

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

27 novembre 2023

Transition(s)

Fin 2020, alors que le monde se relevait du choc des premiers confinements liés à la pandémie, le thème de la transition énergétique caracolait en bourse. Les perspectives semblaient radieuses aux yeux des investisseurs. Depuis, le monde a poursuivi son évolution. Depuis, la place grandissante prise par le « Politique », l'amplification des tensions géopolitiques, la forte progression de l'inflation et la hausse violente des taux d'intérêts ont remis en cause la feuille de route des acteurs de la transition.

La baisse continue des prix de l'électricité générée par les énergies renouvelables a vécu. Certains types de projets, comme l'éolien offshore, ne sont plus rentables, et n'attirent plus les développeurs présents en nombre il y a encore quelques trimestres car malgré leur progression, les prix de l'électricité ne couvrent pas la hausse des coûts des intrants, ni le renchérissement du loyer de l'argent. Les engagements de prix d'électricité proposés par les Etats pour ces projets doivent augmenter substantiellement. Des Etats américains, puis la Grande-Bretagne l'ont fait. D'autres suivront.

Face au retard pris par le développement du renouvelable, les énergies fossiles font partie de l'équation de la transition à court terme, comme l'a reconnu récemment l'IEA¹ - après les en avoir écartés il y a deux ans. Toutefois, la bipolarisation du monde, ajoutée au manque d'investissements des dernières années, renchérissement leurs approvisionnements. Le prix du gaz, dont l'Europe a brusquement (re)découvert sa dépendance il y a un an et demi, a certes reflué par rapport à son pic, mais reste très supérieur aux niveaux de la précédente décennie. Le prix du pétrole est lui aussi élevé à près de 80\$ le baril pour la référence Brent.

Autre énergie dont les prix augmentent, le nucléaire. C'est en substance le message de la Commission de Régulation de l'Énergie française¹. Principal responsable : la hausse des coûts de financement qui représentent la majorité des coûts des projets, tant ceux-ci sont longs à construire. L'inflation des matières premières est une autre cause. Cela inclut l'uranium bien qu'il ne représente que 5% des coûts totaux. Il vient de franchir le palier des 80\$ la livre, accentuant sa hausse initiée depuis la guerre en Ukraine. Fébriles face aux pénuries potentielles de gaz et conscients de ses avantages dans la lutte contre la décarbonation des économies, comme en atteste son inclusion dans la taxonomie verte européenne, de nombreux Etats ont remis le nucléaire au cœur de leurs politiques énergétiques. Conséquence, la demande d'uranium augmente alors que l'offre reste limitée. Le nucléaire délaissé, la production mondiale d'uranium a reculé de 18% entre 2018 et 2020².

La transition énergétique est également gourmande en minerais, dont le cuivre. La demande progressera. Mais la prévalence du Politique sur l'Économique pourrait entraver la croissance de la production. Par exemple, au Panama, la société canadienne First Quantum Minerals risque de perdre l'exploitation de la mine de Cobre qui représente près de 1.5% de la production mondiale pour des raisons liées à la fois aux conditions d'octroi et aux risques environnementaux. Des évènements similaires ont déjà eu lieu ailleurs dans le monde, en Serbie notamment.

La transition énergétique fait sa mue pour s'adapter à un monde lui-même en transition. Elle a notamment pour conséquence une augmentation des coûts de l'énergie et de ses combustibles. Cela pourrait se propager demain aux minerais. Autant d'évolutions qui alimentent l'inflation mais plus généralement les évolutions que nous décrivons dans nos Perspectives Économiques et Financières, les rendant plus durables.

¹ Agence internationale de l'énergie

² Rapport du CRE au Gouvernement sur les coûts du parc électronucléaire, septembre 2023

³ Selon l'agence Nucnet

Jacques-André Nadal

Responsable du pôle Gestion Actions Europe



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

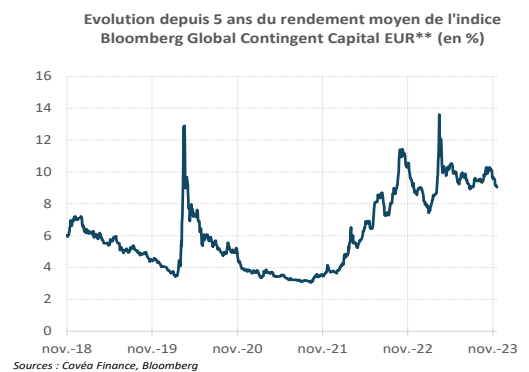
L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les rendements obligataires progressent partout dans un mouvement de léger aplatissement des courbes. Le taux 2 ans allemand repasse au-dessus de 3% gagnant 10pb sur la semaine, tandis que le taux 10 ans allemand progresse de 5 pb à 2.64%. Ce mouvement de hausse des taux fait suite aux publications des minutes de la FED et de la BCE, appuyées par les banquiers centraux appelant à la prudence quant aux anticipations d'une baisse trop hâtive. Les données macroéconomiques, moins mauvaises qu'attendues, ont également été un facteur de soutien. Ainsi que la question budgétaire : la décision de la cour constitutionnelle en Allemagne a conduit au report de l'adoption du budget 2024, alors que la présentation du budget britannique, qui devrait se traduire par un programme d'émissions souveraines plus important l'an prochain, explique la forte progression des taux longs britanniques, +18pb à 4,28%. Dans cet environnement, les écarts de rendements au sein de la zone euro s'élargissent peu, soutenus par les actions positives des agences de notations. Moody's a modifié la perspective de l'Italie de négative à neutre, et relevé la notation du Portugal de Baa2 à A3. Fitch a, quant à elle, confirmé la notation et la perspective de l'Espagne à A- stable. En fin de semaine, l'écart de rendement Italie-Allemagne s'établit à 176pb.

