

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

25 septembre 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Inflation

Le 16 septembre dernier, le gouvernement français, par l'intermédiaire de sa première ministre Elisabeth Borne, annonçait vouloir, à titre exceptionnel, lever l'interdiction de la vente à perte de carburant en vigueur depuis 1963. Dans l'optique de cette mesure : améliorer le pouvoir d'achat des Français en pesant sur les prix de l'essence à la pompe. Deux jours auparavant, la Banque Centrale Européenne relevait une nouvelle fois ses taux directeurs, pour porter son taux de refinancement à 4,5% et son taux de facilité de dépôt à 4%, soit les niveaux les plus élevés jamais atteints depuis la création de la zone Euro. Deux événements liés par une même cause : l'Inflation.

Depuis maintenant plus de 2 ans, après des dizaines d'années de modération, l'inflation s'est rappelée aux « bons » souvenirs de ceux qui avaient connu la fin des années 80, avec des rythmes de croissance annuelle des prix à la consommation jamais vus depuis plus de 30 ans. Malgré les efforts, tardifs, des banques centrales et leurs politiques monétaires restrictives, force est de constater que la machine des prix peine à refroidir. Le cumul de plusieurs années consécutives de hausse des prix a significativement érodé le pouvoir d'achat des ménages. Sur 3 ans, de juillet 2020 à juillet 2023, le prix du panier de consommation servant au calcul de l'inflation en zone Euro a progressé de près de 18%, rognant d'autant la capacité d'achat des consommateurs. En se focalisant sur les biens alimentaires et énergétiques, les hausses sont encore plus marquées, avec 28% pour le pain et les céréales, 32% pour les laitages, fromages et œufs, 45% pour les huiles et l'électricité, 65% pour le gaz et 75% pour les combustibles liquides. Des hausses qui fragilisent d'autant plus les ménages les moins favorisés, le poids de ces produits étant bien plus lourd dans leur panier de consommation. Bien que l'inflation se soit quelque peu modérée du fait de la volatilité des prix de l'énergie et des matières premières, nous constatons encore que plus de 60% des biens composant le panier affichent des rythmes de croissance supérieurs à 4%, illustrant une situation d'inflation diffuse et persistante.

Une situation inconfortable qui met en opposition de plus en plus nette Etat et Banque Centrale, avec d'un côté des Etats souhaitant limiter le risque social en soutenant le pouvoir d'achat, peinant à sortir des politiques de quoi qu'il en coûte instaurées au moment de la pandémie de Covid-19, et de l'autre des Banques Centrales soucieuses de freiner significativement la demande pour contenir durablement l'inflation.

Au regard des nombreux enjeux géopolitiques, politiques et économiques actuels (*protectionnisme, relocalisation, régionalisation, transition énergétique, pressions sur les salaires etc...*), force est de constater que ces pressions inflationnistes pourraient s'inscrire durablement dans le nouveau paysage mondial et maintenir cette situation d'inconfort des décideurs des politiques économiques.

Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

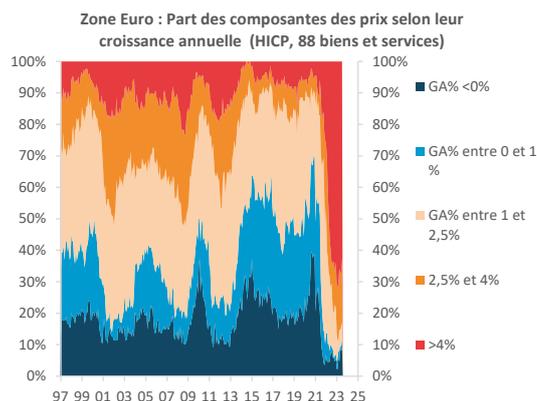
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« Une inflation diffuse et persistante... »



Dernier point: juil 2023

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	22/09/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,065	1,087	0,984	-2,0	8,3
€ / £	0,870	0,861	0,874	1,0	-0,5
€ / Yen	157,93	157,28	140,08	0,4	12,7
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	93	74	90	25,5	3,1
Indice CRB*	554	545	568	1,5	-2,5
Prix de l'once d'Or	1927	1918	1671	0,5	15,3
Prix de la tonne de cuivre	8 222	8 178	7 680	0,5	7,1
Indice Baltic Dry**	1 593	1 112	1 720	43,3	-7,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	912	954	2072	-4,4	-56,0

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 :

Sur les marchés obligataires, les rendements étaient en hausse la semaine dernière aux Etats-Unis et en Europe, portés principalement par les décisions des banques centrales. La hausse s'est légèrement modérée en fin de semaine à la suite des publications des indicateurs avancés d'activité PMI mal orientés dans l'ensemble des zones. La Réserve Fédérale, laisse ses taux directeurs inchangés et communique sur des anticipations de taux directeurs, de la part de ses membres, révisées à la hausse. Le taux à 10 ans des Etats-Unis atteint en séance 4,50%, un niveau qui n'avait pas été observé depuis 2007, et termine la semaine à 4,43%, en hausse de 10 points de base (pbs). L'inversion de la courbe s'atténue légèrement par une hausse plus prononcée de la partie longue.

