

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

04 décembre 2023

Echauffement

La 28ème conférence des Parties, la COP28, s'est ouverte le 30 novembre à Dubaï. Chaque année depuis 1994 et l'entrée en vigueur de la convention-cadre des Nations Unies sur les changements climatiques, les 197 pays signataires se réunissent pour examiner son application et les mesures prises pour la réalisation de son objectif. Ce 28ème exercice est aussi l'occasion pour les parties prenantes de faire un premier bilan des actions menées et des progrès réalisés depuis la signature en 2015 de l'accord de Paris, visant à la limitation de la hausse de la température mondiale à horizon 2100 à 1,5°C par rapport à l'ère préindustrielle. Et sans grande surprise, le compte n'y est pas encore.

En effet, en amont de ce rendez-vous annuel, le programme des Nations Unies pour l'environnement (PNUÉ) a publié une série de rapports illustrant ce qu'il qualifie d'insuffisance des engagements climatiques pris par les pays du monde entier pour atteindre ces objectifs. Ces engagements mèneraient à une baisse de seulement -2% des émissions de gaz à effet de serre entre 2019 et 2030, au lieu des -42% préconisés pour rester dans le cadre des accords de la COP21.

Au-delà de ces alertes sur les trajectoires futures, l'année 2023 s'est déjà distinguée en termes de température. Jusqu'au mois d'octobre, des températures moyennes supérieures de plus de 1,5°C aux niveaux préindustriels ont ainsi été enregistrées pendant 86 jours. Selon *Copernicus*, le programme d'observations de la Terre de l'Union Européenne, les températures moyennes mondiales ont franchi pour la première fois le 17 novembre dernier le seuil des 2°C au dessus des niveaux préindustriels. (voir graphique ci-dessous)

En mettant de côté la question de la crédibilité résiduelle de la trajectoire des accords de Paris, les constats du PNUÉ soulèvent pour les entreprises plusieurs autres questions. Celle de la sensibilité de leur activité, de leur modèle, et de leur financement à la prise de mesures plus radicales des gouvernements si ces derniers souhaitaient s'inscrire encore dans le respect des accords de Paris. En parallèle, se pose également la question de la capacité d'adaptation des entreprises au renforcement des risques de durabilité qui se dessinent au regard des changements qui s'opéreraient sur les prochaines décennies, autant sur le plan environnemental (canicules, incendies, sécheresse, stress hydrique, inondations, intempéries extrêmes, disponibilité des ressources etc.) que sociétales (instabilité sociale, sécurité alimentaire, mouvements de population etc.).

Les événements climatiques récents ne pourraient être qu'un échauffement au regard de phénomènes susceptibles de se réaliser dans les prochaines années. En tant qu'investisseur de long terme, nous suivons avec attention l'ensemble de ces développements.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

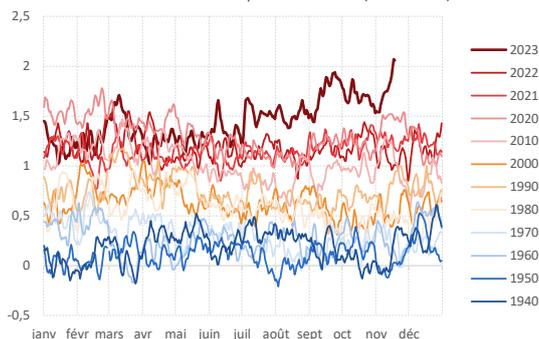
Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« Une année 2023 déjà extrême... »

Monde : Anomalies journalières de la température de l'air relativement à l'ère pré-industrielle (1850-1900)



Source : Copernicus, Covéa Finance

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	01/12/23	09/11/23	T-12 mois	09/11/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,088	1,067	1,052	2,0	3,5
€ / £	0,856	0,873	0,859	-1,9	-0,3
€ / Yen	159,75	161,46	142,35	-1,1	12,2
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	79	80	87	-1,4	-9,2
Indice CRB*	529	534	566	-0,8	-6,5
Prix de l'once d'Or	2 071	1 970	1 801	5,1	15,0
Prix de la tonne de cuivre	8 611	8 147	8 336	5,7	3,3
Indice Baltic Dry**	3 192	1 598	1 338	99,7	138,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1011	1030	1171	-1,9	-13,7

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 semaine dernière, les rendements obligataires ont poursuivi leur baisse. Le taux 10 ans allemand diminue de 28 pbs (points de base) à 2,36% et l'inversion de la courbe s'atténue de 11 pbs à -32 pbs. Aux Etats-Unis, le mouvement est similaire, avec une baisse de 27 pbs à 4,2% sur la référence à 10 ans. Ce mouvement fait suite aux publications de données macroéconomiques (notamment des baisses plus fortes qu'attendues de l'inflation), appuyées par des discours de banquiers centraux se montrant davantage optimistes sur l'orientation de l'inflation.

Mais on notera surtout l'excellente performance des marchés obligataires sur ce mois de novembre. En effet, les obligations mondiales y réalisent une performance de 5%, soit la meilleure performance mensuelle en 15 ans. Aux Etats-Unis, les obligations affichent +4,3% de performance sur le mois, un mouvement inédit depuis 1985.

Le marché du crédit enregistre, sur la semaine, un resserrement des primes de risque de 2 pbs sur le haut rendement à 438 pbs et d'une amplitude équivalente dans la catégorie investissement à 146 pbs. Au cours d'une semaine raccourcie par Thanksgiving, le marché primaire est resté actif, avec 7 Mds€ d'émissions sur la catégorie investissement et 2,4 Mds€ sur le haut rendement.

