

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

2 décembre 2024

Le multirégionalisme illustré

La semaine passée est une illustration de la complexification des relations géopolitiques et géo-économiques que nous décrivons depuis plusieurs trimestres. Le monde se recompose progressivement autour d'intérêts particuliers et d'alliances régionales; ce que nous avons nommé le multirégionalisme.

Si la semaine précédente avait surtout été marquée par l'escalade du conflit entre la Russie et l'Ukraine, suite notamment aux propos du président J. Biden, celle que nous venons de vivre a été le théâtre d'un accord de cessez-le-feu conclu entre Israël et le Hezbollah, et fondé sur un projet américain. L'évolution du pétrole témoigne de ces soubresauts. Par ailleurs, toujours au Proche-Orient, nous apprenions ce week-end que le pouvoir syrien avait perdu le contrôle de la deuxième ville du pays, Alep. Un renversement des autorités du pays serait un nouveau revers pour l'Iran, et accentuerait sa perte d'influence dans la région, y compris au Liban. Il lui serait alors impossible de pouvoir fournir du matériel au Hezbollah. Ce serait également un coup porté à la Russie ... au profit de la Turquie semble-t-il. Ce même pays, qui est candidat déclaré depuis cet autonome à l'entrée dans les BRICS+, organisation à laquelle appartiennent Russie et Iran !

Surprenant ? pas vraiment, si on se réfère aux conclusions de nos Perspectives Economiques et Financières de mars dernier. Les membres de cette organisation se retrouvent autour de leur volonté de ne pas être suiveurs des pays occidentaux mais cette ambition peut se heurter à des divergences de position, à l'aune de leurs intérêts propres.

Des Brics+, il en a été aussi question ce week-end, par la voix d'une communication du président américain nouvellement élu, M. Trump. Il a exprimé sa volonté de porter les droits de douane payés par les pays de ce groupe à 100% si ceux-ci continuaient à promouvoir des alternatives qui menaceraient le dollar. Or, comme nous le décrivions en début d'année, cette organisation a été créée à la suite des conséquences, pour ces pays, de la crise financière née aux Etats-Unis en 2008. Ses membres ont donc l'ambition de représenter un ordre mondial alternatif, tant dans la gouvernance que dans le système financier international. La saisie des réserves en devises en 2022 a probablement renforcé cette volonté. Si la Chine ne semble pas vouloir faire du Yuan une monnaie de réserve concurrente, l'ambition de ces pays est donc bien de s'affranchir du dollar. Ils souhaitent notamment développer leurs propres systèmes de paiement. Mais à ce stade, l'affaiblissement du dollar dans les échanges reste peu perceptible, à l'inverse de l'Euro.

Cette évolution du monde est essentielle à comprendre et à décrypter pour pouvoir évaluer nos investissements, quelles que soient les classes d'actifs, et pouvoir saisir les opportunités qui émergent.

Jacques-André Nadal

Directeur adjoint des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	29/11/24	07/11/24	T-12 mois	07/11/24	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,058	1,081	1,089	-2,1 ↓	-2,9 ↓
€ / £	0,831	0,832	0,863	-0,2 ↓	-3,7 ↓
€ / Yen	158,41	165,25	161,37	-4,1 ↓	-1,8 ↓
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	73	76	83	-3,6 ↓	-11,9 ↓
Indice CRB*	536	538	530	-0,4 ↓	1,1 ↑
Prix de l'once d'Or	2 657	2 706	2 038	-1,8 ↓	30,4 ↑
Prix de la tonne de cuivre	9 011	9 664	8 465	-6,8 ↓	6,5 ↑
Indice Baltic Dry**	1 354	1 451	2 937	-6,7 ↓	-53,9 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2234	2332	1011	-4,2 ↓	121,0 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

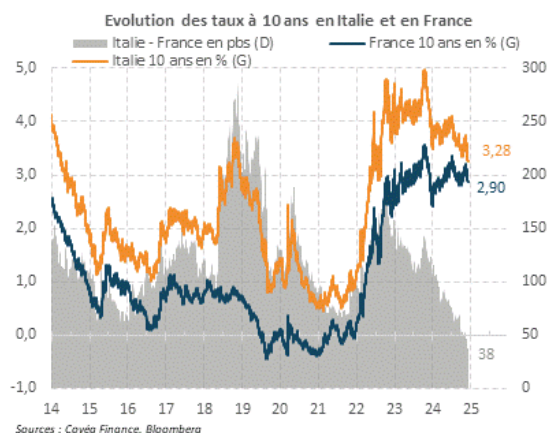
Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine est marquée par une série de cinq séances consécutives de baisse des rendements, de même amplitude en Europe et aux Etats-Unis. Les accords de cessez-le-feu au Moyen-Orient, les négociations autour du budget français, la nomination de Scott Bessent, perçu comme « modéré », au sein de la nouvelle administration américaine contribuent à ce mouvement. Dans ce contexte, les taux à 10 ans français et allemand sont en baisse de 15 points de base (pb), respectivement, à 2,90% et 2,09%. En Europe, les pentes s'aplatissent par la diminution moins prononcée des taux courts. Les écarts de rendements entre les pays périphériques et l'Allemagne diminuent. L'écart entre l'Italie et la France atteint un point bas à 38 pb. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans est en baisse de 15 pb. La courbe se translate à la baisse de manière homogène.

Sur le marché du crédit, le marché primaire est atone. Les primes de risques s'écartent de 1 pb pour la catégorie investissement, à 108 pb, et, de 11 pb pour la catégorie haut rendement, à 339 pb. Les taux de rendements respectifs de ces indices sont 3,17 % et 5,48 %.



Le Focus de la semaine : L'Union européenne a l'ambition de changer la perception des investisseurs

L'Union européenne a commencé à émettre des volumes de dette significatifs à la suite de la crise sanitaire de 2020 et totalise désormais un gisement de 578 Mds€ répartis en 80 souches, dont les maturités s'échelonnent entre 2025 et 2054.