En Europe, sur la maturité 10 ans, les taux souverains augmentent de 6 à 8 pbs, à 2,74% pour l'Allemagne, et 3,29% pour la France. L'écart de taux entre l'Allemagne et l'Italie augmente de 7 pbs à 185 pbs. Le taux à 10 ans italien termine en hausse de 13 pbs à 4,59%.

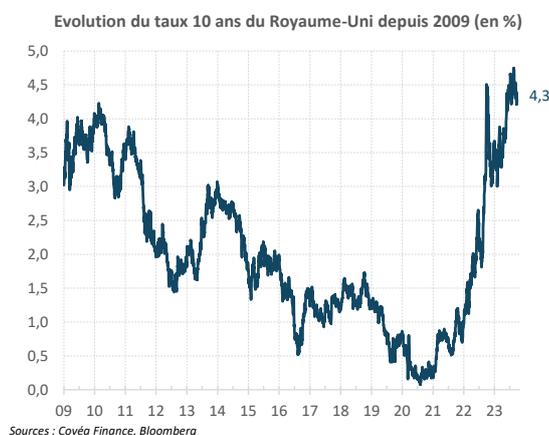
Sur le marché du crédit, la prime de risque pour la catégorie investissement demeure inchangée à 148 pbs et celle pour la catégorie haut rendement augmente de 6 pbs à 434 pbs ce qui correspond à des taux moyens de, respectivement, 4,22% et 7,08%. L'activité sur le marché primaire reste limitée à quelques émissions, parmi lesquelles, Société Générale, Crédit Mutuel et Volkswagen.

Le Focus de la semaine : Déboudement de la politique accommodante de la Banque d'Angleterre, inflation et budget

L'Asset Purchase Facility (APF) est une filiale de la Banque d'Angleterre (BoE), détenue à 100%, créée en 2009 lors du lancement du programme d'achat d'actifs. Les statuts de l'APF précisent que les bénéfices de l'entité seront versés au Trésor britannique et que ses pertes devront être compensées par ce dernier. Le montage est conçu afin d'isoler le bilan de la Banque d'Angleterre. Dans le cadre de ce programme, pour financer les achats de titres, la BoE prête à l'APF à un taux variable, le taux d'escompte. L'activité de l'APF repose sur deux flux. D'un côté, la structure reçoit les coupons des obligations achetées, et de l'autre, elle paie les intérêts de son prêt à la BoE. Depuis 2022, l'APF assure, en plus, la réduction de la taille de son bilan. Elle rembourse son prêt à mesure que les obligations sont vendues ou arrivent à échéance.

Ainsi, entre 2009 et septembre 2022, le Trésor britannique a reçu de l'APF un montant cumulé total de 123,8 Mds£ qui a contribué positivement au budget de l'Etat. A contrario, depuis octobre 2022, la dynamique des flux s'est inversée, le Trésor compense les pertes de l'APF. Ces pertes s'expliquent par l'augmentation significative de la charge d'intérêts payée par l'APF à la BoE, déjà 17 Mds£ sur l'exercice 2022, conséquence de l'augmentation de 350 pbs du taux d'escompte sur la période, et, par les ventes de titres en moins-values. Les dernières prévisions de la BoE, publiées en juillet 2023, estiment que le Trésor devrait verser environ 40 Mds£ par an à l'APF en 2023, en 2024 et en 2025, soit 120 Mds£ sur trois ans. Cela représente un montant à ajouter au déficit du pays chaque année de près de 1,6% du PIB et autant aux besoins de financement du gouvernement. Les modalités du resserrement de la politique monétaire impactent directement le budget du Royaume-Uni.