Le Focus de la semaine : Le marché européen des obligations convertibles depuis le début d'année

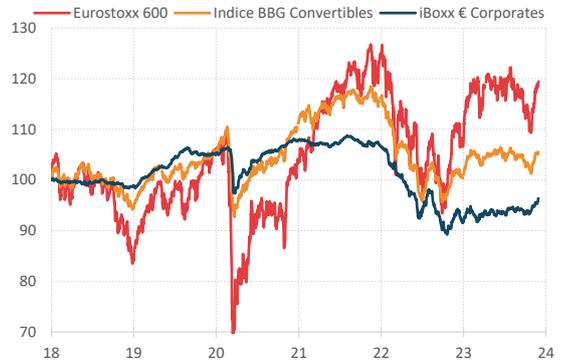
Le marché des obligations convertibles européennes réalise une performance de 5,4% depuis le début de l'année. Ce segment bénéficie de plusieurs moteurs de performance : une détente des taux souverains (-13 pbs pour le rendement de l'OAT à 5 ans), une compression des primes de crédit (-73 pbs pour l'indice Bloomberg Barclays Pan-European High Yield) et une hausse des marchés actions (+12,3% pour le Stoxx 600).

L'activité primaire, élément clé de la classe d'actif, en raison du gisement limité et de son besoin d'être à minima renouvelé à défaut d'être étendu, bénéficie d'un environnement plus favorable. Avec 11,6 Mds€ d'émissions en Euro en 2023, dont 2,7 Mds€ sur le seul mois de novembre, les émetteurs retrouvent un intérêt pour cette classe d'actifs.

Cela résulte entre autres d'un différentiel de coupon entre les obligations classiques et les convertibles qui redevient significatif. L'obligation convertible émise ce mois-ci par Schneider Electric en est un parfait exemple. Avec une échéance novembre 2030, le différentiel de coupon entre une obligation classique (de maturité similaire) et la convertible nouvellement émise est d'environ 120 pbs, en faveur de cette dernière.

Certains émetteurs profitent également de la dernière fenêtre d'émissions avant la « trêve des confiseurs » pour sécuriser une partie de leurs refinancements de 2024. C'est le cas d'Ubisoft, dont le produit de l'émission convertible (495 M€) émis en novembre sera en partie utilisé pour racheter 250 M€ d'une précédente émission convertible échéance septembre 2024, améliorant ainsi son échéancier de dettes. Toutefois, deux impacts sont à noter. Premièrement, une augmentation de la charge d'intérêt pour l'émetteur. En effet, l'obligation convertible rachetée a été émise en 2019 avec un zéro coupon. Deuxièmement, le potentiel de dilution liée à cet instrument n'est pas nul. L'entreprise explique que si l'intégralité des obligations étaient converties en actions nouvelles, la dilution potentielle s'élèverait à 9,6%. Il faudra pour cela que l'action dépasse les 40,34€, soit une prime de 47,5% par rapport à un cours de référence de 27.35€ le jour de l'émission.

Evolution de la performance des obligations convertibles européennes face aux indices actions et crédit européens depuis 2018



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	01/12/23	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 directs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	4,50	4,00	0,00	0,00	1,00	1,50		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,50	2,50	2,00	0,00	0,00	2,00	2,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	4,00	2,00	1,50	0,00	0,00	2,00	2,50		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,25	3,50	3,00	0,00	0,00	1,75	2,25		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,20	4,47	4,62	3,87	3,50	-27	-43	32	69	-34	19
Allemagne	2,36	2,64	2,65	2,57	1,81	-28	-29	-21	55	-31	27
France	2,93	3,20	3,23	3,12	2,26	-27	-31	-19	66	-17	56
Italie	4,10	4,40	4,51	4,72	3,70	-30	-41	-61	40	85	59
Royaume-Uni	4,14	4,28	4,27	3,67	3,16	-14	-13	47	98	-37	53
Japon	0,70	0,78	0,84	0,42	0,25	-8	-14	28	44	65	97
Crédit											
Indice Itraxx Main	65,9	68,2	75,6	90,6	91,6	-2,3	-9,8	-24,7	-25,8		
Indice Itraxx Crossover	363,8	374,6	408,2	474,1	458,8	-10,8	-44,4	-110,3	-95,0		

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 1,2% sur la semaine. L'évolution des indices a essentiellement été conditionnée par l'actualité liée aux chiffres de l'inflation en Zone Euro et aux Etats-Unis laissant les marchés espérer la fin du resserrement monétaire par les banques centrales. Depuis le début de l'année, le MSCI EMU s'apprécie de 13,3% (indice MSCI EMU dividendes non réinvestis, Union Economique et Monétaire européenne).

Compte tenu de cet environnement de taux en baisse, les secteurs de l'immobilier et de la technologie affichent les plus fortes hausses avec respectivement 2,5% et 2,4% sur la semaine. Le secteur des services aux collectivités est en hausse de 2,3%.

A contrario, le secteur de l'Energie est en baisse de 0,3% malgré l'accord des membres de l'OPEP pour des coupes de production supplémentaires décidé lors de la réunion du 30 novembre. Le secteur de la santé est en baisse de 1,0%.

Sur le plan des valeurs, la plus forte hausse concerne ASR en hausse de 12,8%. L'assureur hollandais a trouvé un accord mettant fin à un conflit de longue date avec le régulateur dans le domaine des assurances-vie. La Holding Eurazeo a annoncé retourner à ses actionnaires la somme de 2,3Mds€ entre 2024 et 27 et progresse de 9,7%. Enfin, Worldline dans le secteur du paiement monte de 11,0% en raison de rumeurs d'une prise de participation au capital du groupe par le Crédit Agricole.