Le Focus de la semaine : Dettes bancaires AT1*, retour sur une année mouvementée

En mars dernier, le sauvetage en urgence de Crédit suisse qui avait conduit à l'effacement de 16Mds de francs suisses de dettes AT1, avait choqué le marché. Traditionnellement, les détenteurs d'obligations ont la priorité sur les actionnaires. Le choix du régulateur suisse de privilégier les actionnaires avait laissé dans le désarroi plus de 2500 investisseurs obligataires et créé un précédent. La conséquence immédiate fut la fermeture du marché primaire, et le non exercice des calls (ou options de remboursement) faute de conditions de refinancement favorables pour les émetteurs bancaires. Depuis, les banques japonaises ont été les premières à réémettre, en yen, en avril, ce type de dettes. En mai, la banque allemande —DZ Bank—, a réouvert le marché primaire en euro, avant qu'une réelle reprise des émissions, toutes devises confondues, ne se matérialise en juin. Cela s'est conjugué à des annonces de remboursements par anticipation d'AT1, 19 au total cette année, qui ont participé à rassurer le marché. L'évènement majeur, a eu lieu récemment avec UBS, le reprenneur de Crédit suisse, qui a lancé deux émissions AT1 en dollar. Huit mois après le choc Crédit Suisse, l'offre obligataire d'UBS a réussi à attirer plus de 36Mds de dollars d'intérêts investisseurs, soit plus de 10 fois la taille de l'encours émis. Barclays a réussi dans la foulée une performance similaire avec une émission de 1,75Mds de dollars. Malgré le niveau de risque inhérent à ces dettes, les investisseurs ont été attirés par leur rémunération, des coupons de 9,25%. Actuellement, le rendement moyen de l'indice Bloomberg Global Cocos s'établit à 9% contre un maximum sur l'année de 13,6%, atteint en mars dernier. En dépit de cette détente, ce niveau moyen de rémunération des AT1 reste bien au-dessus de la moyenne de l'indice sur 5 ans de 6,18%. Du point de vue des émetteurs, le coût à supporter est important d'autant plus qu'il s'additionne au renchérissement des autres rangs de dettes bancaires. En 2024, 33 obligations de l'indice, soit 30Mds de dollars, devront potentiellement être refinancées. La situation capitalistique de la banque, conjuguée aux conditions de marché, détermineront la probabilité de remboursement par anticipation de ces titres. En 2023, en dépit de la hausse généralisée des taux, 48Mds équivalent dollars ont été émis par des banques appartenant à l'OCDE, toutes devises et toutes tailles confondues, un volume comparable à celui de l'année précédente.

* AT1: Additional Tier-1. Type de dette introduit en 2008, sous Bâle 3, en remplacement des anciennes Tier1, afin de renforcer les fonds propres de base des banques. Elles sont perpétuelles, avec la possibilité de les rembourser par anticipation à la date de call (option de remboursement). Elles sont appelées également Coco « contingent convertible bonds », car elle incluent une clause de conversion contingente consistant en une conversion automatique en actions si un certain seuil de solvabilité est franchi à la baisse. ** Dans le graphique, l'indice Bloomberg Global Contingent Capital a été créé en 2014. il comporte à ce jour 268 obligations pour une valorisation totale de marché de 177Md équivalent euros.



Loubna Fassi

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	24/11/23	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 directeurs											
Variations (en pbs)											
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											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	4,47	4,44	4,62	3,87	3,69	3 ↑	-16 ↓	59 ↑	77 ↑	-48 ↓	13 ↓
Allemagne	2,64	2,59	2,65	2,57	1,85	5 ↑	0 ↓	7 ↑	79 ↑	-43 ↓	18 ↓
France	3,20	3,15	3,23	3,12	2,29	5 ↑	-3 ↓	9 ↑	91 ↑	-17 ↓	46 ↓
Italie	4,40	4,36	4,51	4,72	3,67	4 ↑	-12 ↓	32 ↓	72 ↑	73 ↓	44 ↓
Royaume-Uni	4,28	4,10	4,27	3,67	3,01	18 ↑	1 ↑	61 ↑	127 ↑	-41 ↑	46 ↑
Japon	0,78	0,76	0,84	0,42	0,25	2 ↑	-6 ↓	36 ↑	53 ↑	71 ↑	91 ↓
Crédit											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	68,2	69,8	75,6	90,6	89,6	-1,7 ↓	-7,4 ↓	-22,4 ↓	-21,4 ↓		
Indice Itraxx Crossover	374,6	386,8	408,2	474,1	451,4	-12,2 ↓	-33,6 ↓	-99,5 ↓	-76,8 ↓		

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, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) affiche une hausse de 0,7%.

Le secteur des services de communication a profité de la hausse de sa composante médias (Publicis, Vivendi et Universal Music) et de Cellnex, dont la stratégie de désendettement rassure dans un contexte où les conditions de financement sont moins accommodantes. Le secteur de l'énergie se démarque également (+1,5%) malgré les attermoissements au sein de l'OPEP élargie sur la stratégie à poursuivre.

A contrario, le secteur de la santé enregistre la plus forte baisse (-1,6%), affecté par la chute de Bayer (-21%). La société allemande est pénalisée par l'abandon d'un essai clinique de phase III portant sur un nouveau médicament anticoagulant, ce qui affaiblit la hausse future du chiffre d'affaires. Cette nouvelle est d'autant plus mauvaise qu'elle fragilise une entreprise dont le bilan est obéré par les incertitudes liées aux indemnités que le groupe devra finalement payer pour faire face aux litiges concernant son dés herbant « Roundup », après un nouveau jugement défavorable. Et malgré 16 milliards de dollars déjà provisionnés.

En termes de performances géographiques, la Norvège (+2%) profite de la hausse du secteur pétrolier et le Danemark (+1,8%) est tiré par Novo Nordisk (+3%), principal poids de la cote (près de 60% du total).

Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est en territoire positif (+5,8%) tout comme le MSCI Europe (+8,4%) et le MSCI EMU (+11,9%).