La société Eurex Clearing AG, première chambre de compensation d'Europe sur les produits dérivés, a annoncé, le 26 novembre dernier, le lancement d'un nouveau contrat future sur la dette de l'Union européenne en 2025. Bien que n'ayant pas obtenu la confirmation que de nouveaux prêts de l'Union européenne seront consentis au-delà de 2026, la société affirme que les deux conditions nécessaires sont désormais réunies pour mettre en place ce type de produit, à savoir : l'atteinte d'un volume de transactions critique sur le marché secondaire et la mise en place d'une facilité de mise en pension. Cette dernière condition est validée depuis le 7 octobre 2024. La facilité de mise en pension de l'Union européenne permet aux banques d'emprunter temporairement ses obligations afin d'augmenter leur liquidité sur le marché secondaire. Les transactions de la facilité sont réalisées via la plateforme de négociations d'Eurex et sont compensées par la chambre de compensation Eurex Clearing. La décision d'Eurex est une réponse à la concurrence américaine de la société Intercontinental Exchange (ICE) qui, quelques jours auparavant, a annoncé la commercialisation d'un produit similaire dès le 9 décembre cette année : un contrat future adossé à l'indice ICE - 8 à 13 ans de dettes de l'Union européenne.

L'ensemble de ces développements s'inscrit dans la stratégie de l'Union européenne dont l'objectif est d'être considérée comme un émetteur souverain par les investisseurs afin de faire baisser ses coûts de financement. Les émissions de l'Union européenne sont réalisées via des adjudications et des syndications, pour lesquelles les volumes et la fréquence sont comparables à certains émetteurs souverains. En août 2024, les fournisseurs d'indices, MSCI et ICE, ont successivement refusé la proposition de l'Union européenne d'inclure ses obligations dans leurs indices de dettes souveraines. Ils classent actuellement sa dette dans les indices d'émetteurs supranationaux qui attirent un nombre plus limité d'investisseurs. La dette des supranationaux se traite avec un taux supérieur à certains émetteurs souverains de notation comparable.

La facilité de mise en pension et, prochainement, les contrats futures pourraient amener les fournisseurs d'indices à reconsidérer la proposition de l'Union européenne. Nous suivrons attentivement ces nouveaux instruments qui pourraient jouer un rôle clé dans le renforcement de l'intégration financière et de la liquidité du marché obligataire européen.

Matthieu Ohana
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	29/11/24	J-7	07/11/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	4,75	4,75	4,75	5,50	5,50	0,00	0,00	-0,75	-0,75		
BCE - Taux Repo	3,40	3,40	3,40	4,50	4,50	0,00	0,00	-1,10	-1,10		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,25	3,25	3,25	4,00	4,00	0,00	0,00	-0,75	-0,75		
Banque d'Angleterre	4,75	4,75	4,75	5,25	5,25	0,00	0,00	-0,50	-0,50		
Banque du Japon	0,25	0,25	0,25	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,35	0,35		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,17	4,40	4,33	3,88	4,33	-23	-16	29	-16	2	19
Allemagne	2,09	2,24	2,45	2,02	2,45	-15	-36	6	-36	14	24
France	2,90	3,05	3,20	2,56	3,02	-15	-31	34	-13	73	53
Italie	3,28	3,50	3,73	3,70	4,23	-23	-46	-42	-96	93	63
Royaume-Uni	4,24	4,39	4,50	3,54	4,10	-14	-26	71	15	1	51
Japon	1,05	1,09	1,01	0,61	0,67	-4	4	43	38	46	123
Crédit											
Indice Itraxx Main	55,7	57,6	54,8	58,1	66,7	-1,9	0,9	-2,4	-11,0		
Indice Itraxx Crossover	297,9	307,9	290,8	309,9	367,1	-10,1	7,0	-12,0	-69,3		

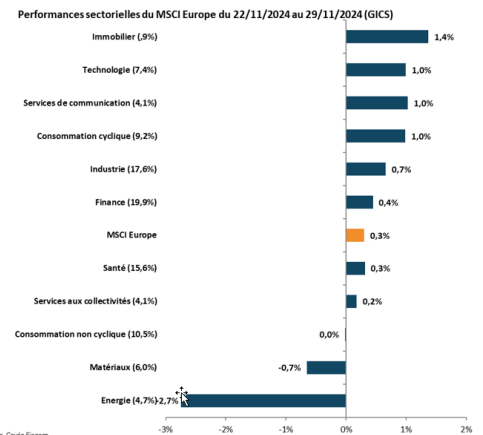
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI Europe non réinvestis) progressent timidement de 0,3 % dans un contexte de retour des craintes de barrières douanières notamment. Les secteurs de l'immobilier et la technologie affichent les meilleures performances, avec des variations hebdomadaires de respectivement +1,4% et +1,0% dans un environnement baissier des taux d'intérêts. En revanche, le secteur de l'énergie abandonne 2,7% en lien avec la baisse des cours du pétrole pénalisé par le reflux des tensions géopolitiques, les désaccords sur la production au sein de l'OPEP et la volonté d'augmenter la production américaine de la future administration. Sur le plan des titres, le fabricant de turbines Vestas ressort en tête de classement avec une progression de 10,3% porté par des commentaires positifs de courtiers alors que le fabricant de protéines plasmatisques Grifols chute de près de 19% en raison de l'abandon par son partenaire financier du projet de retrait de la cote. Depuis le début de l'année, l'indice MSCI Europe (+6,3%) devance le MSCI EMU (+5,4%) alors celui des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est dans le rouge (-2,6%).



Le Focus de la semaine : Retour des opérations de rapprochement dans la finance : normalisation ou rationalisation ?

Au cours de la précédente décennie, la performance enregistrée par le secteur bancaire en Zone euro a été médiocre. La crise financière a eu pour conséquence une montée des créances douteuses, un durcissement de la réglementation entraînant une vague de recapitalisation et un recours massif aux soutiens des gouvernements. Depuis la fin de la crise pandémique, on assiste à des mouvements de rapprochement dans plusieurs pays comme l'Italie (Intesa San Paolo/UBI Banca) ou l'Espagne (Caixa/Bankia) et plus rarement transfrontaliers (Crédit Agricole / Creval en Italie).