Un sujet de plus pour les finances du gouvernement britannique qui doit déjà composer avec la double difficulté d'un niveau d'endettement élevé, 99% du PIB en août 2023, conjugué à un surcoût sur les 25% de sa dette indexés à l'inflation. Par comparaison, les dettes souveraines de la France et de l'Italie indexées à l'inflation ne représentent qu'un peu plus de 10% de leur gisement respectif. Cela explique pourquoi au Royaume-Uni le service de la dette augmente plus rapidement, proportionnellement, que dans les autres pays qui ont connu un mouvement de hausse de taux comparable. Il passe de 1% du PIB en 2020 à 3,5% en 2022. Le taux à 10 ans du Royaume-Uni atteint désormais 4,30%.



Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	22/09/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,25	4,50	3,25	0,00	0,25	1,00	2,25		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,00	2,50	1,25	0,00	0,50	2,00	3,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	3,50	2,00	0,75	0,00	0,50	2,00	3,25		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,00	3,50	2,25	0,00	0,25	1,75	3,00		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	4,43	4,33	3,84	3,87	3,71	10	60	56	72	-68	9
Allemagne	2,74	2,68	2,42	2,57	1,97	6	32	17	77	-51	15
France	3,29	3,22	2,95	3,12	2,52	7	34	17	77	-22	47
Italie	4,59	4,46	4,10	4,72	4,17	13	50	-12	43	63	48
Royaume-Uni	4,25	4,36	4,38	3,67	3,31	-11	-13	58	94	-54	43
Japon	0,75	0,72	0,39	0,42	0,24	3	36	32	51	71	94
Crédit											
Indice Itraxx Main	77,3	69,0	76,2	90,6	122,4	8,2	1,0	-13,3	-45,1		
Indice Itraxx Crossover	416,7	387,2	411,0	474,1	601,4	29,5	5,7	-57,4	-184,7		

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

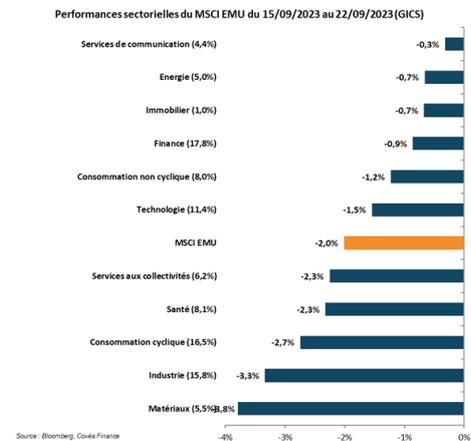
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) affiche un recul de -2% impacté par des discours toujours restrictifs des banques centrales et des indicateurs macroéconomiques mitigés.

Dans ce contexte, de craintes de ralentissement économique et de tensions persistantes sur les prix, les secteurs défensifs ont été les plus recherchés et ont surperformé le marché, à l'image des services de télécommunication (-0,3%). A contrario, les secteurs cycliques affichent un plus fort recul, -3.3% sur l'industrie et -3,8% sur les matériaux.

En termes de performances géographiques, le CAC40 recule de -2,6% sanctionné par les chiffres décevants de l'indice des directeurs d'achats en France, signalant une contraction de la demande. Le Danemark n'est pas en reste à -2,8%, impacté par le recul du secteur de l'industrie.

Enfin depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap est en territoire positif (+4%), tout comme le MSCI Europe (+7%) et le MSCI EMU (+8.9%).



Le Focus de la semaine : Marche arrière sur les ambitions climatiques au Royaume-Uni

La transition énergétique nécessite d'importants investissements dans l'ensemble des secteurs dans un environnement adverse de taux haussier et d'inflation. Ce nouveau paradigme pourrait remettre en cause la volonté des états signataires des accords de Paris sur leurs engagements de neutralité carbone à horizon 2050. Le Royaume-Uni, pourtant pionnier de la lutte contre le réchauffement climatique, vient d'annoncer un remaniement de ses ambitions climatiques. Le premier ministre britannique Rishi Sunak souhaite repousser l'interdiction de vente de voitures neuves à moteur thermique initialement prévue pour 2030 à 2035. Par ailleurs, l'objectif d'élimination d'installation de chaudières à gaz d'ici 2035 serait assoupli (de même pour l'interdiction des chaudières à fioul) et le projet de réglementation sur l'efficacité énergétique des maisons annulé. Que ce revirement soit motivé pour des motifs électoraux ou qu'il soit dans un souci de protection du pouvoir d'achat des ménages, il met en exergue les importants moyens financiers et opérationnels nécessaires à la transition énergétique. Selon la Commission pour la Transition Énergétique, panel international réunissant des industriels, des spécialistes des énergies renouvelables et de la finance, le coût de la transition énergétique mondiale sera d'environ 3 000 milliards de dollars par an de 2021 à 2050. La question du financement de cette transition se pose, supporté principalement par les entreprises et les ménages.