Le Focus de la semaine : Une saison de publications en demi-teinte

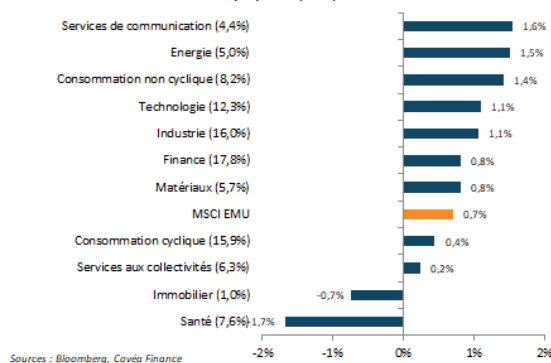
La saison de publication du troisième trimestre au sein du MSCI EMU est mitigée. La déception vient principalement de la croissance du chiffre d'affaires, en recul de 10% pour l'indice et de 6,5% hors énergie par rapport à la même période en 2022. Sur les 130 sociétés qui ont publié à ce stade, 48% affichent un chiffre d'affaires en croissance positive et 52% en baisse. Selon les sociétés, les volumes vendus baissent alors que les prix se maintiennent. Elles attribuent principalement la baisse des volumes à la faiblesse de la demande en Chine et à la poursuite du déstockage. Concernant ce dernier point, on peut citer les commentaires de Legrand sur la baisse des volumes en Europe notamment. Certaines publications suggèrent malgré tout une amélioration des commandes dans certains marchés finaux à l'image des sociétés d'emballage Smurfit Kappa et de papier Stora Enso .

Le secteur des services aux collectivités enregistrent le plus fort recul de chiffre d'affaires avec -37,6%, pénalisé par la normalisation des prix de l'électricité après une année 2022 marquée par les ruptures d'approvisionnement et les tensions géopolitiques.

Au niveau des bénéficiés, la tendance est moins mauvaise. Ils ne sont en recul que de 3% au global et même en croissance de 6% hors énergie.

L'aptitude des entreprises à maîtriser leur chaîne de valeur, leur base de coûts et in fine leurs marges est primordiale dans un environnement de hausse des taux, d'inflation et de baisse des volumes. Cette capacité d'adaptation des entreprises à leur environnement fait partie des thématiques que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 17/11/2023 au 24/11/2023 (GICS)



Pauline Brunaud
Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	24/11/23	J-7	09/11/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	09/11/23	30/12/22	sur 12 mois		
MSCI EMU	147	146	143	132	137	0,7	↑	3,3	↑	7,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	923	920	900	907	931	0,3	↑	2,6	↑	-0,9	↓
MSCI EMU Small Cap	400	398	382	370	370	0,5	↑	4,7	↑	8,1	↑
MSCI Europe	154	153	150	143	148	0,9	↑	2,6	↑	4,5	↑
France CAC 40	7 293	7 234	7 114	6 474	6 707	0,8	↑	2,5	↑	8,7	↑
Allemagne DAX 30	6 343	6 299	6 075	5 693	5 946	0,7	↑	4,4	↑	6,7	↑
Italie MIB	29 432	29 498	28 644	23 856	24 731	-0,2	↓	2,8	↑	19,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 488	7 504	7 456	7 452	7 467	-0,2	↓	0,4	↑	0,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 629	8 568	8 543	8 417	8 687	0,7	↑	1,0	↑	-0,7	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

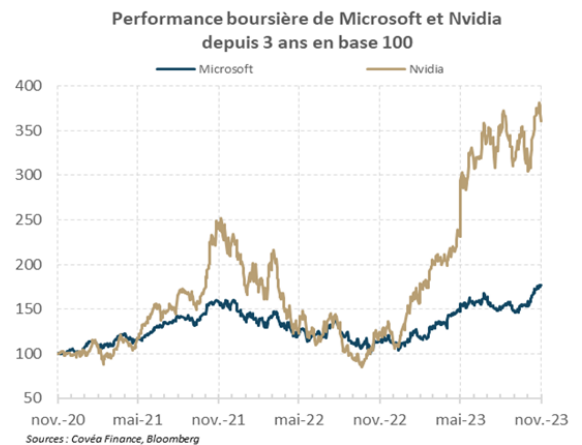
En Asie, les indices terminaient la semaine globalement en hausse. La Corée du Sud affichait les meilleures performances, tirée par la chaîne de valeur du véhicule électrique, en particulier LG, sur la spéculation qu'elle pourrait fournir des cathodes de batteries pour véhicules électriques à une joint-venture entre Panasonic et Toyota. Les marchés hongkongais profitaient de la performance du secteur immobilier après que le gouvernement chinois ait autorisé les banques à offrir des prêts non garantis à une liste de 50 promoteurs.

Dans le cadre de la réorganisation des chaînes de production, Tesla envisagerait d'investir jusqu'à 2 milliards de dollars pour créer une usine en Inde, si le gouvernement réduit les droits d'importation sur ses véhicules à 15 % (contre 70% à 100% actuellement) en amont de l'installation de l'usine.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture en hausse de 1% au terme d'une semaine écourtée pour Thanksgiving. L'ensemble des secteurs était en territoire positif. La santé affichait la plus forte hausse, tirée par les fabricants d'équipements médicaux, après la bonne publication de Medtronic qui a apaisé les craintes liées à l'impact potentiel des médicaments contre la perte de poids sur les procédures chirurgicales et les capteurs de diabète. A l'inverse, l'énergie affichait la hausse la plus modérée, pénalisée par la baisse des prix du baril après l'annonce du décalage de la réunion de l'Opep+ sur fond de désaccord entre ses membres. Le segment de la technologie était pénalisé par Apple après des chiffres de ventes décevants en Chine alors que ses concurrents Chinois Huawei et Xiaomi affichaient des ventes records. Enfin, on notera l'annonce de Ford de réduire la capacité de production de son usine de batteries au Michigan en raison d'une inquiétude sur la rentabilité du projet (le projet devait être financé en partie grâce aux subventions américaines, mais était controversé compte tenu du partenariat avec l'entreprise chinoise de batteries CATL).

Le Focus de la semaine : L'intelligence artificielle dans tous ses états.