Le 25 novembre 2024, Unicredit a proposé d'acquérir son compatriote Banco BPM, pour 10 milliards d'euros, alors que la deuxième banque italienne est engagée dans un bras de fer avec le gouvernement allemand pour ses velléités de rapprochement avec la Commerzbank. Pour mémoire, Unicredit avait acquis un bloc de participation issu du gouvernement de 9,5% de la deuxième banque privée allemande, tout en dévoilant son intention de la contrôler. Cela avait déclenché l'hostilité des pouvoirs publics. L'offre sur la troisième banque transalpine intervient quelques jours après l'acquisition, le 14 novembre, par cette dernière d'un placement de l'état de 5% du capital de Banca Monte Paschi di Siena (BMPS) tout en exprimant son souhait de poursuivre ce mouvement. Le 7 novembre, Banco BPM avait également lancé une OPA de 1,6 milliards d'euros sur le gérant d'actif indépendant italien Anima, détenu à hauteur de 22%, qui s'est lui aussi porté acquéreur d'un bloc de 3% de BMPS. Pour complexifier encore davantage les choses, le groupe Crédit Agricole, engagé dans un partenariat de distribution pour la gestion d'actifs dans le réseau Unicredit jusqu'en 2027 (issu de l'accord de cession de sa filiale Pioneer à Amundi, totalisant près de 2200 milliards d'euros d'encours sous gestion), est lui aussi actionnaire de Banco BPM à hauteur de 9%. Le groupe français aurait même constitué une position de 10% supplémentaire via des instruments dérivés, selon la presse italienne. Ainsi, l'établissement français se retrouve arbitre malgré lui de ces manœuvres capitalistiques et court le risque de ne plus avoir d'accord de distribution dans un pays riche en épargne financière.

Dans le même temps, le premier assureur italien Generali et le groupe mutualiste français Natixis réfléchissent à s'unir dans la gestion d'actifs pour former un ensemble de 2000 milliards d'encours. Enfin, BNP Paribas et AXA ont également confirmé le rapprochement de leurs gestions d'actifs l'été dernier, afin, l'espèrent-ils, d'accéder notamment à des économies d'échelle que d'autres sociétés poursuivent depuis plusieurs années.

Dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous décrivons un monde qui change profondément et auquel les acteurs doivent s'adapter. Certains acteurs du secteur de la finance tentent, eux-aussi, de s'adapter et cherche des stratégies leur permettant.

Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	29/11/24	J-7	07/11/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/24	29/12/23	sur 12 mois				
MSCI EMU	161,0	160,5	162,0	152,7	148,0	0,3	↑	-0,6	↓	5,4	↑	8,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 049,8	1 049,0	1 047,2	966,1	930,6	0,1	↑	0,3	↑	8,7	↑	12,8	↑
MSCI EMU Small Cap	396,0	387,7	410,2	425,6	401,0	2,1	↑	-3,5	↓	-7,0	↓	-1,2	↓
MSCI Europe	170,8	170,3	170,6	160,6	155,0	0,3	↑	0,1	↑	6,3	↑	10,2	↑
France CAC 40	7 235,1	7 255,0	7 425,6	7 543,2	7 310,8	-0,3	↓	-2,6	↓	-4,1	↓	-1,0	↓
Allemagne DAX 30	7 540,0	7 423,2	7 438,6	6 628,9	6 416,7	1,6	↑	1,4	↑	13,7	↑	17,5	↑
Italie MIB	33 414,6	33 494,8	33 981,2	30 351,6	29 737,4	-0,2	↓	-1,7	↓	10,1	↑	12,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 287,3	8 262,1	8 140,7	7 733,2	7 453,8	0,3	↑	1,8	↑	7,2	↑	11,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 977,6	9 938,5	9 785,5	8 920,5	8 642,0	0,4	↑	2,0	↑	11,9	↑	15,5	↑

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 contrastées sur la semaine. Les marchés chinois affichent la meilleure performance, et ce malgré le contexte de menace de droits de douane supplémentaires de 10% sur les importations chinoises de la part de la future administration Trump. L'Inde progressait en lien avec la victoire écrasante du parti de M. Modi lors des élections législatives du Maharashtra. A l'inverse, les marchés les plus exposés au secteur technologique (Taïwan, Corée du Sud) affichent les replis les plus importants, dans un contexte de potentielles mesures supplémentaires de restrictions américaines à l'égard de la Chine. La baisse de taux de la Banque Centrale Coréenne, annoncée en fin de semaine, était une surprise mais n'a apporté que peu de soutien au marché. Au cours de la semaine, la Corée du Sud a annoncé octroyer plus de \$10 milliards de prêts à taux réduit en 2025 pour soutenir son industrie des semi-conducteurs. Dans le secteur automobile, Denso et Fuji Electric vont fabriquer en partenariat des semi-conducteurs de puissance en carbure de silicium (SiC) pour les véhicules électriques, augmentant ainsi leurs investissements (+\$1,4 milliard, dont un tiers serait financé par le ministère de l'industrie japonais) malgré le ralentissement du marché des véhicules électriques.

Aux Etats-Unis, les indices atteignaient des records historiques portés principalement par la nomination de Scott Bessent au poste de secrétaire au Trésor entraînant une baisse des rendements obligataires. Dans ce contexte les secteurs sensibles aux taux d'intérêt surperformaient. Seul le secteur énergétique était en baisse, pénalisé par l'accord de cessez-le-feu trouvé entre Israël et le Liban. Le secteur technologique était impacté par les mauvaises publications de résultats de Dell et HP face à la faiblesse du marché du PC remettant en question une potentielle reprise tirée par l'intelligence artificielle. Au cours de la semaine, le fabricant de semi-conducteurs Intel s'est vu accorder une subvention plus faible qu'attendue (dans le cadre du Chip Act) en raison des inquiétudes suscitées par les retards d'investissement et les difficultés financières de l'entreprise. Le géant pharmaceutique Eli Lilly rebondissait après la proposition du président Biden d'étendre la couverture Medicare et Medicaid pour les médicaments contre l'obésité. Sur le plan géopolitique, Donald Trump a annoncé son intention d'imposer de nouveaux droits de douane de 25 % sur tous les produits en provenance du Canada et du Mexique. Finalement les consommateurs américains ont dépensé près de \$11 milliards en ligne (selon Adobe Analytics) soit une hausse de plus de 10%, une tendance qui confirme l'importance croissante des plateformes numériques dans les habitudes d'achat au dépend des magasins physiques dont les ventes sont restées relativement stables.