Les entreprises engagent des investissements considérables, forment du personnel et s'adaptent aux exigences réglementaires pour répondre aux enjeux de la transition énergétique, sans pour autant que le cadre réglementaire ne soit homogène et stable. Le secteur automobile est celui qui a le plus investi après le secteur de la technologie, à l'instar des géants de l'internet, et pourrait voir les gouvernements faire marche arrière. Les producteurs d'énergies renouvelables se battent auprès des Etats pour que les prix de l'électricité couvrent leurs investissements et qu'une réforme du marché de l'électricité soit actée. Les dernières enchères au Royaume-Uni pour des projets éoliens en mer n'ont suscité aucun intérêt de la part des développeurs pour des questions de rentabilité (le prix de vente de l'électricité proposée par le gouvernement ne permettait pas de couvrir les coûts fixes). Au sein de la finance, les gestionnaires d'actifs ont déployé d'importants moyens pour financer la transition énergétique mais la réglementation reste floue et pourrait être retouchée. Ces différents exemples montrent que pour déployer des capitaux, les entreprises ont besoin d'une feuille de route, d'un cadre réglementaire clair et stable, en adéquation avec la réalité économique, leur donnant davantage de visibilité.

De façon analogue, au sein de l'UE, certains pays membres militent pour revoir la trajectoire de réduction d'émissions des véhicules (« normes Euro 7 ») jugée trop contraignante, afin de soutenir leurs industries.

Le financement de la transition énergétique, la compétitivité des Etats et des entreprises sont des enjeux cruciaux dans le cadre de la réorganisation du complexe énergétique mondial et plus largement dans le cadre de changements structurels et politiques, thématiques que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Pauline Brunaud

Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	22/09/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois	
MSCI EMU	143	146	147	132	121	-2,0	-2,7	8,9	18,5	
MSCI EMU Mid Cap	922	944	937	907	834	-2,3	-1,6	1,7	10,5	
MSCI EMU Small Cap	383	391	398	370	317	-2,0	-3,8	3,4	20,9	
MSCI Europe	152	155	153	143	134	-1,8	-0,7	7,0	13,5	
France CAC 40	7 185	7 379	7 313	6 474	5 919	-2,6	-1,7	11,0	21,4	
Allemagne DAX 30	6 156	6 289	6 312	5 693	5 125	-2,1	-2,5	8,1	20,1	
Italie MIB	28 576	28 895	27 928	23 856	21 799	-1,1	2,3	19,8	31,1	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 684	7 711	7 472	7 452	7 160	-0,4	2,8	3,1	7,3	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 835	8 957	8 675	8 417	8 193	-1,4	1,8	5,0	7,8	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine, **les marchés chinois et d'Asie du Sud Est** résistent, tandis que ceux des pays d'Asie du Nord et de l'Australie souffrent de dégagements relativement importants. D'un côté, une volonté de soutien de la part de la Banque Centrale Chinoise (PBOC) a pu améliorer légèrement le sentiment en Chine ainsi qu'en Asie du Sud-Est, tandis que la poursuite de la rotation sectorielle, en défaveur de la technologie, a largement pénalisé Taiwan et la Corée du Sud (commentaire négatif d'Intel sur la demande liée au centres de données). Dans les nouvelles transverses, dans la transition énergétique, notons la politique commerciale agressive des constructeurs de véhicules électriques en Chine, Xpeng ayant fixé le prix de son véhicule sport à un niveau 20% inférieur à celui du modèle Y de Tesla. Toujours dans la sphère du véhicule électrique, LGES, champion coréen des batteries, est en pourparlers avec un conglomérat indien pour une coentreprise de fabrication de batteries sur le sol indien.

