chiffres en ligne qui ont rassuré les investisseurs.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 23/02/2024 au 01/03/2024 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Les projets de capture du CO2 se concrétisent

Le captage du dioxyde de carbone (CO₂) consiste à récupérer le gaz à effet de serre directement là où il est émis (comme les fumées des usines) et à l'enfouir sous terre de façon permanente. Cette technologie n'est pas nouvelle et est déjà opérée à petite échelle par les propres émetteurs pour limiter leurs rejets. La Norvège a décidé d'industrialiser le captage en investissant 1,5 milliard d'euros dans le projet pilote « Northern Lights » qui vise à enfouir ce gaz à effet de serre à 2600 mètres sous la mer du Nord (y compris du CO₂ importé d'autres pays par bateau). Northern Lights qui est détenu à parts égales par les géants pétroliers Equinor, Shell et TotalEnergies doit entrer en service avant la fin de l'année. Il stockera jusqu'à 1,5 million de tonnes de CO₂ par an au départ, puis 5 millions à horizon 2030. Les entreprises clientes seront chargées de capter elles-mêmes leur gaz carbonique, puis de le liquéfier afin de faciliter son transport. Northern Lights prendra ensuite le relais en réalisant les étapes de transport et de stockage. La Norvège qui soutient massivement ce projet le subventionnera à 80% et devrait continuer de le faire lors des dix premières années d'exploitation. Le pays prend ainsi une longueur d'avance, estimant que le marché va croître très fortement, alors que des centaines de projets marins offshore du même type sont à l'étude dans le monde. Le premier client devrait être la cimenterie Heidelberg Materials de Brevik, la plus grande de Norvège. Elle compte devenir à horizon 2025 la première à produire un ciment décarboné. Les cimentiers sont des clients potentiels car la seule production de ciment, ingrédient clé du béton, génère 7% des émissions mondiales de dioxyde de carbone. Alors que la Commission européenne envisage la séquestration de 450 millions de tonnes de carbone par an d'ici à 2050, la France ne cache pas son intérêt. Dans le nord de l'Hexagone, le projet d'Artagnan prévoit la construction d'un réseau de canalisations souterraines destiné à récupérer le carbone qui sera capté par les usines de production de chaux et de ciment, afin de l'acheminer vers le port de Dunkerque pour pouvoir le charger vers un site de stockage. De même, la société Air Liquide a annoncé fin 2023 qu'elle allait construire une unité de captage pour contribuer à la décarbonation du bassin industriel de Rotterdam. Air Liquide captera le carbone de son usine d'hydrogène située dans le port de Rotterdam, en s'appuyant sur sa technologie « Cryocap » qui utilise un procédé cryogénique. Le dioxyde de carbone capté sera ensuite acheminé à travers l'infrastructure Porthos, en cours de développement, puis séquestré définitivement sous la mer du Nord, à environ 20 kilomètres des côtes. L'unité sera opérationnelle à compter de 2026. Grâce à ce projet, Air Liquide sera en mesure de fournir à ses clients de l'hydrogène significativement décarboné.

Les sociétés qui proposent des solutions aux contraintes réglementaires s'inscrivent dans les thématiques que nous abordons dans nos Perspectives Economiques et Financières (PEF).