Le Focus de la semaine : Les résultats des entreprises américaines du 3ème trimestre

Les résultats du S&P500 au troisième trimestre montrent une progression des ventes et des bénéfices ajustés* de 6% en glissement annuel. On notera toutefois de grandes disparités de contribution puisque, retraits des 7 plus grandes capitalisations, les bénéfices sont en baisse 1%, suite notamment à la forte contraction des marges dans les services (transport aérien, santé, loisirs et distribution). Parmi les messages les plus importants, nous retiendrons que:

- Les **consommateurs** à faible revenu restent sous pression et les entreprises les plus exposées en pâtissent. Les sociétés qui bénéficient d'un positionnement premium ou qui mettent en place des stratégies en faveur des consommateurs aisés tirent leur épingle du jeu (publications très divergentes entre Target vs Walmart),

- Dans **l'automobile**, les trois grands constructeurs (General Motors, Ford et Tesla) bénéficient de bons volumes de ventes (véhicules thermiques pour les premiers et électriques pour Tesla) qui impactent favorablement les marges,

- Du côté de **l'industrie**, les grands projets manufacturiers continuent de prendre du retard (commentaires d'Emerson), mais les sociétés trouvent des relais de croissance dans les centres de données informatiques et les dépenses d'infrastructures liées au projet de loi « Investment Infrastructure and Jobs Act » de 2021,

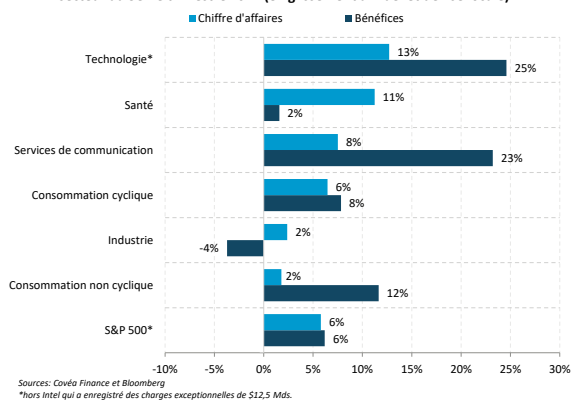
- Dans **la santé**, les résultats sont contrastés avec d'un côté des laboratoires pharmaceutiques qui tirent parti de thérapies innovantes (Abbvie) et de l'autre, les assureurs qui souffrent de la hausse insuffisante des primes d'assurances au regard de la hausse de leurs coûts (Humana et United Healthcare),

- **Les valeurs technologiques et de la communication** continuent de bénéficier de la thématique de l'Intelligence Artificielle. Celle-ci est particulièrement impactante pour les sociétés de semi-conducteurs aux puces les plus avancées (Nvidia), les éditeurs de logiciels aux produits déjà monétisables (ServiceNow, Adobe, Microsoft) et les géants de la publicité (Meta, Alphabet).

L'économie américaine est résiliente, mais les perspectives 2025 restent incertaines quant au rythme de la normalisation monétaire, aux dépenses budgétaires de la nouvelle administration, au pouvoir d'achat des consommateurs à bas revenu et aux conjonctures en Chine et en Europe. Dans ce contexte, bien que la majorité des entreprises ait donné des perspectives 2025 prudentes, le consensus des analystes reste très optimiste et anticipe une croissance des bénéfices de 15% en 2025 (indice S&P500).

*hors Intel qui a enregistré des charges exceptionnelles de restructuration et de dépréciation d'actifs (stocks et usines) de \$12,5 Mds.

Croissance des ventes et des bénéfices des entreprises du S&P 500 par secteur au 3ème trimestre 2024 (en glissement annuel et devise locale)



Margaux Louis

Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					en devise locale				en €			
	29/11/24	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois	J-7	07/11/2024	29/12/23	T-12 mois
Etats-Unis - S&P500	6 032	5 969	5 973	4 770	4 595	1,1	1,0	26,5	31,3	-0,5	3,2	32,0	35,1
Etats-Unis - Dow Jones	44 911	44 297	43 729	37 690	36 246	1,4	2,7	19,2	23,9	-0,1	4,9	24,4	27,5
Etats-Unis - Nasdaq	19 218	19 004	19 269	15 011	14 305	1,1	-0,3	28,0	34,3	-0,4	1,9	33,6	38,2
Japon Nikkei 300	576	578	590	500	506	-0,4	-2,4	15,1	13,8	1,4	1,8	13,1	14,8
Corée du Sud KOSPI	2 456	2 501	2 565	2 614	2 505	-1,8	-4,2	-6,0	-2,0	-2,6	-2,9	-8,9	-5,2
Chine - Shanghai	3 336	3 267	3 471	2 975	3 032	2,1	-3,9	12,2	10,1	0,6	-3,2	14,9	11,5
Hong Kong Hang Seng	19 424	21 134	20 953	17 047	16 830	-8,1	-7,3	13,9	15,4	-9,4	-5,5	19,3	19,2
Marchés Emergents - MSCI	1 079	1 087	1 141	1 024	982	-0,8	-5,4	5,4	9,8	-2,3	-3,4	10,0	13,0

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le plan RePowerEU à l'épreuve : l'Union Européenne tiendra-t-elle ses objectifs énergétiques ?

Des objectifs ambitieux...

L'Union européenne a pour ambition de faire de l'hydrogène renouvelable un pilier de sa transition énergétique. En 2020, le Plan hydrogène présenté par l'Union européenne communiquait sur des objectifs de déploiement de 4GW de capacités d'électrolyseurs d'ici à 2024 et 40GW d'ici à 2030.