Alors que la semaine a été marquée par la publication des résultats trimestriels de Nvidia, montrant une poursuite de l'adoption fulgurante de ses puces destinées à entraîner les intelligences artificielles ... en arrière-plan, la lutte pour le pouvoir chez OpenAI cristallisait tout le débat autour des menaces et les opportunités de celles-ci. Si chacun comprend donc que le cœur de l'Intelligence artificielle bat grâce aux puces de Nvidia, le psychodrame de cette semaine autour de Sam Altman et d'OpenAI (inventeur de ChatGPT) a toutefois mis en évidence l'importance des dissensions au sein de la communauté scientifique sur son utilisation. Alors qu'une partie des dirigeants fondateurs d'OpenAI s'inquiète des dérives d'une adoption commerciale trop rapide de l'IA (au point de fomentier le licenciement de Sam Altman), les géants du numérique ont rapidement réagi à ce qui pouvait apparaître comme un bouleversement dans la hiérarchie des leaders de cette technologie. Microsoft, dont l'avantage compétitif lié à son investissement de 13 milliards de dollars dans la start up (accès aux technologies, aux brevets, intégration dans ses outils de la plateforme conversationnelle...) risquait de disparaître, est monté au créneau pour protéger ses intérêts et remettre en place les équipes d'ingénieurs et son dirigeant chez OpenAI. A ce stade, la fuite des cerveaux a été évitée et les enjeux stratégiques et commerciaux ont finalement pris le dessus sur les risques associés au développement rapide d'une intelligence artificielle insuffisamment maîtrisée et régulée.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
	24/11/23	J-7	09/11/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €			sur 12 mois			
						J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	09/11/2023	30/12/22	sur 12 mois		
Etats-Unis - S&P500	4 559	4 514	4 347	3 840	4 026	1,0	4,9	18,7	13,2	0,8	2,3	16,2	7,6		
Etats-Unis - Dow Jones	35 390	34 947	33 892	33 147	34 347	1,3	4,4	6,8	3,0	1,0	1,8	4,5	-2,1		
Etats-Unis - Nasdaq	14 251	14 125	13 521	10 466	11 226	0,9	5,4	36,2	26,9	0,7	2,8	33,2	20,6		
Japon Nikkei 300	508	508	496	401	424	-0,1	2,4	26,8	19,8	-0,2	1,1	8,9	5,9		
Corée du Sud KOSPI	2 497	2 470	2 427	2 280	2 438	1,1	2,9	9,5	2,4	-0,3	1,3	3,3	-0,8		
Chine - Shanghai	3 041	3 054	3 053	3 089	3 102	-0,4	-0,4	-1,6	-2,0	0,1	-0,9	-7,4	-6,8		
Hong Kong Hang Seng	17 559	17 454	17 511	19 781	17 574	0,6	0,3	-11,2	-0,1	0,4	-2,0	-13,0	-4,9		
Marchés Emergents - MSCI	980	977	956	956	941	0,4	2,5	2,5	4,2	0,2	0,0	0,3	-1,0		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'emballage en verre : les enjeux du recyclage

Au sein de l'Union Européenne, entre 2009 et 2020, **la masse totale de déchets d'emballage a augmenté de 20%** pour atteindre 79 millions de tonnes, soit 177 kg par habitant chaque année. Cette génération croissante de déchets a un impact direct sur les ressources naturelles disponibles et des conséquences environnementales (émissions de gaz à effets de serres (GES) importantes, pollution terrestre et marine).

Pour répondre à ces problématiques, la Commission Européenne a mis en place en 2020 la directive de « l'emballage et des déchets d'emballages » (révisée en 2022) dans le cadre du Pacte Vert pour l'Europe et du nouveau plan d'action d'économie circulaire. Son objectif est de s'assurer d'ici à 2030 que **tout emballage soit réutilisable ou recyclable dans un contexte économique réalisable**. Pour ce faire, des objectifs de recyclage à horizon 2030 ont été mis en place: 85% pour l'emballage carton, 55% pour le plastique ou encore 75% pour le verre.

Dans cette optique de transition écologique, le verre est mis en avant comme une alternative à un emballage plastique critiqué pour ses impacts nocifs sur l'environnement. Le verre dispose d'une image positive auprès des consommateurs. Selon une étude CSA menée pour la fédération française du secteur, « deux tiers des français privilégient un emballage en verre pour un même produit alimentaire lorsque le choix est possible ». L'utilisation du verre s'inscrit pleinement dans une vision d'économie circulaire, **ses propriétés permettant son recyclage à l'infini**, une qualité physique dont ne dispose pas les matériaux comme le plastique ou le carton.

Le recyclage du verre est déjà bien en place dans l'Union Européenne, avec un taux de recyclage de 80% en 2021 selon le partenariat public-privé « Close the Glass Loop »¹. L'objectif de 75% visé pour 2030 par la Commission Européenne est déjà dépassé. Cela s'explique principalement par la viabilité économique de cette pratique. Pour rappel, l'industrie verrière est une des plus consommatrices en énergie. Son intensité énergétique est estimée à environ de 3 000 MWh/millions d'euros de chiffre d'affaires. Verallia, le plus grand producteur d'emballage de verre d'Europe, a ainsi consommé **10 TWh d'électricité en 2022, soit l'équivalent de la production électrique annuelle d'une centrale nucléaire de 1 450 MW**.

D'un point de vue environnemental, le bénéfice de l'utilisation de la matière recyclée par rapport à la matière vierge est double. Il permet une moindre consommation d'énergie (réduction autour de 13%), mais émet également moins de CO₂. Le calcin (verre recyclé) n'émet pas de CO₂ lors de sa fusion (hormis celui provenant de la source d'énergie chauffant le four), celui-ci ayant déjà été émis lors de la transformation initiale des matières premières le constituant.