La plus forte baisse de la semaine 10%, revient à ARGEX dans le secteur de la santé. Le groupe a annoncé l'échec du deuxième essai de phase 3 de son médicament Vyvgart contre la Myasthénie (fatigue musculaire). DSM dans le secteur de la chimie baisse de 5,7% en raison de risques de pression sur les prix sur le marché des vitamines de la part de concurrents chinois. Remy Cointreau baisse de 5,4%. Le groupe a publié des résultats conformes aux attentes mais avec des doutes sur la capacité du marché du Cognac à rebondir dans un environnement de consommation qui reste compliqué notamment aux Etats-Unis.

Le Focus de la semaine : Eclairage sur les menaces liées à l'essor de l'informatique quantique.

De nombreux systèmes informatiques sont fondés sur la cryptographie à clé publique (RSA) : effectuer un paiement en carte bleue, utiliser WhatsApp, un VPN, la Blockchain... Toutes ces infrastructures sont potentiellement menacées par les promesses de puissance de calcul des technologies « quantiques ». L'avènement de l'informatique quantique pourrait mettre en danger la sécurité du commerce, des transactions financières, des véhicules autonomes et même des communications militaires si les technologies de cryptage restent en l'état.

L'informatique quantique permet de traiter une quantité d'informations phénoménale en vue d'apporter des solutions aux problèmes les plus complexes. Actuellement, bien que les progrès dans le domaine se fassent rapidement, les machines sont encore fortement instables et sujettes à des erreurs, fonctionnent à des températures proches du zéro absolu (-270°C), et ont des capacités de calcul limitées à quelques centaines de qubits*. Or, d'après des travaux récents, il faudrait un ordinateur doté d'au moins 20 millions de qubits pour forcer la forme de cryptage RSA la plus couramment utilisée aujourd'hui.

La menace est cependant réelle et la course est lancée pour y faire face. Il sera probablement trop tard d'attendre que les premiers ordinateurs quantiques soient construits. Des agences de sécurité dont l'OTAN et la NSA (Agence nationale de sécurité américaine) ont d'ores et déjà commencé à étudier des solutions de cryptographie post-quantique. Cela consiste à développer de nouveaux algorithmes de cryptographie reposant sur des problèmes mathématiques extrêmement difficiles à résoudre, même pour un ordinateur quantique très puissant.

Actuellement, peu d'organisations ont réellement une vision claire et transversale des enjeux, avec un planning cible de migration. Parmi les acteurs les plus avancés, on trouve certaines grandes banques américaines qui ont construit des plans de transition post-quantique sur cinq à dix ans. La France a quant à elle mis en place un plan de près de deux milliards d'euros de fonds publics. La stratégie quantique lancée en 2021 par l'État vise à faire de la France un acteur majeur de ces technologies au cours des prochaines décennies.

Dans le cadre des changements structurels identifiés dans nos thématiques PEF les enjeux de sécurité numérique deviennent essentiels au sein d'un monde de plus en plus digitalisé. Mettre au point de nouveaux algorithmes de chiffrement capables de résister à la puissance future de l'informatique quantique devient donc un enjeu de souveraineté et de sécurité majeur.

*Plus petite unité de stockage en informatique quantique.

Sébastien Duros

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	01/12/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	149	147	143	132	138	1,2	4,5	13,3	8,4	
MSCI EMU Mid Cap	939	923	900	907	933	1,8	4,4	3,6	0,6	
MSCI EMU Small Cap	402	400	382	370	373	0,4	5,1	8,5	7,6	
MSCI Europe	156	154	150	143	149	1,3	4,0	9,8	5,0	
France CAC 40	7 346	7 293	7 114	6 474	6 754	0,7	3,3	13,5	8,8	
Allemagne DAX 30	6 489	6 343	6 075	5 693	5 924	2,3	6,8	14,0	9,5	
Italie MIB	29 928	29 432	28 644	23 856	24 686	1,7	4,5	25,5	21,2	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 529	7 488	7 456	7 452	7 558	0,5	1,0	1,0	-0,4	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 792	8 629	8 543	8 417	8 819	1,9	2,9	4,5	-0,3	

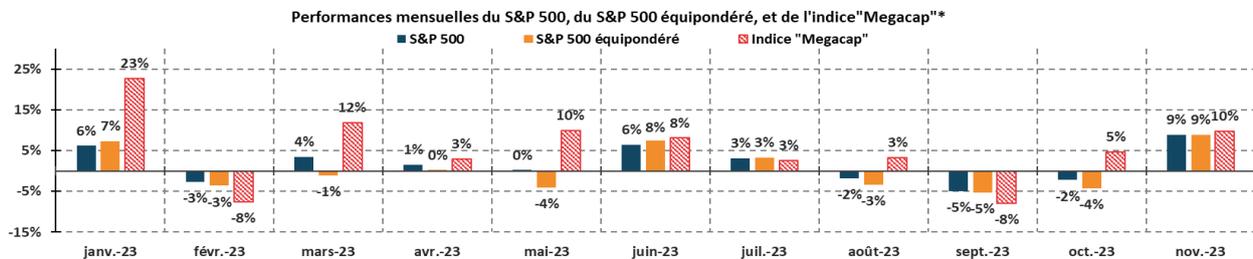
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, les performances ont été contrastées. L'Inde a largement surperformé l'ensemble de la zone, bien aidée par la publication de données macroéconomiques favorables, tandis que les marchés de Chine et Hong Kong étaient pénalisés par les mauvaises performances des valeurs internet et des titres liés au segment des véhicules électriques ; ces derniers ont en effet souffert d'un article du Wall Street Journal qui évoquait un possible plan de l'administration Biden destiné à limiter la pénétration des véhicules chinois sur le marché américain. Enfin, sur la semaine au Japon, notons que Toyota a annoncé son intention de céder plus de 4 milliards de dollars de participation dans Denso, ce qui a suscité de l'espoir quant à la poursuite de la réduction du réseau de participations croisées du constructeur nippon. Plus largement, cela a dopé l'optimisme quant à la possibilité de voir une accélération des annonces similaires au Japon, avec ce que cela peut comporter de constructif en matière de gouvernance notamment.