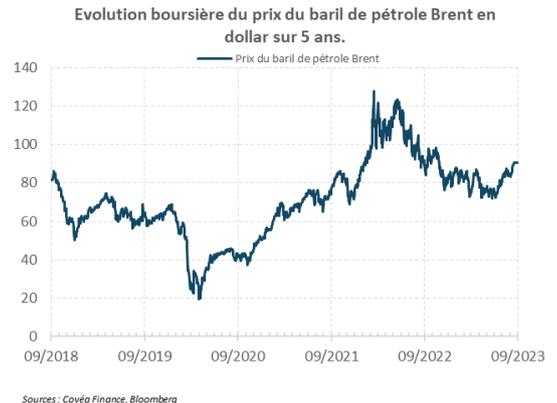
Aux Etats-Unis, les grands indices ont clôturé la semaine en baisse dans un contexte marqué par une forte remontée des rendements obligataires (+10bp sur le bon du Trésor à 10 ans) induite par les conclusions très prudentes du dernier comité de politique monétaire de la réserve fédérale américaine (FOMC). Parallèlement, le marché des actions a enregistré un regain sensible de volatilité (indice VIX en hausse de 25%). En termes sectoriels, les valeurs défensives (santé, consommation courante, immobilier) surperforment. En revanche, la technologie, la consommation discrétionnaire et les services de communication, handicapés par de fortes prises de profits parmi les GAFAM*, Tesla et Nvidia, sous-performent. Dans le secteur automobile, le mouvement de grève est sur le point de se durcir, les positions des directions et de l'UAW étant encore très éloignées. Parallèlement, le risque d'une fermeture partielle des administrations fédérales augmente, alors que les Républicains de la Chambre refusent de voter le budget de la défense.

*GAFAM : Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft

Le Focus de la semaine : La politique pétrolière de l'Arabie Saoudite

L'Arabie Saoudite a annoncé il y a une dizaine de jours qu'elle allait continuer de réduire sa production de pétrole d'un million de barils par jour pour trois mois supplémentaires (d'octobre à décembre 2023). Cette stratégie initiée en juillet 2023 a pour objectif de dissuader les spéculateurs de parier sur la baisse des prix de l'or noir afin de maintenir ses cours élevés à moyen/long terme. En effet, afin de mener à bien son ambitieux plan « Vision 2030 », dont le but est de préparer le pays à « l'après pétrole », l'Arabie Saoudite a besoin d'un prix du pétrole au-delà des \$70 le baril dans la durée. Lancé en 2016 par Mohammed Ben Salmane (MBS) ce plan a pour objectif essentiel d'assurer la transition du royaume vers un nouveau modèle économique diversifié et créateur d'emplois et de richesses. Rappelons qu'en 2016, 90% des recettes budgétaires saoudiennes venaient du pétrole et que la baisse des cours entre 2015-2016 a laissé le pays exsangue avec un creusement de son déficit budgétaire, qui a atteint \$100 Mlds en 2015 (20% du PIB) et une baisse des réserves de change de \$750 Mlds en 2014 à moins de \$500 Mlds en 2017.

Aujourd'hui, plus de \$2000 Mlds d'investissements (200% du PIB de l'Arabie Saoudite) ont été annoncés (d'ici 2030). Ils visent l'émergence de nouveaux pôles de croissance comme les produits manufacturés non pétroliers, le secteur minier (mines de phosphate et de bauxite), les installations portuaires et aéroportuaires (capacités de stockage et logistiques d'envergure) et les énergies renouvelables (58,7 GW d'énergie renouvelable via le solaire et l'éolien). D'autres secteurs clés font également partie de « Vision 2030 », comme l'agriculture (pour l'indépendance alimentaire du pays) et l'industrie pharmaceutique. Ce plan repose également sur les privatisations d'entreprises publiques à l'image de celle du géant pétrolier Saudi Aramco. Les recettes de ces privatisations doivent alimenter le fonds souverain saoudien, Public Investment Fund, bras armé financier du royaume dont l'objectif est de piloter les participations du pays dans des entreprises privées sûres et pérennes et d'assurer des revenus aux générations futures qui ne pourront plus compter sur la manne pétrolière. Ce plan structurant pour l'Arabie Saoudite l'est également pour l'ensemble de la région et illustre bien deux thématiques de nos perspectives économiques et financières, la recherche d'indépendance et de souveraineté régionale à travers des secteurs économiques clés d'une part et l'évolution du complexe énergétique mondial de l'autre.