Ainsi, les quatre plus grands producteurs de verres européens, Verallia, Vidrala, VetroPack et Zignago Vetro intègrent chacun entre 49 et 57% de calcin dans le processus de production. Ce taux de calcin est en hausse continue depuis de nombreuses années et ces groupes ont tous des objectifs d'amélioration de ce taux. **Une croissance de la demande de calcin sans amélioration du taux de collecte pourrait cependant peser sur la rentabilité des producteurs de verre à l'avenir**. En France, l'intégralité du calcin produit est déjà valorisé. De ce fait, le taux de collecte devra donc continuer de progresser pour améliorer la durabilité de la filière. Le partenariat public privé « Close The Glass Loop » vise à porter le taux de collecte de l'Union Européenne à 90% d'ici à 2030.

Malgré cette utilisation croissante de calcin dans le processus de fabrication, **le secteur reste un des plus polluants** avec une intensité carbone (tonnes de CO₂ / millions d'euros de CA) d'environ 800 en 2022, un niveau trois fois supérieur à la moyenne du secteur de l'emballage carton, lui aussi critiqué pour ses émissions de GES. Cette forte émission de CO₂ est attribuable au mode de chauffage des fours verriers provenant principalement aujourd'hui de la combustion de gaz naturel.

Le grand défi de l'industrie verrière dans les prochaines années réside donc dans sa décarbonation. Celle-ci est aujourd'hui en phase naissante avec notamment **la construction du premier four 100% électrique à Cognac par Verallia** (mise en service prévue en 2024) ou encore **le premier four hybride en Allemagne par Ardagh** (opérationnel depuis début novembre 2023). Sachant qu'un four verrier a une durée de vie d'environ 12 ans, échéance à laquelle il doit être totalement reconstruit, le remplacement des fours fonctionnant avec des énergies fossiles par des fours hybrides/électriques s'effectuera au fur et à mesure des arrêts programmés des fours existants. Cette utilisation croissante de four électrique/hybride, sous réserve de l'utilisation d'une électricité « verte », devrait permettre de réduire progressivement les émissions de GES du secteur.

Un emballage entièrement recyclable, neutre en carbone représente un défi de long terme, pour lequel le verre semble disposer de certains atouts.

¹ Rassemble douze fédérations européennes représentant les entreprises verrières, les préparateurs de verre recyclé, les marques, les collectivités locales et les éco-organismes en charge de la collecte et la valorisation des emballages.

Henry Miller

Analyste financier et extra financier

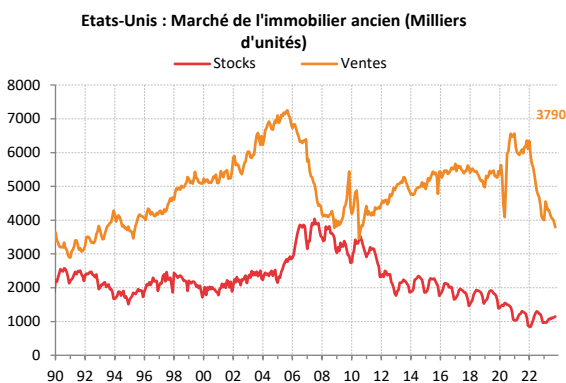


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les données économiques témoignent d'un fléchissement de l'activité »

Le compte-rendu de la réunion de politique monétaire du 1^{er} novembre, lors de laquelle le statu quo avait prévalu, dépeint des banquiers centraux attentistes et prudents. S'ils ont relevé une modération des pressions inflationnistes, les membres de la Réserve fédérale soulignent que le niveau actuel de l'inflation est encore « inacceptablement élevé ». Les participants du comité semblent vouloir évaluer les données publiées dans les prochains mois avant de décider des prochaines mesures à prendre pour atteindre l'objectif d'inflation à 2%. Si une nouvelle hausse de taux n'est toujours pas écartée, tous les participants s'accordent pour dire qu'il leur faut agir prudemment, ce qui semble indiquer que les risques entre les tensions inflationnistes et l'affaiblissement de l'activité sont jugés plus équilibrés. Au-delà du niveau terminal du taux directeur (actuellement dans la fourchette [5,25%; 5,5%]), l'intérêt se porte désormais sur la durée du caractère restrictif de la politique monétaire. A ce titre, **le comité est unanime pour maintenir durablement les taux à un niveau élevé** : « tous les participants ont estimé qu'il serait approprié que la politique reste restrictive pendant un certain temps, jusqu'à ce que l'inflation se rapproche clairement et durablement de l'objectif du comité ».



Sources : Covéa Finance, National Association of Realtors
 Les ventes de logements anciens comprennent les reventes "rapides" de logements neufs. Cette statistique englobe donc toutes les ventes à partir de la deuxième transaction.
 Dernier point : oct-23

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	oct.-23	3790	3950	6128	5081

*Du 20/11/2023 au 26/11/2023 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

reflètent une activité sans réelle tendance. Chez les ménages, l'estimation finale de la confiance du consommateur de l'Université du Michigan pour le mois de novembre a été révisée en hausse, mais indique toujours un fléchissement du moral (61,3 après 63,8 points en octobre).

Dans l'immobilier, les ventes de logements dans l'ancien ont chuté lourdement en octobre (-4,5% en glissement mensuel), accentuant ainsi la dégradation de l'activité du secteur. Le rythme des ventes est au plus bas depuis 2010, sur fond de remontée des taux, de stocks disponibles à la vente faibles et de prix toujours élevés. Le prix médian s'affiche en croissance annuelle de 3,4% en octobre, après 2,4% le mois précédent.

restrictif de la politique monétaire. A ce titre, **le comité est unanime pour maintenir durablement les taux à un niveau élevé** : « tous les participants ont estimé qu'il serait approprié que la politique reste restrictive pendant un certain temps, jusqu'à ce que l'inflation se rapproche clairement et durablement de l'objectif du comité ».