Aux Etats-Unis, les actions américaines finissent proches de l'équilibre, soutenues par une baisse des rendements obligataires (-14bp, à 4,33% pour le bon du trésor à 10 ans) et des statistiques économiques pointant vers un atterrissage en douceur de l'économie américaine. Suite aux prises de profits enregistrées sur les 7 plus grandes valeurs de l'indice, le S&P500 ne progresse que de 0,8% sur la semaine après une forte performance mensuelle (+8,9%). Les indices S&P des petites et des moyennes capitalisations finissent aussi en ordre dispersé (-0,3% et +0,1% respectivement). Les secteurs sensibles à la baisse des taux (financières et immobilières) et à une conjoncture soutenue (matières premières) surperforment l'indice. Deux compartiments finissent en territoire négatif, les services de communication (suite aux replis de Meta et Alphabet) et l'énergie.



Sources: Covéa Finance, Bloomberg
*La performance de l'Indice « Megacap » recomposé est la médiane des variations journalières des 7 plus grandes capitalisations boursières américaines, équi pondérées.

Le Focus de la semaine : Les nouveaux défis des sociétés de consommation américaines

A l'occasion de leurs publications trimestrielles, un certain nombre de grandes chaînes américaines de magasins ont relayé des commentaires plutôt pessimistes concernant l'évolution récente des dépenses des ménages : Walmart et Target ont ainsi observé une baisse des visites en magasin, un report des achats importants et une forte sensibilité aux promotions. Parallèlement, plusieurs distributeurs (Lowe's, Best Buy, Kohl's) ont été contraints d'abaisser leurs prévisions de ventes.

Dans ce contexte, le grand week-end de ventes promotionnelles du « Black Friday » constituait une occasion unique pour stimuler les ventes et écouler d'éventuels excès de stocks peu avant les fêtes de Noël. Cette année, il s'est soldé par un montant record de ventes en ligne (\$9,8 milliards, + 7,5% année sur année (a/a) contre +2,3% a/a en 2022, selon Adobe Analytics) et une hausse de 4,6% a/a de la fréquentation des magasins (contre +2,9% a/a en 2022).

Pourtant, ces bons chiffres ne semblent guère annoncer une vigueur générale de la demande mais plutôt une recherche de bonnes affaires et un pouvoir d'achat contraint, comme en témoigne la progression de 47% a/a des transactions effectuées selon le mode "Acheter maintenant, payer plus tard". Pour les sociétés de consommation, après deux ans de surcroissance tirées par les excès d'épargne et les hausses de prix, ces tendances constituent un défi qui les obligera à adapter leur modèle opérationnel à un environnement moins inflationniste. Le week-end de Black Friday a déjà démontré deux approches différentes : de fortes promotions pour stimuler les volumes, au détriment de la rentabilité d'une part et des ventes de produits différenciés pour soutenir la croissance en préservant les marges d'autre part.

Pour nos choix d'investissement dans le secteur, nous privilégions cette dernière stratégie, plus saine et plus durable sur le long terme et par ailleurs clairement identifiée dans nos Perspectives Economiques et Financières : c'est la thématique des sociétés capables de préserver leurs marges face à une hausse pérenne du coût des intrants.

Valentine Druais

Gérante Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	01/12/23	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			sur 12 mois		en €		
						J-7	09/11/2023	30/12/22	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	
Etats-Unis - S&P500	4 595	4 559	4 347	3 840	4 072	0,8	5,7	19,7	12,8	1,3	3,6	17,7	9,2
Etats-Unis - Dow Jones	36 246	35 390	33 892	33 147	34 430	2,4	6,9	9,3	5,3	2,9	4,8	7,5	1,9
Etats-Unis - Nasdaq	14 305	14 251	13 521	10 466	11 462	0,4	5,8	36,7	24,8	0,9	3,7	34,4	20,8
Japon Nikkei 300	506	508	496	401	411	-0,5	1,9	26,1	22,9	1,8	3,0	10,8	8,8
Corée du Sud KOSPI	2 505	2 497	2 427	2 280	2 434	0,3	3,2	9,8	2,9	0,2	1,5	3,5	-1,2
Chine - Shanghai	3 032	3 041	3 053	3 089	3 156	-0,3	-0,7	-1,9	-3,9	0,5	-0,4	-6,9	-8,8
Hong Kong Hang Seng	16 830	17 559	17 511	19 781	18 675	-4,2	-3,9	-14,9	-9,9	-3,9	-5,9	-16,4	-13,0
Marchés Emergents - MSCI	982	980	956	956	974	0,2	2,7	2,7	0,9	0,7	0,7	1,0	-2,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le stockage de l'électricité : une solution pour répondre à l'intermittence des énergies renouvelables ?

En vue d'atteindre les objectifs de la neutralité carbone, le secteur de la génération de l'électricité fait face à de multiples défis : l'électrification des usages (industries, mobilité) qui devrait stimuler la croissance de la demande d'électricité, et l'accélération du développement des énergies renouvelables. Le rapport *World Energy Outlook 2023* de l'**AIE (Agence Internationale de l'Énergie)** estime que les **capacités renouvelables installées devrait tripler** à 11 térawatts (TW) d'ici 2030 à l'échelle mondiale. Ce à quoi les membres de la COP 28 se sont engagés, de manière toutefois non contraignante.

Contrairement à l'électricité générée par des sources d'énergie fossiles, **l'électricité issue des sources renouvelables est davantage sujette à l'intermittence**. L'électricité renouvelable (panneaux photovoltaïques, éolien) n'est pas toujours disponible et en quantité suffisante au moment des pics de la demande du réseau électrique. Par exemple, l'électricité solaire est générée durant la journée lorsque la demande d'électricité des ménages est généralement plus faible.