Le plan REPowerEU, établi en 2022, visant notamment à réduire la dépendance de l'UE au gaz russe, a clairement réhaussé les objectifs sur l'hydrogène. Il prévoit ainsi de produire 10 millions de tonnes (Mt) d'hydrogène renouvelable (nécessitant 125GW1 de capacités d'électrolyse) et d'en importer le même montant d'ici à 2030. À plus long terme, l'hydrogène devrait représenter environ 10% de la consommation énergétique européenne, décarbonant ainsi des secteurs clés comme l'industrie et les transports.

Pour donner une idée de l'ampleur de cet objectif, l'UE qui a consommé 7,2 Mt d'hydrogène en 2023, dont 99,7% d'origine fossiles, notamment par vaporemformage du méthane et dénommé hydrogène « gris », vise à produire et importer d'ici à 2030 près de trois fois ce volume en hydrogène « vert ».

Si aujourd'hui, la consommation d'hydrogène résulte des activités de raffinage de pétrole (≈60%) et de la production d'ammoniac (≈25%), une grande partie de la demande incrémentale d'hydrogène d'ici à 2030 devrait provenir de la décarbonation d'industries polluantes, du secteur des transport ou encore à destination du stockage. Parallèlement, la substitution d'hydrogène produit à base d'énergie fossiles par des sources renouvelables constituera le solde de cette demande.

...confrontés à de nombreux obstacles

Cependant, les nouvelles applications de l'hydrogène, dans la métallurgie ou les transports, sont confrontées à de nombreux obstacles. Elles souffrent d'un coût de production plus coûteux que celui de l'hydrogène actuellement produit : l'hydrogène fossile issu du vaporemformage affiche un prix de revient de 1,5 à 2€/kg, à comparer aux technologies de production d'hydrogène « vert » les plus matures (PEM & Alcalin) qui sont 3 à 4x supérieures (autour de 7€/kg)². Ce surcoût est attribuable au coût de l'électrolyseur et à celui de l'électricité. Il faut actuellement plus de 50kwh d'électricité pour produire un kg d'hydrogène « vert », soit environ 3,5€ d'électricité aux prix actuels de 70€ le MWh. Ce coût « électrique » représente à lui seul, soit 1,5 à 2x plus que l'ensemble du prix de production de l'hydrogène « gris ».

Une autre barrière à l'adoption d'hydrogène renouvelable est la quantité d'électricité renouvelable nécessaire à sa production. L'objectif REPowerEU de 10 millions de tonnes de production d'hydrogène « vert » nécessiterait 500TWh de production d'électricité supplémentaire - soit 18,5 % de la production totale d'électricité de l'UE en 2023 (ou 41% de l'électricité renouvelable).

Pour produire ces 10Mt d'hydrogène « vert », cela nécessitera 125GW de capacité d'électrolyse. En 2023, l'UE dispose d'uniquement 216MW de capacité installée, soit 0,16% de l'objectif fixé. Sachant que 1,8GW sont actuellement en construction selon l'ACER, cela amènerait les capacités d'électrolyseurs à 2GW en 2026, toujours bien loin des 125GW nécessaires d'ici à 2030. Même en prenant en compte les annonces d'environ 60 GW de capacités supplémentaires qui devraient entrer en service au cours de la décennie (dont seulement 0,5GW ont passé la décision finale d'investissement), l'objectif ne serait pas atteint.

Quels leviers pour tenir la trajectoire ?

Les économies d'échelle induites par l'augmentation de la production d'électrolyseurs, combinées aux avancées technologiques et à la baisse anticipée des coûts de l'électricité renouvelable, devraient permettre une diminution substantielle du coût de production de l'hydrogène « vert ». Plusieurs études prévoient une réduction de 50% d'ici la fin de la décennie.

Des incitations publiques sont nécessaires pour développer ces nouveaux usages, au détriment des solutions traditionnelles, le temps de l'ajustement de l'écart de production.

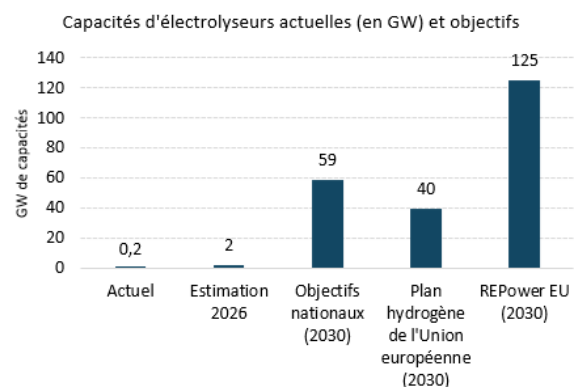
Un état des lieux qui soulève de nombreuses questions

La capacité des États à financer la transition énergétique et la réindustrialisation, dans un contexte d'endettement croissant, est au cœur de nos analyses dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

En 2023, le constat est clair : l'UE n'a pas réalisé de progrès significatifs dans le déploiement du marché de l'hydrogène bas carbone. Une très forte accélération est nécessaire pour atteindre les objectifs fixés. Au vu des progrès réalisés à ce jour et des obstacles persistants, il est peu réaliste de penser que l'UE parviendra à atteindre ses objectifs de production d'hydrogène bas carbone pour 2030.

¹ Source : Bloomberg NEF

² Source : ACER « European hydrogen markets », 2024



Sources : BloombergNEF, ACER, Commission Européenne, Covéa-Finance

Henry Miller

Analyste financier et extra financier



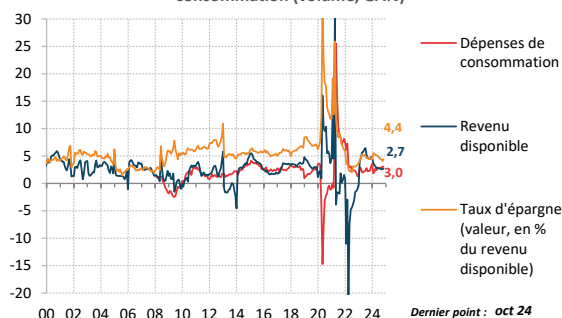
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le Canada, le Mexique et la Chine sont les premières cibles des menaces de tarifs douaniers de Donald Trump »