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	01/03/24	J-7	09/11/23	29/12/23	T-12 mois	J-7	09/11/23	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	162	161	143	153	146	0,3	↑	13,3	↑	5,9	↑	10,5	↑
MSCI EMU Mid Cap	989	989	900	966	992	-0,1	↓	9,9	↑	2,3	↓	-0,3	↓
MSCI EMU Small Cap	417	414	382	426	414	0,6	↑	9,0	↑	-2,1	↓	0,7	↑
MSCI Europe	167	167	150	161	154	0,0	↑	11,0	↑	3,9	↑	8,2	↑
France CAC 40	7 934	7 967	7 114	7 543	7 284	-0,4	↓	11,5	↑	5,2	↑	8,9	↑
Allemagne DAX 30	6 994	6 873	6 075	6 629	6 248	1,8	↑	15,1	↑	5,5	↑	12,0	↑
Italie MIB	32 934	32 701	28 644	30 352	27 398	0,7	↑	15,0	↑	8,5	↑	20,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 683	7 706	7 456	7 733	7 944	-0,3	↓	3,0	↑	-0,7	↓	-3,3	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 970	9 025	8 543	8 920	8 961	-0,6	↓	5,0	↑	0,6	↑	0,1	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les performances sont particulièrement contrastées sur la semaine. En effet, le Japon affiche la meilleure performance après avoir récemment franchi des plus hauts de 34 ans, porté notamment par les nouvelles en matière d'amélioration de la gouvernance qui continuent d'attirer les flux acheteurs. A l'inverse, les marchés chinois et fortement dépendants de la Chine (Singapour, Thaïlande) affichent les moins bonnes performances sur la période, ayant quelque peu rebondi ces dernières semaines du fait de la volonté marquée des autorités chinoises de soutenir le marché boursier. Sur la semaine, nous retiendrons qu'en Corée du Sud, l'autorité de régulation financière évalue actuellement, à l'instar de ce qui a déjà été observé au Japon, une proposition visant à identifier les entreprises décotées pour des raisons de gouvernance et leur recommander de divulguer leurs plans d'amélioration de la valeur d'entreprise. Dans la thématique de la réduction des participations croisées au Japon, les assureurs japonais se sont engagés à vendre environ 43 milliards de dollars de participations croisées dans le cadre des efforts demandés par le Tokyo Stock Exchange afin d'améliorer la gouvernance.

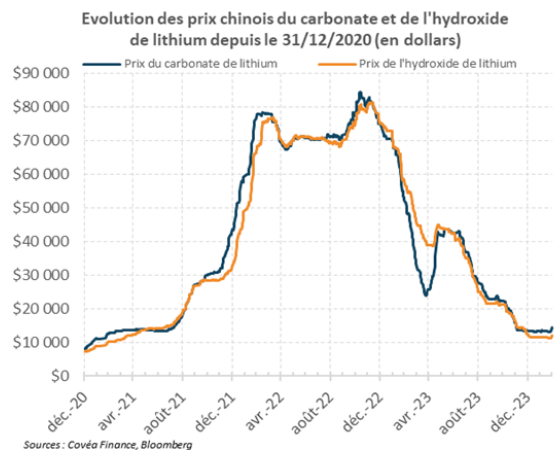
Aux Etats-Unis, le S&P 500 termine la semaine en hausse de près de 1% soutenu par la baisse des taux longs. Dans ce contexte, l'immobilier, la consommation cyclique et la technologie affichaient les meilleures performances. L'énergie était en hausse grâce au rebond des cours du baril. A l'inverse, les segments plus défensifs comme les services publics et la consommation courante subissaient des prises de bénéfice. Dans le cadre des tensions sino-américaines, on notera l'enquête américaine sur les risques que peuvent représenter les véhicules connectés et les composants liés provenant de Chine, notamment en termes de collectes de données. En parallèle, l'équipementier de semi-conducteurs Applied Materials était assigné à comparaître par la SEC. L'entreprise est soupçonnée d'avoir livré, sans autorisation, des équipements soumis à des restrictions d'exportation à des entreprises chinoises.

Le Focus de la semaine : Lithium, vers un nouveau départ ?

Depuis fin 2022, la tonne de carbonate de lithium est passée de \$84,000 (novembre 2022) à \$14,000, une chute de plus de 80% qui ramène le prix du métal blanc sur ses niveaux du premier trimestre 2021. Cet effondrement reflète non seulement un ralentissement de la croissance des ventes de véhicules électriques (notamment en Chine), mais aussi et surtout une augmentation rapide des capacités de production sur l'ensemble de la chaîne de valeur.