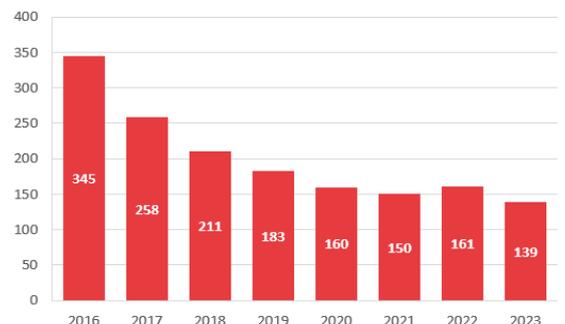
Le stockage de l'électricité apparaît comme un des leviers permettant de pallier cette limite du renouvelable. L'électricité ne peut pas être stockée dans sa forme initiale, elle doit être transformée sous une autre forme, pour ensuite, être de nouveau convertie en électricité. Globalement, on peut diviser les solutions de stockage en 4 catégories : mécanique, électrochimique, électromagnétique et par vecteur (hydrogène, thermique). Ces différentes formes de stockage divergent par leur puissance, leur rendement, et leur temps de charge et de décharge. Il existe de multiples technologies avec différents degrés de maturité. Le modèle économique du stockage repose sur les décalages de prix entre les pics de production et de consommation. Nous présentons ici deux technologies qui s'imposent dans le paysage du stockage stationnaire.

Tout d'abord, **le stockage hydraulique réversible**, qui porte également le nom de stations de transfert d'énergie par pompage (« STEP »). Concrètement, il s'agit d'un ensemble constitué de deux bassins d'eau situés à des altitudes différentes, et reliés ensemble par un tunnel, équipé de barrages à double sens. En période d'excédent de la production, l'eau est pompée du bassin inférieur vers le bassin supérieur grâce aux centrales de pompes fonctionnant à l'électricité. En période du pic de la demande, l'eau du bassin supérieur est relâchée vers le bassin inférieur grâce à la force gravitaire entraînant ainsi la turbine de génération de l'électricité. **Les STEP représentent environ 188GW de capacité de stockage à travers le monde, ce qui, selon les notes scientifiques de l'office de l'Assemblée Générale, représente 80% des capacités de stockage à l'échelle mondiale à fin 2022** (versus 95% avant 2020). Ce type de stockage représente un bon niveau de rendement (70 à 85%), avec des capacités importantes (à titre d'exemple, la STEP de *Grand'Maison* en France dispose d'une capacité de 1800MW) et une durée de vie supérieure à 40 ans. En revanche, ces installations nécessitent des investissements élevés et des sites adaptés à leur installation. Par ailleurs, les STEP peuvent être sujettes aux difficultés de l'acceptation sociale.

Deuxièmement, **le stockage électrochimique** (par batterie). La technologie Lithium-Ion présente un taux de rendement de 90 à 95% et **s'est imposée comme une alternative à la technologie hydraulique réversible**, avec une part de marché estimée à environ 18% des capacités de stockage à l'échelle mondiale à fin 2022. Cette technologie est adaptée à la fois aux usages stationnaires (en adossement au réseau électrique) et mobiles (batteries des appareils électroniques, ou de voitures électriques). Les batteries se distinguent par la quantité de l'électricité stockée, la vitesse de chargement/déchargement, la « cyclabilité » (nombre de cycles possibles avec dégradation limitée), la densité massique d'énergie (Wh/kg). **Le stockage par batterie peut être installé plus facilement là où il existe un fort besoin de flexibilité**. De plus, le marché des batteries connaît des innovations technologiques dont l'un des objectifs est de sortir de la dépendance aux matériaux critiques tels que le lithium, le cobalt, le nickel et le manganèse. Toutefois, ces technologies ne sont pas encore matures. Selon les données de *Bloomberg NEF*, les prix moyens des batteries lithium-ion ont baissé de 14% en 2023 en raison de l'augmentation des capacités de production couplée avec la réduction de la demande (notamment chez les constructeurs des véhicules électriques).

La technologie de stockage par batterie s'impose peu à peu dans le paysage du stockage stationnaire. **Compte tenu des récents engagements de la COP 28 en faveur du renouvelable, l'investissement dans de nouvelles capacités de stockage devrait s'accroître.**

Prix moyen des batteries lithium-ion, pondéré par des volumes, \$/kWh



Source: Bloomberg NEF

Victor Pavlov

Analyste financier et extra financier



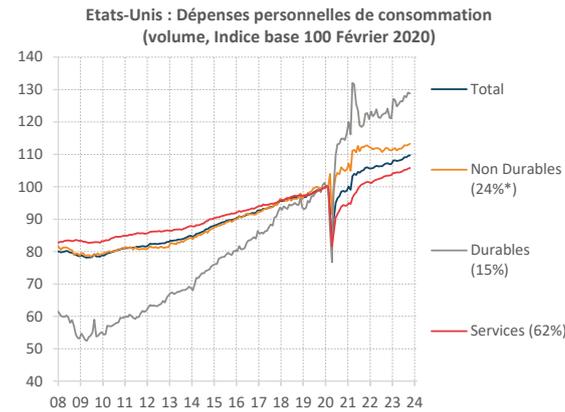
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« *Ralentissement de l'activité et modération de l'inflation* »

Les responsables de la Réserve fédérale (Fed) ont multiplié les déclarations cette semaine et c'est sans nul doute le gouverneur Christopher Waller (votant permanent) qui a le plus attiré l'attention. Ce membre du comité, vu habituellement comme ayant plutôt un biais restrictif, a surpris en évoquant pour la première fois la possibilité d'une baisse de taux, si les progrès sur la réduction de l'inflation se poursuivent pendant encore plusieurs mois. « Plusieurs » pouvant selon M. Waller renvoyer à « 3, 4 ou 5 mois ». Tout en soulignant que l'inflation est encore trop élevée et qu'il est trop tôt pour dire si le ralentissement observé sera durable, M. Waller a déclaré qu'il était de plus en plus confiant dans le fait que le niveau de taux actuel est adapté pour ralentir l'économie et ramener l'inflation vers la cible. Dans le même sens, le Président de la Fed de Chicago, Austan Goolsbee (membre votant en 2023), a quant à lui souligné le risque que fait peser sur l'activité un resserrement monétaire prolongé.