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	22/09/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	29/06/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 320	4 450	4 396	3 840	3 693	-2,9 ↓	-1,7 ↓	12,5 ↑	17,0 ↑	-2,9 ↓	0,2 ↑	13,1 ↑	6,4 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	33 964	34 618	34 122	33 147	29 590	-1,9 ↓	-0,5 ↓	2,5 ↑	14,8 ↑	-1,9 ↓	1,5 ↑	3,0 ↑	4,4 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 212	13 708	13 591	10 466	10 868	-3,6 ↓	-2,8 ↓	26,2 ↑	21,6 ↑	-3,6 ↓	-0,9 ↓	26,8 ↑	10,5 ↑
Japon Nikkei 300	505	516	486	401	505	-2,2 ↓	3,8 ↑	25,8 ↑	0,0 ↔	-2,5 ↓	3,4 ↑	11,9 ↑	-12,0 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 508	2 601	2 550	2 280	2 290	-3,6 ↓	-1,6 ↓	10,0 ↑	9,5 ↑	-4,2 ↓	-0,8 ↓	3,8 ↑	6,7 ↑
Chine - Shanghai	3 132	3 118	3 182	3 089	3 088	0,5 ↑	-1,6 ↓	1,4 ↑	0,3 ↑	-0,2 ↓	-0,2 ↓	-3,9 ↓	-9,5 ↓
Hong Kong Hang Seng	18 057	18 183	18 934	19 781	17 933	-0,7 ↓	-4,6 ↓	-8,7 ↓	0,7 ↑	-0,5 ↓	-2,5 ↓	-8,4 ↓	-8,0 ↓
Marchés Emergents - MSCI	964	985	987	956	906	-2,1 ↓	-2,3 ↓	0,8 ↑	6,4 ↑	-2,1 ↓	-0,4 ↓	1,3 ↑	-3,2 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Energie solaire : du progrès technologique aux défis géopolitiques

La capacité du parc solaire photovoltaïque mondial a affiché une croissance de 24 % entre 2010 et 2022, avec les régions de l'Asie-Pacifique (+44 %) et de l'Amérique du Nord (+35 %) en tête de cette expansion, tandis que l'Europe a connu une croissance plus modérée. **Cette tendance s'inscrit dans le cadre de la reconfiguration du paysage énergétique mondial**, comme le soulignent nos Perspectives Économiques et Financières. Les avancées technologiques, la baisse des coûts, les politiques de soutien, les modèles de financement novateurs et les progrès en matière de stockage d'énergie expliquent cette croissance de la capacité mondiale.

L'évolution constante des technologies photovoltaïques a entraîné une amélioration notable de l'efficacité des panneaux solaires. Cette dernière, exprimée en pourcentage, indique la proportion de l'énergie solaire incidente qui est transformée en électricité par le panneau solaire. A titre d'exemple, les panneaux photovoltaïques affichaient une efficacité moyenne d'environ 15 à 20% en 2010, tandis qu'aujourd'hui, certains panneaux monocristallins plus récents atteignent une efficacité dépassant les 25%. Parallèlement, l'industrie solaire a bénéficié de l'effet d'échelle, de l'optimisation des processus, des aides gouvernementales et d'une concurrence accrue, ce qui a contribué à réduire les coûts de l'énergie solaire photovoltaïque. Le coût actualisé de l'électricité (LCOE pour « *levelized cost of energy* ») a ainsi diminué de 85% entre 2010 et 2022, dépassant largement la baisse de 46 % enregistrée pour l'énergie éolienne.

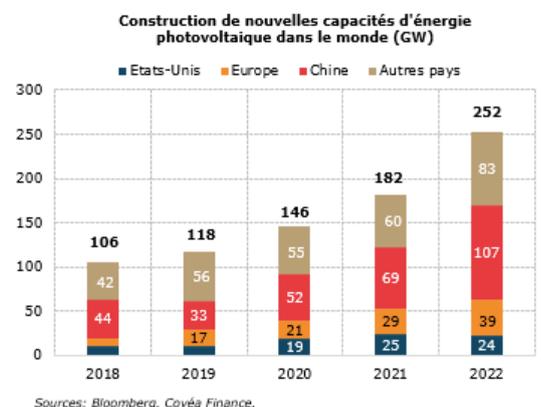
Sur le plan des politiques de soutien, **les récents événements mondiaux tels que la guerre en Ukraine, la crise énergétique et l'inflation, ont conduit à la création de nouvelles incitations financières dans de nombreux pays.** En Europe, ces incitations prennent la forme de subventions dans le cadre du Fonds d'Innovation, qui soutient le plan *RePowerEU*. Ce plan vise à déployer plus de 320 GW d'énergie solaire photovoltaïque dans le réseau électrique d'ici 2025, soit plus du double de la capacité installée en 2020 (136 GW), et près de 600 GW d'ici 2030. Les politiques de soutien comprennent également la promotion de la recherche et du développement dans le domaine des technologies solaires, ainsi que des mesures visant à diversifier l'approvisionnement en matières premières et équipements nécessaires à la production de panneaux solaires, le but étant de garantir la sécurité de l'approvisionnement tout en favorisant la croissance.