Le revenu disponible réel des ménages a enregistré en octobre sa plus forte progression mensuelle depuis janvier (+0,4%). Ce dynamisme reflète les progrès des revenus salariaux, en hausse de 0,5% sur le mois et de 5,7% en rythme annuel en valeur, une vigueur qui incite toujours à la vigilance quant au risque de boucle prix salaire comme nous le soulignons dans nos perspectives économiques et financières. La consommation ne progresse que de 0,1% sur le mois en volume, après 0,5% en septembre. Les dépenses ont été tirées par les biens durables (0,3%) et les services (0,2%) avec des hausses dans la restauration (0,3%) et la santé (0,4%). En revanche, les dépenses se sont contractées en volume pour les biens non durables. En rythme annuel, la consommation affiche une croissance stable de 3%. Le taux d'épargne progresse assez nettement sur le mois, passant de 4,1% à 4,4% du revenu disponible. Du côté de l'inflation, l'indice de prix des dépenses personnelles de consommation a progressé de 0,2% sur le mois, tandis que l'indice hors alimentation et énergie enregistre une hausse de 0,3%, conforme aux attentes. En rythme annuel, l'inflation mesurée par cet indice accélère légèrement à 2,3% (2,1% en septembre), tout comme l'inflation sous-jacente à 2,8% (2,7% en septembre). Ainsi, **l'inflation ne ralentit plus, et la consommation et les revenus restent bien orientés, ce qui devrait inciter la Réserve fédérale à rester prudente dans son cycle d'assouplissement monétaire.**

Etats-Unis : Revenu disponible et dépenses de consommation (volume, GA%)



Sources : Covéo Finance, BEA
L'épargne personnelle est la différence entre revenu personnel disponible (Revenu personnel - Impôts sur le revenu et cotisations sociales) et les dépenses personnelles (dépenses de consommation, paiements d'intérêts et transferts courants).

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	oct.-24	610	738	637	666
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	nov.-24	111,7	109,6	104,5	105,4
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	oct.-24	2,7	2,6	-5,6	5,1
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	oct.-24	3,0	3,1	3,0	2,5

* Du 25/11/2024 au 01/12/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

perspectives n'a pas été débattu à ce stade. **Les participants entendent agir réunion après réunion, en fonction de l'évolution des données et du contexte.**

Après la nomination de M. Lutnick au poste de Secrétaire au Commerce, **Donald Trump a donné un signal supplémentaire de son intention de mettre à exécution ses menaces de hausse de tarifs douaniers.** Le Président élu a annoncé sur sa plateforme sociale Truth que **dès sa prise de fonction le 20 janvier, il augmenterait de 25% les tarifs douaniers sur tous les biens importés aux Etats-Unis en provenance du Mexique et du Canada.** Une décision qui risquerait de remettre en cause l'accord commercial USMCA que M. Trump a négocié avec les deux pays voisins au cours de son premier mandat. Les biens et services américains échangés dans le cadre de cet accord commercial ont représenté un montant total estimé à 1 800 milliards de dollars en 2022. Il a ajouté dans un autre message qu'il imposerait des **droits de douanes supplémentaires de 10% sur les biens en provenance de Chine**, sans préciser si cette hausse interviendrait dès le 1^{er} jour de son mandat. M. Trump a reproché aux deux pays frontaliers et à la Chine de ne pas en faire assez pour endiguer les flux de migrants et de drogue, notamment le fentanyl, vers les États-Unis. Le Mexique, le Canada et la Chine sont les trois principaux partenaires commerciaux des États-Unis, représentant respectivement 16%, 13% et 13,5% des importations de biens aux États-Unis. Près de 80% des exportations du Canada et du Mexique sont à destination des États-Unis. Une telle hausse des droits de douanes aura un impact significatif sur les prix aux États-Unis, et sur l'activité dans les pays visés. Durant le weekend, M. Trump a également ciblé les pays BRICS (Brésil, Russie, Inde...) en les menaçant de droits de douanes de 100%, s'ils cherchent à créer une nouvelle devise BRICS ou à soutenir une autre devise pour remplacer le dollar américain en tant que monnaie d'échange de référence.

Par ailleurs, le président élu Donald Trump a continué de compléter son équipe économique, en choisissant Kevin Hassett, un conseiller de longue date, pour diriger le Conseil économique national (NEC). De 2017 à 2019, M. Hassett a été président du Comité des conseillers économiques (CEA), un groupe de trois membres qui analyse les données économiques pour le compte du président. En tant que chef du Conseil économique national, ce spécialiste de la fiscalité sera probablement au centre des débats politiques internes de l'administration sur le commerce, les impôts et la déréglementation. Ce poste n'a pas à être validé par le Sénat, contrairement au poste de Représentant au commerce des États-Unis, pour lequel M. Trump a désigné Jamieson Greer, avocat spécialisé dans le commerce. M. Greer a été chef de cabinet de Robert Lighthizer lorsque celui-ci était représentant au commerce pendant le premier mandat de M. Trump. Le représentant au commerce est le principal négociateur commercial du gouvernement et jouera un rôle central dans l'élaboration des nouveaux droits de douane voulus par M. Trump.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

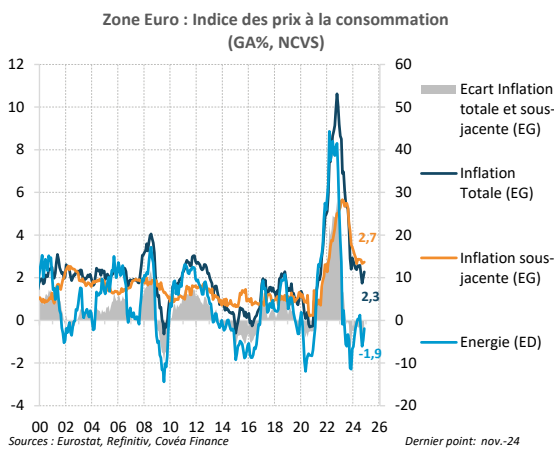


Suivi Macroéconomique

Europe

« En zone euro, l'inflation ne baisse plus »