Aux Etats-Unis notamment, les constructeurs automobiles (incités par l'IRA) et les grandes sociétés pétrolières (en quête de décarbonisation) investissent dans les mines et verrouillent leurs accès au minerai de base. Parallèlement, des capacités de conversion et de raffinage sont ajoutées afin de capter une partie de la production australienne et de s'affranchir des opérateurs chinois qui dominent largement les marchés du lithium raffiné et des composants pour batteries (anodes, cathodes, électrolytes).

A moyen terme, les prix du lithium pourraient tirer parti d'une demande de véhicules électriques stimulée par une baisse généralisée des prix des modèles (concurrence accrue et chute des coûts de production) et par des réglementations toujours très favorables (objectifs zéro carbone). Parallèlement, on notera la discipline de production retrouvée des deux plus grands producteurs mondiaux de saumure, Albemarle et SQM (Sociedad Química y Minera de Chile), le premier ayant par exemple annoncé une réduction de 13% de la production de lithium dans l'une de ses principales mines en Australie.



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	01/03/24	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €				
						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	5 137	5 089	4 347	3 840	4 046	0,9	18,2	33,8	27,0	0,8	16,3	32,2	24,6
Etats-Unis - Dow Jones	39 087	39 132	33 892	33 147	33 391	-0,1	15,3	17,9	17,1	-0,3	13,5	16,5	14,9
Etats-Unis - Nasdaq	16 275	15 997	13 521	10 466	11 689	1,7	20,4	55,5	39,2	1,6	18,5	53,6	36,6
Japon Nikkei 300	582	570	496	401	422	2,1	17,3	45,2	37,8	2,2	16,4	25,3	22,5
Corée du Sud KOSPI	2 642	2 668	2 427	2 280	2 432	-0,9	8,9	15,9	8,6	-1,3	5,7	7,7	4,0
Chine - Shanghai	3 027	3 005	3 053	3 089	3 328	0,7	-0,9	-2,0	-9,1	0,6	-1,0	-7,5	-14,5
Hong Kong Hang Seng	16 589	16 726	17 511	19 781	20 568	-0,8	-5,3	-16,1	-19,3	-1,0	-7,0	-17,4	-20,7
Marchés Emergents - MSCI	1 025	1 028	956	956	988	-0,4	7,2	7,1	3,7	-0,5	5,5	5,8	1,8

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

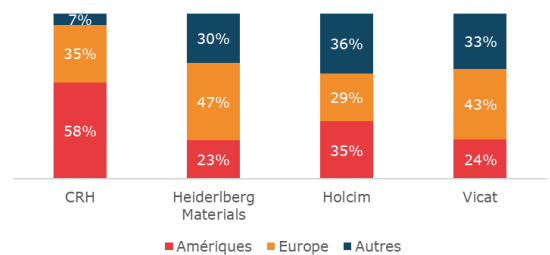
Le soleil brille-t-il plus à l'ouest ?

Le 28 janvier dernier, le groupe Holcim, un des principaux cimentiers mondiaux, a annoncé son intention de procéder à la scission de ses activités nord-américaines et à leur cotation à la Bourse de New-York. Cette opération pourrait intervenir dans le courant du 1er semestre 2025 et se traduira pour l'actionnaire d'Holcim par la détention de titres de 2 sociétés totalement dissociées. Dans la foulée de cette annonce, les investisseurs se sont interrogés sur les orientations que pourraient prendre les autres groupes cimentiers européens disposant d'importants actifs en Amérique du Nord. Cette annonce intervient quelques mois après le choix de CRH de retenir la Bourse de New-York au lieu de Londres comme principale place de cotation des actions du groupe irlandais. Les raisons de ces décisions nous semblent relever de 3 principaux constats :

1/ des activités nord-américaines prépondérantes :