Outre les programmes de relance, **plusieurs pays ont adopté des mesures pour contrer la concurrence chinoise** dans la production de panneaux solaires et réduire le risque de dépendance à l'égard de la Chine. En 2013, l'Union européenne avait instauré des droits de douane sur les modules et les composants solaires en provenance de Chine pour lutter contre la vente à des prix inférieurs au coût d'importation convenu. Toutefois, ces mesures ont été levées ultérieurement, car la production européenne ne pouvait pas satisfaire la demande croissante. Outre-Atlantique, les États-Unis ont imposé des tarifs douaniers sur les panneaux solaires chinois en 2012, augmentant les taxes de 31% à 250%. En 2021, le gouvernement américain a également interdit l'importation de produits de quatre fabricants basés au Xinjiang, en Chine.

Malgré ces mesures, **la Chine demeure prédominante sur le marché mondial du photovoltaïque**, occupant une position de leader à chaque étape de la chaîne d'approvisionnement (silicium, plaquettes, cellules, modules), avec une part de marché dépassant désormais les 80%. Elle représentait également 42% des nouvelles capacités d'énergie photovoltaïque installées en 2022 (graphique ci-contre).

En raison de ralentissements dans la réalisation de projets photovoltaïques dus à des problèmes de coûts de financement et de pénuries de main-d'œuvre, l'Europe comptait jusqu'à 45 GW de panneaux solaires stockés dans des entrepôts en août 2023, presque autant que ce qui a été installé en 2022. Cette surabondance a provoqué une baisse de près de 35% des prix des modules solaires depuis le début de l'année 2023, mettant en difficulté les fabricants de modules solaires européens. Cependant, à l'avenir, cela pourrait contribuer à la réduction des coûts des projets d'énergie photovoltaïque, bénéficiant ainsi aux exploitants de parcs solaires.

Les décideurs politiques sont donc confrontés à la tâche complexe de promouvoir l'énergie solaire tout en réduisant la dépendance à l'égard de la Chine. Cette équation délicate continuera d'exiger une réflexion stratégique pour construire un avenir énergétique plus pérenne.



Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

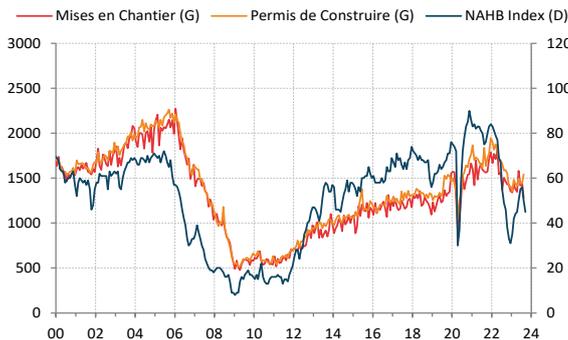
États-Unis

« La Réserve fédérale envisage des taux élevés plus longtemps »

La Réserve fédérale a laissé la fourchette cible de son taux directeur inchangée à [5,25% ; 5,5%] lors de sa réunion de politique monétaire de septembre. Cette pause, la deuxième sur les trois dernières réunions, était largement attendue et a été décidée à l'unanimité. Concernant la politique quantitative, la réduction du bilan de la Réserve fédérale se poursuivra au rythme déjà en vigueur de 95 Mds\$ par mois. Selon la médiane des prévisions individuelles des membres du comité (FOMC), **une hausse supplémentaire de 25 points de base (bp) d'ici la fin d'année est toujours envisagée**, avec un équilibre stable par rapport aux dernières prévisions datant de juin, à savoir 12 membres pour une hausse, 7 pour le statu quo. **La détente qui pourrait suivre en 2024 est en revanche nettement moins prononcée par rapport à ce qui était projeté précédemment**, conséquence de prévisions de croissance revues en forte hausse suite à la