A l'opposé, la gouverneure Michelle Bowman (votante permanente) a insisté sur le risque de déclarer trop tôt la victoire sur l'inflation. Elle envisage toujours une hausse supplémentaire de taux pour ramener l'inflation vers la cible, tout en soulignant que cela se fera en fonction de l'évolution des données. De même, M. Barkin (Fed de Richmond, votant en 2024) s'est montré beaucoup moins confiant que M. Waller. Il s'est dit encore sceptique quant à un retour durable de l'inflation à 2% et tient à garder l'option d'une hausse de taux sur la table. En tout état de cause, et à rebours de M. Waller, il estime prématuré de parler d'ores et déjà de baisse de taux, un message également repris par Mme Daly (Fed de San Francisco, votante en 2024). Le Président de la Fed de New York, M. Williams (votant permanent) a répété que le comité pourrait augmenter encore son taux directeur si les pressions inflationnistes persistent et n'a pas voulu spéculer sur les conditions qui conduiraient à une baisse de taux. **En fin de semaine, le Président de la Réserve fédérale Jerome Powell a tenu un discours nuancé.** Il a rappelé que le comité de politique monétaire augmenterait le taux directeur si nécessaire pour faire reculer l'inflation, mais que **les risques entre trop resserrer (et faire chuter l'activité) et ne pas resserrer suffisamment (et laisser l'inflation dériver) sont devenus plus équilibrés.**



Source : Covéa Finance, BEA. *Poids

Dernier point : oct 23

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice nov.-23	46,7	46,7	60,7	53,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice nov.-23	49,9	45,1	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice nov.-23	48,3	45,5	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice nov.-23	46,2	47,7	72,9	57,3
Dépenses de construction	Vol, CVS, GA% oct.-23	20,0	20,8	-1,3	9,0
Ventes logements neufs	Milliers d'unités oct.-23	679	719	769	637
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice nov.-23	102,0	99,1	112,7	104,5
Revenu disponible	Vol, CVS, GA% oct.-23	3,9	3,8	3,2	-6,0
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA% oct.-23	2,2	2,2	8,4	2,5

*Du 27/11/2023 au 03/12/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

une légère baisse des ventes résidentielles et une augmentation des stocks de logements disponibles. Sur le marché du travail, la demande de main-d'œuvre a continué à se relâcher, la plupart des districts ayant enregistré une stabilité ou une hausse modeste de l'emploi. Les pressions salariales se modèrent à l'exception des cas de certains travailleurs qualifiés où les tensions persistent. Enfin, la hausse des prix s'est largement modérée dans tous les districts, bien que les prix soient restés élevés.

Concernant les données statistiques, les dépenses des ménages ont plutôt bien résisté en octobre. La consommation a progressé de 0,2% sur le mois en volume, soutenue par les services et les biens non durables, tandis que les biens durables enregistrent une baisse, ce qui transparait dans le Beige Book. La stagnation des prix des dépenses personnelles de consommation a pu participer à cette progression des achats en volume. Hors alimentation et énergie, l'indice des prix progresse modestement (0,2% sur le mois), ce qui confirme une modération de la dynamique des prix (3,5% en rythme annuel, contre 3,7% en septembre). Le revenu disponible réel a progressé de 0,3% sur le mois, ce qui permet une légère hausse du taux d'épargne à 3,8% du revenu disponible, contre 3,7% le mois précédent. Du côté des données d'enquête, l'indice de confiance du consommateur du Conference Board a légèrement progressé en novembre, mais l'estimation d'octobre a été révisée en baisse, ce qui laisse l'indice à un niveau toujours dégradé de 102 points.

Dans l'industrie, l'indicateur d'enquête ISM manufacturier est resté inchangé à 46,7 points en novembre, décrivant ainsi une contraction toujours marquée de l'activité. L'évolution des sous-composantes est contrastée : les nouvelles commandes se redressent à 48,3 (45,5 en octobre), mais la production se dégrade (48,5, après 50,4), tout comme l'emploi (45,6 après 46,8). En tout état de cause, ces niveaux restent inférieurs à 50 et renvoient donc à une tendance négative.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



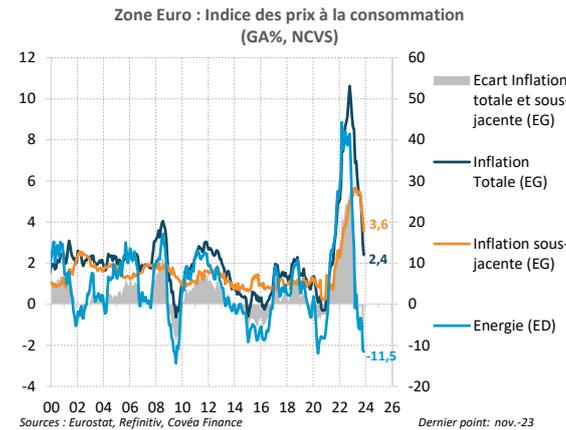
Suivi Macroéconomique

Europe

« Nouvelle baisse de l'inflation dans la zone euro »

Dans la zone euro, l'inflation est revenue à 2,4% en novembre, contre 2,9% en octobre. L'indice des prix à la consommation de la zone euro a reculé de 0,5% sur le mois, notamment tiré à la baisse par la chute de 2,2% (qui porte son recul sur un an à 11,5%) de sa composante énergie. Toutefois, les prix des biens non-énergétiques ont aussi légèrement reculé en séquentiel et ceux des services ont baissé de 0,9%. L'inflation sous-jacente, dans sa définition la plus restreinte (hors alimentation, énergie, tabac et alcool), est ainsi revenue à 3,6% (contre 4,2% en octobre), un plus bas depuis le mois d'avril 2022.