Le graphique ci contre souligne la forte exposition de CRH et Holcim en termes de CA (respectivement 58% et 35%), mais encore plus en EBE (75% et 39%). Cette exposition est le résultat du désengagement des cimentiers de leurs actifs dans les pays émergents. Tout au long des décennies 1990-2010, les cimentiers ont mené une stratégie d'expansion dans les zones émergentes, d'abord en Europe de l'Est à la suite de l'ouverture de ces économies et des privatisations qui ont accompagné cette évolution. Ensuite, les cimentiers se sont développés en Asie et en Afrique profitant de la dynamique de ces économies dans un contexte d'accélération de la mondialisation. Ces développements ont cependant été confrontés à des conditions de marché plus difficiles qu'attendu. Le développement de nouvelles capacités de production ont déstabilisé l'équilibre offre-demande sur plusieurs de ces marchés, avec des guerres de prix et des marges sous pression. La pandémie a accentué ces tendances négatives conduisant les acteurs à se désengager de ces marchés sur les dernières années, par cessions de leurs actifs. Holcim a ainsi vu la contribution de l'Asie reculer de 11 points d'EBE entre 2019 et 2022.

Répartition du CA 2022



Source : sociétés, Covea Finance

2/ le secteur des matériaux de construction mieux valorisé aux Etats-Unis qu'en Europe.

L'indice représentatif des matériaux de construction aux Etats-Unis affiche une performance boursière nettement plus favorable que son homologue européen (cf graphique ci-contre, indice US en bleu) et repose sur des anticipations de croissance du marché de la construction en lien avec les mesures prises par l'administration Biden. Celles-ci concernent le financement d'investissements massifs en infrastructures et les incitations à des relocalisations de sites industriels. Dans ce contexte, les acteurs des marchés de la construction ont bénéficié d'un biais favorable de la part des investisseurs et affichent des multiples de valorisation largement supérieurs à ceux des titres européens.

Performance du secteur des matériaux de construction en Europe et aux Etats-Unis (en base 100)



Sources : S&P capital IQ Finance, Covea Finance

3/ les lourds besoins d'investissement de l'industrie cimentière européenne.

Avec la perspective de la fin des quotas « gratuits » d'émissions de CO2 (2034), l'industrie cimentière qui pèse 7% des émissions mondiales de CO2, doit accélérer sa décarbonation. Cela passe par une moindre consommation d'énergie, un recours accru aux sources renouvelables et surtout une baisse drastique des rejets de CO2 en sortie de fours. Les cimentiers investissent ainsi dans la captation du carbone, mais les cimentiers sont confrontés à la difficulté de répercuter dans les prix de vente ces coûts de décarbonation qui pèsent sur leur rentabilité.

L'annonce d'Holcim s'inscrit dans ce contexte. Cette initiative pourrait se traduire par une réévaluation des actifs nord-américains des cimentiers européens et la faible valorisation de leurs autres actifs parallèlement être mise en exergue. Elle repose surtout sur le scénario incertain d'une conjoncture dynamique du marché américain de la construction sur les prochaines années. Pour l'actionnaire, elle supprime la mutualisation du risque que constitue la diversification géographique des activités. Elle implique de choisir son exposition à une conjoncture spécifique pour une meilleure valorisation temporaire d'activités par nature cycliques. En tant qu'actionnaire de long terme, nous sommes prudents à l'égard de stratégies favorisant la maximisation de la valeur actionnariale à court terme au détriment de cette diversification.

Alain Ourvoy

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation dans les services reste soutenue »