Du côté des données économiques, les publications de la semaine font part d'une détérioration de l'activité. L'indicateur avancé du Conference Board enregistre un nouveau recul en octobre (-0,8% en glissement mensuel). Cette détérioration reflète particulièrement les baisses des composantes marché action et attentes du consommateur. En rythme annuel, la contraction de l'indice se stabilise autour de 7,5%, un rythme qui par le passé a toujours renvoyé à une période de récession.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables sont mal orientées en octobre (-5,4% en glissement mensuel), sous l'effet d'une chute dans l'aviation civile, segment particulièrement volatil (-64% après +63% en septembre). Hors de cette catégorie, les commandes de biens durables ont stagné sur le mois et affichent une croissance annuelle modeste de 1% en valeur qui semble confirmer un fléchissement de l'activité manufacturière. Par ailleurs, l'indicateur d'enquête PMI manufacturier s'est dégradé en novembre, passant de 50 à 49,4 points. Dans les services, l'indice PMI est mieux orienté à 50,8, après 50,6. Ces niveaux

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« La conjoncture reste dégradée dans la zone euro »

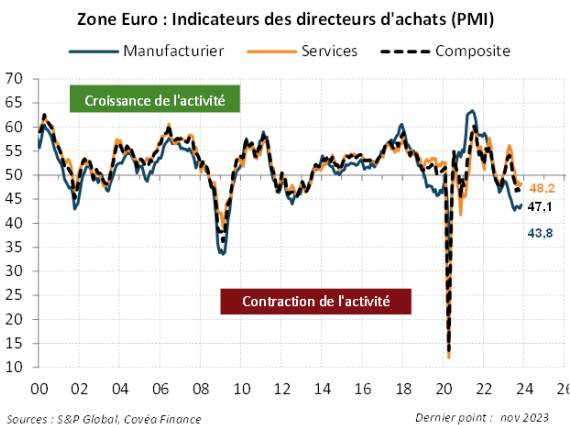
Le PMI composite d'activité de la zone euro a progressé de 0,6 point en novembre, à 47,1, indiquant une contraction moins prononcée qu'auparavant de l'activité économique. Le redressement reflète une hausse des indicateurs de l'industrie manufacturière et des services. L'activité des entreprises est toujours freinée par une demande mal orientée, même si sa baisse est la moins vive depuis quatre mois. La demande étrangère, y compris en provenance des partenaires européens (les résultats de l'enquête sont une agrégation des enquêtes nationales), pèse toujours. Face à la déplétion de leurs carnets de commandes, les entreprises annoncent une baisse de leurs effectifs, pour la première fois depuis trois ans, sous l'effet d'une accélération des destructions d'emplois dans le secteur manufacturier et d'un ralentissement des embauches dans les services. Les coûts des entreprises de services, tirés par la dynamique des salaires, s'affichent toujours en forte hausse, alors que la baisse des prix payés s'intensifie dans l'industrie manufacturière. La même dichotomie se reproduit pour

les prix facturés, avec une septième baisse consécutive dans le secteur manufacturier mais la hausse la plus prononcée depuis quatre mois dans les services.

DeStatis, l'office fédéral des statistiques, a confirmé la contraction de 0,1% (en glissement trimestriel) du PIB allemand au troisième trimestre. Avec cette seconde estimation, l'institut statistique a publié les évolutions des différentes composantes de la demande : la consommation des ménages a pesé sur l'activité (-0,3% en séquentiel), alors que l'investissement en machines et équipements (+1,1%) a, au contraire de l'investissement en construction (-1,0%) soutenu la croissance. « Grâce » à une contraction plus forte des importations que des exportations, les échanges de biens et services ont apporté une contribution positive, alors que les variations de stocks ont retranché 0,3 point de croissance sur le trimestre.

Troisième mois consécutif de hausse pour l'indice IfO de climat des affaires en Allemagne (+0,4 point à 87,3), les sondés se montrant moins négatifs sur la situation présente et plus optimistes pour les six prochains mois. Bien que les soldes des réponses restent négatifs dans tous les secteurs, ils se redressent un peu dans l'industrie manufacturière, dans le commerce et dans la construction, mais l'indicateur baisse dans les services.

En France, l'indice de climat des affaires de l'INSEE a encore perdu un point en novembre, à 97. Il est stable dans l'industrie manufacturière et dans les services, mais il recule d'un point dans la construction et de deux points dans le commerce de détail. Dans le commerce de gros, enquête bimestrielle, l'indicateur a chuté de quatre points entre septembre et novembre. L'indicateur de climat de l'emploi cède encore deux points, à 101, un recul de quatre points en deux mois.



Sources : S&P Global, Cov& Finance

Dernier point : nov 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	PMI Services	Indice	nov.-23	48,2	47,8	53,6	52,1
	PMI Manuf.	Indice	nov.-23	43,8	43,1	60,2	52,1
AL	PMI Services	Indice	nov.-23	48,7	48,2	53,1	51,1
	PMI Manuf.	Indice	nov.-23	42,3	40,8	61,6	51,8
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	nov.-23	84,4	83,5	100,1	84,3
FR	PMI Services	Indice	nov.-23	45,3	45,2	53,8	53,7
	PMI Manuf.	Indice	nov.-23	42,6	42,8	56,7	51,8
RU	PMI Services	Indice	nov.-23	50,5	49,5	56,1	53,7
	PMI Manuf.	Indice	nov.-23	46,7	44,8	59,2	51,6

Alors que les derniers sondages donnaient des résultats serrés, le PVV (Parti de la liberté d'extrême droite, dirigé par Geert Wilders) est arrivé largement en tête des élections législatives néerlandaises. Il a remporté 37 sièges sur les 150 de l'Assemblée Nationale. Le bloc de gauche, constitué de l'alliance de GL et PvdA, engrange 25 sièges. Les chrétiens démocrates du VVD, qui avait une large majorité dans le parlement sortant, auraient 24 sièges et le nouveau parti « Nouveau contrat Social » totalise 20 élus. Un temps donné mieux placé, le parti agrarien BBB ne disposera finalement que de 10 sièges. Les premières réactions des différents protagonistes montrent qu'il sera difficile à Geert Wilders de former un gouvernement majoritaire, les dirigeants des autres partis ayant, a priori, rejeté l'idée de former une coalition avec le PVV. Par ailleurs, M. Wilders a fait campagne essentiellement sur l'immigration, mais son programme comporte toujours la sortie des Pays-Bas de l'Union européenne.