En France, les prochaines semaines s'annoncent décisives sur le plan politique et budgétaire. Trois lois budgétaires doivent être votées à l'Assemblée nationale : le projet de loi de financement de la Sécurité Sociale (PLFSS) le **2 décembre**, le projet de loi de finances de fin de gestion (PLFG) le **4 décembre** et le projet de loi de finances (PLF) le **18 décembre**. Le Premier ministre M. Barnier pourrait recourir à l'article 49.3 de la Constitution pour faire adopter chacune de ces lois sans vote des députés, mais s'expose, à chaque recours, à une motion de censure. Ainsi, **une première motion de censure pourrait être votée dès le mercredi 4 décembre** (il existe un délai de 48 heures entre le dépôt d'une motion de censure et son vote). Les députés du Nouveau Front Populaire (192) et du Rassemblement National (125) doivent voter ensemble la motion de censure pour obtenir la majorité (289). Dans ce cas, M. Barnier devra présenter la démission de son gouvernement, mais il pourrait continuer à gérer les affaires courantes en attendant la nomination d'un nouveau Premier ministre par le Président. Par ailleurs, en cas de censure du gouvernement, le Parlement pourrait adopter une loi spéciale afin d'assurer le fonctionnement de l'Etat. Cette loi autoriserait le gouvernement à continuer de percevoir des impôts et à poursuivre les dépenses courantes (sur la base des montants votés pour le budget 2024), en attendant le vote d'un nouveau projet de loi de finances. **Malgré l'incertitude politique, l'agence de notation S&P a maintenu la note de la France à AA-, avec perspective stable.**



Dans la zone euro, l'inflation a augmenté à nouveau en novembre, comme attendu tant par les marchés que par les banquiers centraux. L'indice des prix à la consommation s'est affiché en hausse de 2,3% sur un an, après +2,0% en octobre, avec une contribution moins négative de la composante énergie de l'indice (-0,2 point contre -0,5 point en octobre). Malgré une augmentation un peu moindre des prix des services (3,9% après 4,0%), l'inflation sous-jacente est restée stable, à 2,7%, avec une légère accélération des prix des biens industriels non-énergétiques.

La croissance des agrégats monétaires européens a continué à s'intensifier en octobre. L'agrégat large, M3, a enregistré une progression de 3,4% sur un an, contre 3,2% le mois précédent. Les composantes « négociables » de cet ensemble, ainsi que les dépôts à terme de moins de deux ans restent les plus dynamiques, malgré une croissance un peu moins soutenue. Mais l'agrégat M1, qui regroupe les dépôts à vue et les billets en circulation, affiche une hausse sur un an, certes encore modeste, pour la première fois depuis décembre 2022. La reprise de la distribution de crédit aux agents non-financiers privés se poursuit également, mais toujours timidement.

Très erratique d'un mois à l'autre, l'indice de sentiment économique de la zone euro, calculé par la Commission européenne, a légèrement progressé en novembre, grâce à un moindre pessimisme dans l'industrie, le commerce de détail et la construction. En revanche, les difficultés médiatisées de l'industrie et les annonces de réductions massives d'effectifs par plusieurs entreprises dans plusieurs pays de la zone pèsent sur la confiance des ménages et les entreprises de services se montrent moins optimistes. La demande reste faible dans l'industrie manufacturière et elle ralentit dans les services. Par ailleurs, l'indicateur des perspectives de prix de vente continue à progresser dans l'industrie, alors qu'il recule légèrement, tout en restant positif, dans les services.

Les débats à distances se poursuivent entre les banquiers centraux européens.

Quelques-uns s'inquiètent d'une dégradation supplémentaire de la conjoncture économique, qui pourrait faire baisser l'inflation en-deçà de l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE). Parmi ceux-ci, certains, à l'instar du gouverneur de la Banque de France, n'excluent ni une baisse de 50 points de base des taux directeurs en décembre ni que la politique monétaire devienne franchement favorable à la croissance ces prochains mois. D'autres, comme Philip Lane, bien que rassurés par l'évolution de l'inflation et ses perspectives, préfèrent continuer à plaider la prudence et une approche très progressive de l'évolution de la politique de la BCE. De son côté, Isabel Schnabel estime que les risques sur les perspectives d'inflation sont équilibrés et, du point de vue de l'activité économique, que la récession ne menace pas, ce qui justifie de rester très prudent dans la détente de la politique monétaire.

La Commission européenne a rendu ses avis sur les plans budgétaires à moyen terme des Etats-membres. Vingt des vingt-et-un plans présentés sont considérés comme conformes à la trajectoire demandée pour réduire ou stabiliser les déficits, dont ceux de la France et de l'Italie. En particulier, le programme pluriannuel de la France pour réduire progressivement son déficit afin de permettre à son ratio dette/PIB de baisser au terme de la période est jugé crédible et conforme aux demandes de la Commission basées sur le Pacte de stabilité et de croissance rénové. Seul le plan des Pays-Bas a été rejeté, au motif que les dépenses envisagées seraient trop élevées tant chaque année qu'en cumulé sur la période que couvre son plan (+4,2% par an entre 2025 et 2028 contre +3,2% dans les recommandations de la Commission).

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023	
ZE	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	nov.-24	2,3	2,0	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	nov.-24	2,7	2,7	3,9	4,9
AL	IFO - Climat des affaires	Indice	nov.-24	85,7	86,5	90,4	88,9
FR	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	oct.-24	1,0	4,3	-0,5	-3,2
	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	oct.-24	0,4	-0,1	-2,3	-1,6
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-24	-3,9	-3,3	0,4	-2,1
ES	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	oct.-24	3,4	3,8	0,9	3,0