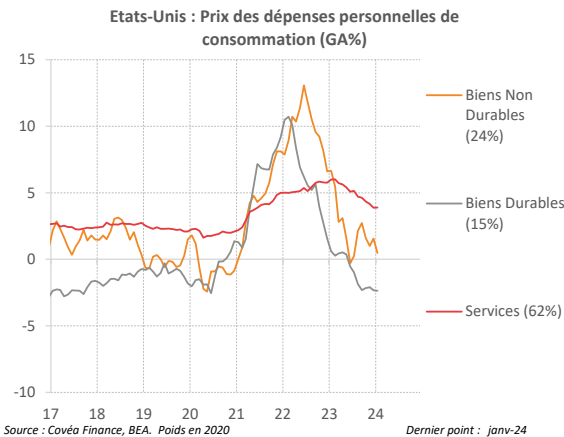
Les données publiées cette semaine décrivent un ralentissement de la dynamique d'activité en ce début d'année et s'inscrivent dans la lignée des chiffres de production industrielle et de ventes au détail précédemment publiés pour le mois de janvier.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables ont chuté de 6,1% en glissement mensuel en janvier, sous l'effet d'une chute de 59% des commandes dans l'aviation civile, segment particulièrement volatil d'un mois à l'autre. Après trois mois consécutifs de repli, les commandes de machines sont restées stables. Celles d'équipements informatiques et électroniques affichent en revanche une hausse prononcée sur le mois (+1,4%). Les biens intensifs en capital hors aviation et de défense progressent modestement sur le mois (+0,1%), et l'estimation de décembre a été révisée en baisse (-0,6%). Cette composante, qui approche

l'investissement en équipement des entreprises, connaît affiche une stagnation depuis un an. **Une tendance qui pourrait se prolonger, si l'on en croit l'indicateur d'enquête ISM manufacturier de février** qui fléchit à 47,8, après 49,1 en janvier. Les sous-composantes nouvelles commandes, production et emploi se détériorent et s'enfoncent en zone de contraction (inférieure à 50). On peut toutefois noter que les indicateurs d'enquête manufacturiers publiés précédemment par les différentes Réserves fédérales (New York, Philadelphie, Dallas...), ainsi que l'indicateur PMI, étaient mieux orientés en février, bien qu'encore sur des niveaux faibles.

A l'instar de l'indice des prix à la consommation (IPC), **l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) a rebondi en janvier** (+0,3% en glissement mensuel). L'indice sous-jacent (hors alimentation et énergie) enregistre sa plus forte progression mensuelle depuis un an (+0,4%), confirmant le maintien de pressions haussières, particulièrement dans les services (+0,6%) en ce début d'année. En rythme annuel, l'inflation poursuit néanmoins sa modération et s'établit à 2,4%, après 2,6% en décembre et l'inflation sous-jacente passe à 2,8%. En revanche, **la croissance annuelle des prix des services est stable à 3,9%, un niveau toujours élevé**. Dans ce contexte, plusieurs banquiers centraux américains (Barkin, Bostic) ont réitéré la nécessité d'être patient avant une prochaine baisse de taux directeur. **Les dépenses de ménages ont reculé en volume sur le mois (-0,1%)** pénalisées par une chute des achats de véhicules (-3,7%). Mais la faiblesse concerne de façon plus large les biens durables qui se replient de 2,1%, avec notamment des baisses de 1,4% dans l'ameublement et équipements de maison. Les services affichent une meilleure tenue sur le mois (+0,4%), mais cela reflète en partie les dépenses accrues de chauffage en raison des intempéries. Cette faiblesse de la consommation en volume en janvier peut s'expliquer par la stagnation du revenu disponible réel sur le mois. Le taux d'épargne demeure faible à 3,8% du revenu disponible.

Après trois mois de progression, la confiance du consommateur du Conference Board s'est retournée en février, passant de 110,9 points à 106,7, un niveau globalement en ligne avec celui qui prévaut depuis un an. Le repli sur le mois concerne à la fois la situation présente et les perspectives. L'enquête rapporte des conditions moins favorables que le mois précédent concernant l'emploi, mais le marché du travail est toujours considéré comme tendu.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Manuf.	Indice févr.-24	47,8	49,1	53,5	47,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice févr.-24	52,5	52,9	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice févr.-24	49,2	52,5	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice févr.-24	50,1	49,1	57,3	46,0
Dépenses de construction	Val, CVS, GA% janv.-24	17,1	22,3	9,0	19,8
Ventes logements neufs	Milliers d'unités janv.-24	661	651	637	666
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice févr.-24	106,7	110,9	104,5	105,4
Revenu disponible	Val, CVS, GA% janv.-24	2,1	4,2	-6,0	4,2
Dépenses de consommation	Val, CVS, GA% janv.-24	2,1	3,2	2,5	2,2