Au Royaume-Uni, l'activité s'est montrée résiliente en novembre. L'enquête PMI du mois de novembre indique une stabilisation de l'activité (le PMI composite s'étant établi à 50,1), après trois mois consécutifs de contraction. L'activité dans les services renoue avec la croissance (PMI services à 50,5), tandis que la dynamique de recul de l'activité manufacturière ralentit, le PMI manufacturier atteignant un plus haut en six mois à 46,7. Néanmoins, les indicateurs prospectifs de l'enquête suggèrent que les risques de récession pourraient rester élevés sur les prochains mois, les nouvelles commandes ayant diminué pour le cinquième mois consécutif, signe d'une demande toujours atone.

Alors que les défis persistent pour les entreprises manufacturières britanniques, le budget annoncé par le gouvernement leur est favorable. La résilience de l'économie britannique ces derniers mois ainsi que le contexte inflationniste ont permis au gouvernement de Rishi Sunak de dégager une manne budgétaire de 27 milliards£ par rapport au budget du printemps. Le gouvernement a décidé d'utiliser la quasi-totalité de cette somme au bénéfice des entreprises. La principale mesure annoncée consiste à pérenniser une déduction fiscale déjà existante sur les investissements des entreprises. Par ailleurs grâce à cette manne budgétaire supplémentaire, les prévisions de déficit et de dette publics se sont très légèrement améliorées par rapport aux prévisions du printemps : 98,5% pour la dette publique et 3,0% pour le déficit public (en pourcentage du PIB) pour l'année fiscale 2024-2025.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : Difficile équation budgétaire en Allemagne

« Dans un arrêt rendu aujourd'hui, la deuxième chambre de la Cour constitutionnelle fédérale a jugé que la deuxième loi de finances supplémentaire 2021 est incompatible avec l'article 109 (3), l'article 110 (2) et l'article 115 (2) de la Loi fondamentale (GG) et nulle. »

Publiée le 15 novembre, ce communiqué de la Cour constitutionnelle allemande a fait l'effet d'une bombe : saisie par la direction de la CDU, **l'institution déclarait ainsi contraire à la Constitution l'affectation d'un reliquat de 60Mds€, non dépensés du plan d'urgence postpandémie, au Fonds pour le climat et la transition (KTF).**

Décidée dans une loi de finance rectificative de 2021, cette réallocation viole, pour les juges de Karlsruhe, le principe de « frein à l'endettement ». Inscrit dans la constitution allemande depuis 2009, celui-ci limite le déficit structurel de l'Etat fédéral à 0,35% du PIB chaque année, afin d'éviter une progression rapide de la dette publique.

Cette règle avait été suspendue pendant la pandémie de Covid-19, comme le prévoit la loi en cas de situation de crise et/ou d'urgence. Le gouvernement avait aussi obtenu sa suspension en 2022 afin de débloquer 100Mds€ de financement d'aide à l'Ukraine.

Mais **la Cour constitutionnelle estime que les dépenses publiques liées aux aides pour les transitions énergétique et numérique ou pour aider les ménages et les entreprises à faire face à la forte augmentation des prix de l'énergie ne justifient pas d'invoquer une situation exceptionnelle ou d'urgence.** Elles ne doivent ainsi pas conduire à déroger au « frein à l'endettement ».

Première conséquence, à très court terme, de cette décision : les dépenses du Fonds pour le climat et la transition effectuées en 2023 doivent être réintégrer dans le budget de l'Etat fédéral. Il en résulte que celui-ci ne respecte plus la limite constitutionnelle à l'endettement.

En réaction, le gouvernement a d'abord gelé l'ensemble des dépenses non-engagées pour cette année. Il a ensuite demandé au Parlement de décréter -a posteriori- l'état d'exception pour l'exercice 2023 « en raison de la forte inflation, ces coûts énergétiques élevés et de la chute de la production industrielle ». L'opposition réfléchit déjà à poser un nouveau recours devant la Cour de Karlsruhe, la manœuvre lui paraissant douteuse. L'objectif du gouvernement est de sortir de la crise budgétaire de cette année en faisant passer une loi de finance rectificative destinée à réintégrer dans le budget ordinaire les dépenses des fonds spéciaux remises en cause par la décision des juges constitutionnels, dont les dépenses liées au bouclier énergétique pour les ménages (environ 31Mds€ sur les 10 premiers mois de l'année).

Mais les conséquences de la décision de la Cour de Karlsruhe vont bien au-delà de l'exécution et de la légalité du budget 2023.

Au fil des années, **29 fonds spéciaux ont été créés en Allemagne pour financer hors budget différentes mesures, pour un total de près de 870Mds€.** Parmi ceux-ci, il semble que seul celui consacré à la modernisation de l'armée, dont il est inscrit dans la constitution qu'il n'est pas concerné par le « frein à l'endettement », soit protégé des conséquences de l'arrêt de la Cour constitutionnelle.

Cela signifie que tout le financement public des transitions énergétique et numérique, mais aussi les mesures de soutien aux ménages et aux entreprises face aux prix élevés de l'énergie, sont remis en cause, alors que des aides, financées en partie par ces fonds spéciaux, avaient été annoncées il y a quelques semaines pour faire baisser le prix de l'électricité pour les entreprises les plus électro-intensives.

Certains des grands investissements annoncés ces derniers mois dans le domaine des batteries électriques ou des puces informatiques pourraient aussi être en danger. Par exemple, en Saxe, la construction d'une unité de production par Intel est assortie d'une promesse de subvention de 10Mds€. Or, cette somme doit venir des fonds spéciaux. Les responsables politiques locaux craignent pour l'avenir du projet.

La capacité de l'Allemagne à profiter de la prolongation accordée, par la Commission européenne le 20 novembre, de l'autorisation d'aider les industries affectées par le renchérissement de l'énergie pourrait être aussi réduite.