L'indice de sentiment économique, calculé par la Commission européenne, a progressé de 0,3 point en novembre dans la zone euro, à 93,8. Ce mouvement est le résultat d'une moindre défiance dans la distribution et dans la construction, ainsi que d'un redressement de l'indicateur de confiance des consommateurs et d'un léger regain de confiance dans les services.



En revanche, bien qu'encore en baisse de 0,5 point sur le mois, l'indice de perspectives d'emploi reste supérieur à sa moyenne de longue période. Dans l'industrie, la poursuite de la déplétion des carnets de commandes et des stocks toujours jugés excédentaires pèsent sur les perspectives de croissance. L'emploi en souffre et les anticipations de prix de ventes se font moins haussières. Dans les services, l'activité s'est dégradée malgré une accélération de la demande ces derniers mois, pesant sur les embauches. L'indicateur des perspectives de prix de vente s'est toutefois redressé. Les consommateurs, de leur côté, sont moins inquiets des perspectives d'inflation, mais plus de l'évolution du marché du travail ces prochains mois. Dans l'absolue, le taux de chômage est resté stable en zone Euro en octobre, à 6,5%, inchangé depuis le mois de mars dernier à son plus bas historique.

En octobre, les dépôts bancaires ont continué à se contracter dans la zone euro, sous l'effet de la poursuite de la baisse des avoirs à vue des ménages et des entreprises. Du côté des crédits, on note une stabilisation, sur un an des concours aux agents privés, notamment sous l'effet d'une amplification de la baisse des prêts à court terme aux entreprises, alors que les crédits aux ménages restent légèrement orientés à la hausse, y compris dans l'immobilier.

Après l'annonce d'un recul plus important qu'attendu de l'inflation en novembre, plusieurs membres du Conseil des gouverneurs de la BCE se sont exprimés. Si le discours dominant reste que les taux directeurs doivent être maintenus à un niveau suffisamment restrictif suffisamment longtemps pour contribuer à ramener l'inflation à 2,0%, Fabio Panetta, gouverneur de la Banque d'Italie, a indiqué que la banque centrale devrait éviter de causer des « dommages non-nécessaires » à l'économie et à la stabilité financière via le maintien de taux d'intérêt élevés. Toutefois, Joachim Nagel, président de la Deutsche Bundesbank, a réaffirmé que même si la tendance de l'inflation était encourageante, il est trop tôt pour évoquer de futures baisses des taux directeurs.

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Taux de chômage	% de la pop. active	oct.-23	6,5	6,5	7,7	6,7
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	nov.-23	2,4	2,9	2,6	8,4
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	nov.-23	3,6	4,2	1,5	3,9
AL	Taux de chômage	% de la pop. active	oct.-23	3,1	3,1	3,6	3,1
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	oct.-23	-0,1	-3,5	0,6	-0,5
FR	Taux de chômage	% de la pop. active	oct.-23	7,3	7,3	7,9	7,3
	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	oct.-23	-1,3	-3,2	3,6	-2,6
IT	Taux de chômage	% de la pop. active	oct.-23	7,8	7,6	9,5	8,1
ES	Taux de chômage	% de la pop. active	oct.-23	12,0	12,0	14,8	12,9
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	oct.-23	6,5	8,5	3,1	-0,8

*Du 27/11/2023 au 03/12/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

interrogée sur les déclarations de Philip Lane sur le niveau de réserves bancaires à maintenir et sur le moyen de gérer ce niveau. Alors que le chef économiste de la BCE indiquait qu'il pourrait être nécessaire de maintenir un portefeuille obligataire important, ce député a rappelé que la Cour constitutionnelle allemande avait jugé en son temps que les programmes d'achats d'obligations d'Etat de la BCE ne contrevenaient pas à l'interdiction qui lui est faite de financer directement les Etats membres à conditions qu'ils soient transitoires. L'idée de maintenir un portefeuille permanent de titres d'Etat pourrait ainsi s'exposer aux foudres de Karlsruhe.

Le gouvernement allemand a adopté un collectif budgétaire pour 2023 en invoquant l'état d'exception dû à la poursuite de la crise énergétique. Pour 2024, le FDP, dont est issu le ministre des Finances refuse de faire appel une nouvelle fois à cette clause. Le trou à boucher du fait de la décision de la Cour de Karlsruhe serait d'environ 17Mds€. En Allemagne toujours, les ventes au détail en volume ont rebondi de 1,1% en octobre, après avoir reculé de 0,8% en septembre. Sur un an, leur contraction n'est plus que de 0,1% contre -4,3% le mois précédent. En novembre, l'emploi est resté stable par rapport au mois précédent et il était encore en hausse de 0,6% sur un an. Malgré la conjoncture dégradée, les entreprises ne réduisent pas leurs effectifs, alors que la moitié d'entre-elles déclarent encore des difficultés de recrutement. Les emplois qualifiés, notamment dans l'industrie et la construction sont les plus recherchés, mais dans certains secteurs, il est question de pénurie générale de main d'œuvre.