*Du 26/02/2024 au 03/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Sur le plan politique, les responsables Démocrates et Républicains ont conclu un accord de principe pour financer l'Etat fédéral au-delà du 1^{er} mars et éviter une fermeture partielle du gouvernement fédéral. Toutefois, cet accord ne permet de repousser le problème que de quelques jours, puisque le plan prévoit une nouvelle échéance le 8 mars puis le 22 mars pour éviter un nouvel arrêt des activités non essentielles du gouvernement fédéral.

Par ailleurs, Donald Trump continue de largement dominer les primaires républicaines face à Nikki Haley et se dirige vers l'investiture du parti républicain.

Sébastien Berthelot

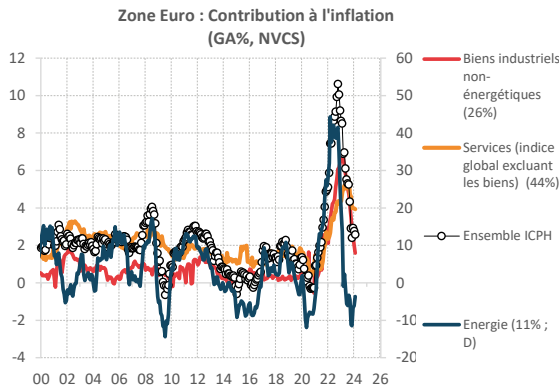
Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« La baisse de l'inflation reste lente dans la zone euro »



Sources : Eurostat, Datastream, Covéo Finance

Dernier point: févr.-24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE	Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	janv.-24	0,2	0,5	6,4	0,5
	Taux de chômage	% de la pop. active	janv.-24	6,4	6,5	6,7	6,5
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	févr.-24	2,6	2,8	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	févr.-24	3,1	3,3	3,9	4,9

* Du 26/02/2024 au 03/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Dans la zone euro, de nombreux banquiers centraux se sont exprimés la semaine dernière. Ils ont renouvelé leurs appels à la patience : ils veulent s'assurer que la décré de l'inflation est solide et qu'une détente de la politique monétaire ne serait pas suivie d'une réaccélération des prix. Certains d'entre eux ont clairement évoqué la réunion prévue en juin comme le bon moment pour la première baisse des taux directeurs. Par ailleurs, le Conseil des gouverneurs de la banque centrale européenne pourrait adopter dès la mi-mars le nouveau cadre opérationnel de la politique monétaire. Celui-ci consacrerait la pérennisation d'une abondance de liquidités, ce qui impliquerait que le taux d'intérêt de la facilité de dépôt resterait le véritable taux directeur du marché monétaire.

L'inflation a reculé en février, mais sans revenir au point bas de novembre. A 2,6%, elle reste significativement supérieure à l'objectif de la banque centrale. De plus, l'inflation sous-jacente est encore au-dessus de 3,0%, à 3,1%, notamment en raison de prix des services toujours dynamiques (+3,9% sur un an contre + 4,0% en décembre et janvier).

Du point de vue de l'activité, l'indice de sentiment économique de la zone euro, calculé par la Commission européenne a reculé de 0,8 point en février à 95,4, après avoir déjà baissé en janvier. On notera, avant la réunion du Conseil des gouverneurs consacrée à l'examen de la politique monétaire, que les indicateurs de perspectives de prix de vente ont reculé en février, après deux mois de hausse dans l'industrie manufacturière et quatre mois dans le commerce de détail et les services.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Focus : L'OMC toujours dans l'impasse.