Face aux conséquences lourdes de la décision de la Cour constitutionnelle sur le financement de l'adaptation du modèle économique allemand aux changements intervenus ces dernières années, des voix de plus en plus nombreuses, y compris à la CDU, se font entendre pour réformer le frein à l'endettement tel qu'il est actuellement inscrit dans la constitution. Il ne s'agit pas d'en supprimer le principe, mais de l'assouplir. Il pourrait s'agir de mieux prendre en compte les besoins d'investissements pour les transitions énergétique et numérique, investissements qui ne pourraient se faire sur le sol allemand si leur financement devait être laissé entièrement au secteur privé.

Mais il paraît difficile de parvenir à un accord sur une réforme de ce processus suffisamment précoce pour qu'elle s'applique au budget 2024. Le gouvernement pourrait, par conséquent, être amené à invoquer une nouvelle fois une situation d'urgence s'il veut pouvoir verser les subventions et aides promises. Mais pour quel motif ?

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« L'inflation japonaise reste bien au-dessus de la cible de 2% »

Au Japon, la dynamique des prix reste historiquement élevée. L'inflation a même accéléré en octobre à 3,3% en glissement annuel (GA) après 3% en septembre, se maintenant ainsi au-dessus de la cible de 2% de la Banque du Japon (BoJ) pour un 19ème mois consécutif. Cette vigueur reflète en partie le redressement séquentiel des prix de l'énergie (-8,7% en GA en octobre après -11,7%) qui reflète la réduction des subventions du gouvernement sur les produits énergétiques. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) accélère aussi légèrement à 2,7% (2,6% le mois précédent), soutenue par la progression des prix des services qui pourrait être entretenue par une dynamique à la hausse sur les salaires. Néanmoins, la BoJ considère toujours que cette dynamique historique des prix est dominée par des facteurs temporaires. Elle ne voit pas encore se constituer avec suffisamment de certitude les conditions propices au maintien d'une inflation

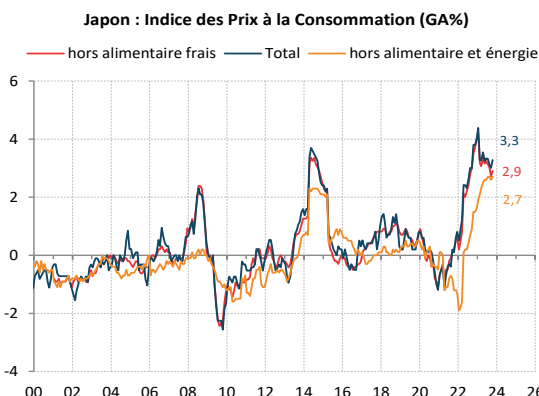
durablement à la cible de 2% et n'annonce donc pas, pour l'heure, de normalisation significative de sa politique monétaire ultra-accommodante.

L'activité japonaise reste mal orientée en novembre selon l'enquête PMI.

Après le déclin du PIB au 3ème trimestre (-0,5% en glissement trimestriel), les PMI de novembre (comme ceux d'octobre) indiquent un contexte toujours dégradé au 4ème trimestre. Concernant l'industrie manufacturière, l'activité reste en contraction avec un indice qui poursuit son déclin à 48,1 (48,5 en octobre) avec en particulier une forte baisse de sa composante production (46,4 après 48,2) et des nouvelles commandes mal orientées. La production industrielle japonaise devrait donc finir l'année 2023 en restant bien en-dessous de son niveau d'avant crise sanitaire. Dans les services, le PMI demeure en zone d'expansion et progresse même très légèrement à 51,7 en novembre (51,6 en octobre), grâce à une demande mieux orientée. L'indice reste toutefois nettement inférieur aux niveaux affichés sur les trois premiers trimestres de l'année (autour de 54), confirmant une tendance à la normalisation du secteur.

A Taïwan, les deux grands partis d'opposition (plus favorables à Pékin) ne sont pas parvenus à s'entendre pour nommer un candidat unique en vue de l'élection générale de janvier.

Après l'annonce d'une alliance la semaine dernière, les dirigeants du Kuomintang (KMT) et du Taiwan People Party (TPP) n'ont finalement pas trouvé de compromis et leurs candidats respectifs, Hou Yu-ih et Ko Wen-je, se sont inscrits séparément auprès de la Commission électorale centrale de Taïwan. Cet accord était pourtant déterminant dans le cas du système électoral taiwanais qui consiste en un scrutin uninominal majoritaire à un tour – les électeurs choisissent un candidat parmi plusieurs et le candidat ayant obtenu le plus grand nombre de voix l'emporte dès le premier tour (aucun report de voix n'est possible). Notons toutefois que la dispersion de l'opposition a été quelque peu atténuée par le retrait de la campagne de Terry Gou, le fondateur de Foxconn qui s'était présenté comme candidat indépendant après s'être vu refuser l'investiture du KMT. La division de l'opposition devrait favoriser le maintien du Parti démocrate populaire (DDP) à la tête du pays. Lai Ching-te, l'actuel Vice-Président, pourrait ainsi succéder à Tsai Ing-wen comme Président. Les dirigeants du DDP sont en faveur du statu quo dans leurs relations avec la Chine continentale dans la mesure où ils refusent le concept « un pays, deux systèmes » proposé par Pékin mais ne souhaitent pas formaliser l'indépendance de l'île pour autant (les autorités chinoises ont clairement indiqué qu'un tel acte se traduirait par une déclaration de guerre). Leur rejet du « consensus de 1992 » (un accord oral contesté entre dirigeants chinois et taiwanais impliquant que « les deux rives du détroit de Taïwan appartiennent à une seule Chine et travailleront ensemble à la réunification du pays ») s'est traduit par une interruption de la communication officielle entre Taïwan et la Chine depuis l'arrivée du DDP au pouvoir en 2016 et par des épisodes de tensions réguliers autour de l'île.



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
PMI Services	Indice	nov.-23	51,7	51,6	48,2	50,4
PMI Manuf.	Indice	nov.-23	48,1	48,7	52,7	52,1
JP Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-23	3,3	3,0	-0,2	2,5
Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-23	2,7	2,6	-0,8	0,2

* Du 20/11/2023 au 26/11/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Louis Martin

Economiste Zone Asie



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

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

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

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

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

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

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

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

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