*Du 25/11/2024 au 01/12/2024

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

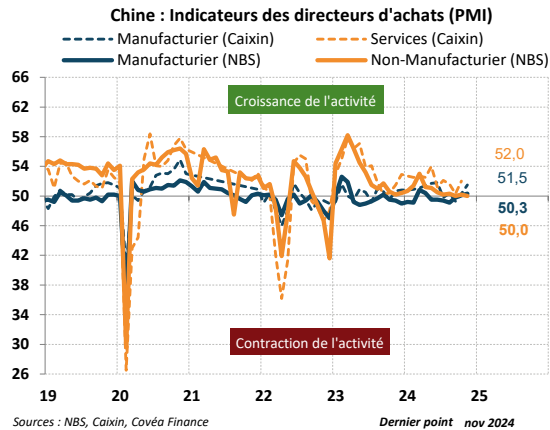
« Les signaux favorables sur l'industrie chinoise pourraient être de courte durée »

En Chine, les PMI rapportent une dynamique solide de l'industrie manufacturière en novembre. Les indices PMI manufacturier du Bureau national des statistiques (BNS ; à 50,3 après 50,2 en octobre) et de Caixin (51,5 après 50,6) rapportent une expansion plus importante de l'activité. Les détails des enquêtes font état d'une vigueur de la demande domestique, qui profite probablement des récents assouplissements des politiques économiques (telles que les primes à la reprise sur des biens durables), et de la demande extérieure. La progression favorable des commandes à l'exportation peut toutefois illustrer un phénomène d'amélioration temporaire, en anticipation de futures hausses de droits de douane. Du côté des services, le PMI du NBS reste inchangé à 50,1, indiquant une activité stable par rapport au mois précédent, malgré la dégradation de la composante « nouvelles commandes ». L'indice PMI pour le secteur de la construction a en revanche reculé de 50,4 en octobre à 49,7 en novembre, soit un plus bas depuis le début de la crise pandémique en 2020. Cette

dégradation semble refléter la poursuite de la détérioration de la construction immobilière en dépit des mesures de soutien, visant notamment à favoriser la reprise des chantiers inachevés. Concernant les prix, les enquêtes PMI de novembre rapportent le maintien d'importantes pressions déflationnistes.

L'industrie japonaise continue de se redresser en octobre. Après un déclin marqué en août lié aux perturbations climatiques (-3,3% en glissement mensuel, GM), la production industrielle s'était quelque peu reprise en septembre (+1,5%) avant d'afficher un redressement plus franc en octobre (+3,0%). Ce dernier est principalement dû à une forte hausse de la production de machines (+21,7% en GM), qui a probablement bénéficié d'une activité mieux orientée en Chine. La production a également été dynamique dans l'automobile (+6,4%), qui continue de bénéficier de la fin des perturbations liées aux scandales des tests de sécurité frauduleux, et les produits métalliques (+8,1%). Malgré ce redressement mensuel, la production industrielle demeure en légère contraction en glissement annuel (GA), à -0,1%. En outre, l'enquête du gouvernement auprès des entreprises manufacturières rapporte des perspectives à la baisse pour les prochains mois, à l'instar du PMI manufacturier de novembre.

Après la forte dynamique des 2ème et 3ème trimestres, la consommation des ménages japonais se modère. Les ventes au détail n'ont augmenté que de 0,1% en glissement mensuel en octobre, après une baisse de 2,2% en septembre. Les ventes d'automobiles ont été particulièrement dynamiques sur le mois (+11,8%), notamment en lien avec la diminution des perturbations des chaînes d'approvisionnement causées par les typhons, et les ventes d'appareils ménagers ont augmenté de 5,4%. En revanche, les ventes d'habillement ont chuté fortement, avec une baisse de 12,2%, probablement en raison du



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point nov 2024

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	oct.-24	2,5	2,4	2,6	2,6
	Ventes au détail Val, NCVS, GA%	oct.-24	1,6	0,7	2,6	5,6
	Prod. Industrielle Val, CVS, GA%	oct.-24	-0,1	-1,8	0,0	-1,4
CH	PMI Non-manufacturier Indice	nov.-24	50,0	50,2	49,1	53,2
	PMI Manufacturier Indice	nov.-24	50,3	50,1	49,1	49,9

*Du 25/11/2024 au 01/12/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

maintien de températures douces. Sur un an, les ventes au détail affichent une hausse de 1,7%.

Concernant la politique monétaire, le gouverneur de la Banque du Japon a indiqué, lors d'une interview au journal Nikkei, que les prochaines hausses de taux se rapprochent, dans la mesure où les données économiques sont en ligne avec les attentes des banquiers centraux. Kazuo Ueda n'a néanmoins pas donné d'indication claire concernant la réunion des 18 et 19 décembre, soulignant toujours une certaine prudence quant au calendrier. Il a notamment mis l'accent sur l'observation de la tendance sur les salaires et des évolutions de l'activité économique aux Etats-Unis.

En Corée du Sud, la Banque centrale a surpris avec une baisse de taux directeur de 25 points de base à 3%. Il s'agit de la deuxième baisse de taux consécutive de la Banque de Corée (BoK) qui avait déjà réduit son taux en octobre. Parmi les 7 membres du comité de politique monétaire, 2 se sont opposés à la baisse de taux. Cet assouplissement reflète notamment des perspectives moins favorables sur l'activité. Les projections de croissance du PIB de la BoK ont, en effet, été revues à la baisse à 2,2% pour 2024 (2,4% auparavant) et 1,9% pour 2025 (2,1% auparavant) et elle estime que la croissance devrait poursuivre sa modération à 1,8% en 2026. Les projections sur l'inflation ont également été révisées à la baisse à 2,3% pour 2024 (2,5% auparavant) et 1,9% pour 2025 (2,1% auparavant). En outre, le communiqué de presse de la BoK n'alerte plus sur les risques de hausses des prix de l'immobilier, ce qui renforce le virage accommodant de sa communication. Concernant les prochains mouvements, trois membres anticipent des baisses de taux au cours des trois prochains mois alors que trois autres membres estiment que le taux directeur restera inchangé. Lors de sa conférence de presse, le gouverneur Rhee a déclaré que la BOK continuera à normaliser sa politique monétaire, soulignant l'apaisement des inquiétudes sur l'inflation et l'immobilier. **Notons que la banque centrale de Nouvelle-Zélande a également abaissé son taux directeur, de 50 points,** et que son gouverneur a indiqué que les projections économiques de la banque centrale étaient compatibles avec une nouvelle baisse de 50 points en février.

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.