Les 166 pays membres de l'Organisation mondiale du Commerce (OMC) se sont réunis du 26 février au 1^{er} mars à Abu Dhabi dans le cadre de la treizième conférence ministérielle de l'institution. Les négociations et l'absence de consensus autour de sujets majeurs, tels que l'agriculture, la pêche ou la procédure de règlement des différends, mettent en lumière les profondes divisions entre les membres. L'échec des négociations, notamment lié aux blocages des Etats-Unis et de l'Inde, est une illustration supplémentaire de la crise que connaît le multilatéralisme.

- **Pêche** : de nouvelles règles de subventions à la pêche ont été discutées, afin de limiter la surpêche et les menaces engendrées sur l'écosystème marin. Un accord avait déjà été conclu en 2022, mais il requiert la ratification d'au moins deux tiers des membres (71 membres sur les 110 nécessaires ont formellement accepté l'accord pour le moment). Les pays ont notamment échoué à se mettre d'accord sur la période de transition accordée aux pays en développement, certains membres considérant que l'Inde demandait un trop grand nombre d'années.
- **Agriculture** : comme pour la pêche, les membres n'ont pas réussi à s'entendre concernant une potentielle réforme des règles régissant le commerce des biens alimentaires. Là encore, l'Inde a été inflexible : alors que certains pays estiment que les programmes de détention de stocks publics à des fins de sécurité alimentaire (programmes temporaires adoptés en 2013 par l'OMC) créent une distorsion des échanges, l'Inde souhaite au contraire que cette solution devienne permanente.
- **Procédure de règlement des différends** : lorsqu'un différend entre deux pays émerge, une procédure de règlement existe. Si, à l'issue de cette procédure, le désaccord persiste, l'Organe d'appel, composé de 7 juges, peut être saisi. Or, depuis 2016, les Etats-Unis bloquent le renouvellement des juges dont le mandat arrive à terme, ce qui a conduit à son blocage effectif depuis décembre 2019. Les Etats-Unis ont ainsi rendu inopérante une instance à laquelle ils reprochent de ne pas s'être cantonnée à un rôle d'application des règles commerciales, mais d'avoir outrepassé ses prérogatives en interprétant les règles, ce qui aurait créé une jurisprudence sur des sujets où le flou était entretenu à dessein. Toujours dans l'impasse à Abu Dhabi, les pays ont convenu de poursuivre les négociations afin de réformer le fonctionnement de l'OMC d'ici la fin d'année 2024, mais il paraît peu probable que les Etats-Unis assouplissent leur position. En raison de ce blocage, l'Union européenne et d'autres membres de l'OMC ont créé en mars 2020 un mécanisme temporaire d'appel pour les différends commerciaux. Actuellement, 52 pays dont l'Union européenne, le Japon, l'Australie, le Brésil, la Chine ou encore le Canada participent à ce mécanisme. Les participants représentent 62% du commerce mondial.
- **Commerce électronique** : la seule avancée de cette conférence ministérielle concerne le commerce électronique. Ce type d'échange est exempté de droits de douane depuis 1998, et des négociations sur la prolongation du moratoire étaient à l'ordre du jour. Bien que, dans un premier temps, l'Inde a indiqué qu'elle refuserait de prolonger le moratoire, le pays a finalement accepté que ce moratoire soit étendu jusqu'à la prochaine conférence ministérielle ou fin mars 2026 au plus tard.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« Au Japon, les incertitudes se maintiennent sur les prochaines décisions de politique monétaire »

L'activité économique japonaise reste mal orientée. La production industrielle a chuté très fortement, de 7,5% en glissement mensuel, en janvier. Le redressement observé au dernier trimestre 2023 s'est, en effet, brusquement interrompu, reflétant probablement les conséquences du tremblement de terre ayant affecté la péninsule de Noto et les fermetures des usines automobiles Daihatsu après la révélation de la falsification de tests de sécurité. Côté consommation, les ventes au détail ne se sont reprises que timidement en janvier (+0,8% en glissement mensuel) après le fort déclin de décembre (2,6%). Bien que l'indice de confiance des consommateurs reste en progression, le déclin des salaires réels continue de freiner les dépenses des ménages.