Le feuilleton d'un accord de libre-échange entre l'Union européenne et le Mercosur (Argentine, Brésil, Paraguay et Uruguay) ne trouvera pas son épilogue en cette fin d'année. La Commission européenne espérait qu'une réunion, prévue jeudi 7 décembre, pourrait être décisive. Mais elle a été annulée en raison de la volonté de l'Argentine de ne pas s'engager avant l'investiture de son nouveau président, le 10 décembre. Par ailleurs, Javier Milei estime que certaines des clauses du texte pressenti ne sont pas acceptables. Mais, du côté européen, l'unanimité est loin d'être faite. Alors que le projet d'accord ne porte que sur le volet commercial, certains membres -dont la France- souhaitent qu'y soient attachées des conditions tierces, notamment en relation avec le respect de l'accord de Paris sur le climat.

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, l'enquête PMI du NBS alerte sur une dégradation du secteur des services »

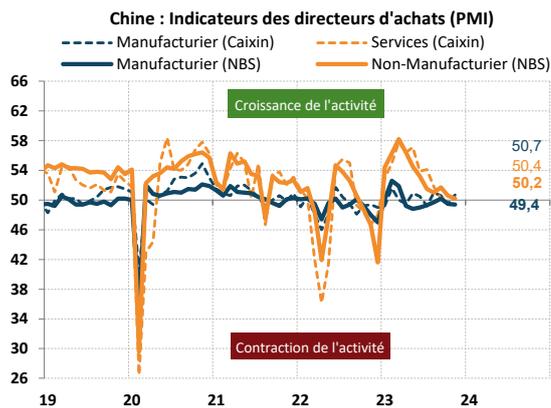
Les enquêtes PMI apportent une vision contrastée de l'activité manufacturière chinoise. L'indice PMI manufacturier publié par le Bureau national des statistiques (BNS) s'est établi à 49,4 en novembre, contre 49,5 en octobre et 50,2 en septembre. Il indique donc une deuxième contraction consécutive de l'activité manufacturière. Les détails de l'enquête rapportent un déclin généralisé de l'activité, en particulier du côté de la demande (domestique et surtout étrangère). Au contraire, l'autre enquête PMI publiée par l'agence Caixin indique un redressement de l'activité manufacturière avec un indice qui repasse en zone d'expansion à 50,7 (49,5 en octobre). Côté non-manufacturier, le PMI du NBS a également reculé à 50,2 en novembre, contre 50,7 en octobre, indiquant désormais une quasi-stagnation de l'activité. L'indice a été soutenu par sa composante « construction », dont la dynamique reflète probablement les soutiens des autorités pour les investissements en infrastructures et le secteur de l'immobilier.

En revanche, la composante « services » a plongé en zone de contraction, à 49,3 (50,1 en octobre), pour la première fois depuis le début de l'année. L'enquête confirme donc l'essoufflement des activités de services fin 2023 alors que la reprise du secteur avait été un des principaux moteurs de la croissance économique des trois premiers trimestres de l'année. Ainsi, l'économie chinoise affiche encore des signes de fragilité. Si cela ne devrait pas empêcher la Chine d'atteindre son objectif de croissance du PIB d'environ 5% pour 2023, la modération de l'activité interroge sur les perspectives de moyen-long terme du pays.

Au Japon, le redressement de l'industrie en octobre n'efface pas la contraction des derniers mois. La production industrielle japonaise a en effet affiché une hausse solide de 1% en glissement mensuel mais reste en déclin de 0,9% en glissement annuel. En outre, l'activité industrielle japonaise demeure loin de son niveau d'avant la crise sanitaire. Dans le détail, le redressement industriel est assez généralisé, mais il est surtout tiré par l'automobile et l'électronique, dont en particulier les semi-conducteurs.

En revanche, la consommation japonaise a décliné. Les ventes au détail nominales ont baissé de 1,6% en octobre, en glissement mensuel, après quatre mois d'expansion. Cette baisse est notamment due à une moindre consommation de carburant, d'appareils ménagers, d'automobiles et de produits alimentaires.

Dans ce contexte, les autorités japonaises renforcent le soutien budgétaire. Le Parlement a adopté le 29 novembre un budget supplémentaire de 90 Mds\$ pour l'année fiscale en cours, qui s'achèvera fin mars 2024. Ces fonds



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point nov 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	oct.-23	2,5	2,6	2,8	2,6
	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	oct.-23	4,2	6,2	2,7	2,6
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	oct.-23	-0,9	-3,4	5,8	0,0
CH	PMI Non-manufacturier Indice	nov.-23	50,2	50,6	52,9	49,1
	PMI Manufacturier Indice	nov.-23	49,4	49,5	50,5	49,1

*Du 27/11/2023 au 03/12/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

seront notamment utilisés pour prolonger le programme de subventions sur l'énergie, apporter un soutien financier aux ménages (en particulier via des baisses d'impôts) ainsi que renforcer les investissements dans les secteurs stratégiques, tels que les semi-conducteurs, l'intelligence artificielle et le spatial.

La Banque de Corée (BOK) a maintenu son taux directeur à 3,5% lors de sa réunion du 30 novembre. Dans son communiqué, le comité de politique monétaire n'exclut toutefois pas l'éventualité d'autres hausses de taux lors des prochaines réunions en fonction des données économiques. Durant la conférence de presse, le gouverneur Rhee Chang-yong a précisé que quatre membres (sur six, à l'exclusion du gouverneur) restent ouverts à de nouvelles hausses, soit un membre de moins que lors de la réunion précédente. Il a également abordé l'éventualité d'une baisse de taux qui pourrait intervenir lorsque le comité aura suffisamment confiance dans la perspective d'une stabilisation de l'inflation à la cible de 2%.

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.