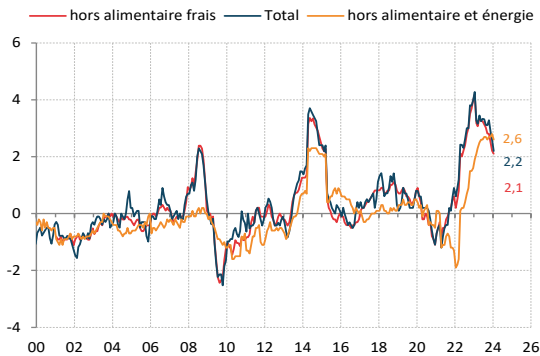
Face à la faiblesse de la demande, l'inflation japonaise poursuit sa modération à 2,2%, après 2,6% en décembre. Elle atteint ainsi un plus bas sur les 22 derniers mois et se rapproche de la cible de 2% de la Banque centrale malgré le maintien d'une politique monétaire très accommodante. Ce ralentissement

des prix reste surtout le reflet d'un effet de base sur les prix de l'énergie qui devrait toutefois se dissiper quelque peu dans les données de février (un an après l'introduction des subventions énergétiques du gouvernement). Les prix dans l'alimentation et dans l'hôtellerie se sont également modérés en janvier et l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a atteint 2,6% (après 2,8% en décembre).

Dans ce contexte, le comité de politique monétaire de la Banque du Japon (Boj) ne semble pas unanime sur la politique à adopter. Hajime Takata, un membre de la Boj réputé pour son biais plutôt restrictif, a indiqué que le Japon se trouve à un point d'inflexion. Selon lui, la réalisation de l'objectif de stabilité des prix de 2% est enfin en vue et il est nécessaire d'envisager un changement de politique monétaire. Il a toutefois indiqué ne pas avoir encore pris de décision sur la nécessité de sortir de la politique de taux négatif dès la réunion du 18 mars. Le lendemain de cette déclaration, le gouverneur Ueda a néanmoins adopté une posture beaucoup plus prudente, indiquant qu'il était trop tôt pour conclure que l'inflation était proche d'atteindre durablement l'objectif d'inflation de 2%. Il a souligné la nécessité d'examiner plus attentivement les données sur les perspectives salariales, mettant notamment l'accent sur les négociations salariales de printemps dont les premiers résultats sont attendus à la mi-mars.

En Chine, les résultats de l'enquête PMI du Bureau national des statistiques chinois sont mitigés en février. Le PMI manufacturier atteint 49,1 (49,2 en janvier) et se maintient ainsi en zone de contraction malgré l'allongement des délais de livraison (reflétant les effets du nouvel an lunaire) qui contribue positivement à l'indice. Le PMI services est en revanche remonté à 51, contre 50,1 en janvier, reflétant le dynamisme de la demande durant cette période de fêtes.

Japon : Indice des Prix à la Consommation (GA%)



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Taux de chômage <small>% de la pop. act.</small>	janv.-24	2,4	2,5	2,6	2,6
	Ventes au détail <small>Vol, NCVS, GA%</small>	janv.-24	2,3	2,4	2,6	5,6
	Prod. Industrielle <small>Vol, CVS, GA%</small>	janv.-24	-3,2	0,6	0,0	-1,3
	Inflation <small>IPC, NCVS, GA%</small>	janv.-24	2,2	2,6	2,5	3,3
	Inflation sous-jacente <small>IPC, NCVS, GA%</small>	janv.-24	2,6	2,8	0,2	2,5
CH	PMI Non-manufacturier <small>Indice</small>	févr.-24	51,4	50,7	49,1	53,2
	PMI Manufacturier <small>Indice</small>	févr.-24	49,1	49,2	49,1	49,9

*Du 26/02/2024 au 03/03/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Louis Martin

Economiste Zone Asie



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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