croissance « solide » de ces derniers mois. La progression annuelle du PIB est ainsi envisagée à 2,1% au T4 2023, contre 1% précédemment, et à 1,5% au T4 2024 (contre 1,1%). De même, la remontée du taux de chômage serait désormais plus modeste, à 4,1% fin 2024, contre 4,5% précédemment, soit une hausse très limitée par rapport au niveau actuel (3,8%). Ce scénario optimiste de ralentissement modéré ne justifie donc plus un assouplissement prononcé des conditions monétaires : après un point haut à [5,50% ; 5,75%] d'ici la fin d'année, **les banquiers centraux envisagent une baisse de seulement -50 bp en 2024**, contre -100 bp en juin dernier. Fin 2025, les taux seraient à 3,9%, contre 3,4% précédemment. En 2026, la médiane des prévisions signale 100 bp de baisse supplémentaire à 2,9%. Concernant l'inflation, les prévisions sont restées globalement inchangées, avec une croissance annuelle de l'indice des prix des dépenses personnelles de consommation (PCE) à 3,3% fin 2023, puis 2,5% fin 2024 et un retour à 2% seulement en 2026. Jerome Powell a tenté lors de sa conférence de presse de minimiser l'importance des prévisions individuelles, qui envoient en effet un message restrictif, et répété que le comité avancerait prudemment, en fonction de l'évolution des données. Interrogé sur le niveau du taux neutre (taux théorique qui permettrait d'atteindre la cible d'inflation de 2% tout en préservant l'emploi), le Président de la Réserve fédérale a estimé qu'au regard de la résistance de l'économie, il est possible que ce taux neutre soit plus élevé que par le passé. Une évaluation qui pourrait justifier une approche plus restrictive de la conduite des taux directeurs.

Etats-Unis : Mises en Chantier et Permis de Construire - Résidentiel (Milliers d'unités par an)



Sources : Census Bureau, Covéa Finance, Thomson Reuters

Dernier point : août-23 sept-23

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	août-23	-2,7	-13,0	17,6	-4,2
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	août-23	-14,8	5,5	15,0	-3,4
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	août-23	4040	4070	6128	5081

*Du 18/09/2023 au 24/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les données immobilières du mois d'août sont mitigées. Dans la construction résidentielle, les mises en chantier ont chuté de 11,3% en glissement mensuel et l'estimation de juillet a été révisée en baisse. Les mises en chantier atteignent ainsi leur plus bas niveau depuis juin 2020. Le recul enregistré en août concerne à la fois les maisons individuelles et les immeubles d'habitation. Les permis de construire sont en revanche mieux orientés, avec une hausse de 6,9% sur le mois, après plusieurs mois de stagnation. L'indicateur de confiance des promoteurs NAHB a également reculé en septembre (45 après 50 en août), pour le deuxième mois consécutif, sur fond de remontée marquée des taux hypothécaires. Malgré une amélioration au cours du premier semestre, cet indicateur décrit toujours une confiance dégradée de la part des promoteurs immobiliers. Dans l'ancien, l'activité immobilière n'est pas mieux orientée. Les ventes de maison ont diminué en août pour le 3^{ème} mois consécutif (-0,7%) et s'inscrivent en rythme annuel en contraction de 15%. Les prix en revanche font de la résistance et affichent une croissance annuelle de 3,9%. La faiblesse des transactions peut s'expliquer par le maintien d'un niveau de prix toujours élevé, alors que le coût du crédit s'est considérablement renchéri au cours de l'été (taux 30 ans à 7,18% à la mi-septembre, au plus haut depuis 2002).

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

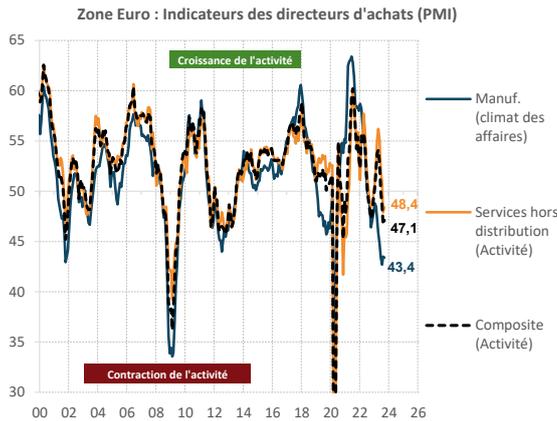


Suivi Macroéconomique

Europe

« Nouvelle dégradation de l'activité de la zone euro en septembre »

En zone euro, l'enquête PMI du mois de septembre indique une contraction de l'activité pour le 4^{ème} mois consécutif. Le PMI composite s'est en effet de nouveau inscrit en dessous du seuil de 50 points à 47,1 (en légère hausse après 46,7 en août), sous l'effet d'un ralentissement généralisé de la demande. La mauvaise orientation de la conjoncture résulte principalement du déclin dans le secteur manufacturier, mais l'activité s'est également repliée dans les services pour le deuxième mois consécutif. Les entreprises interrogées signalent une augmentation du coût des intrants, en partie à cause de la hausse des prix du pétrole sur le mois. Les prix facturés ont en revanche enregistré la plus faible croissance depuis plus de deux ans, la conjoncture ayant pu limiter le pouvoir de fixation des prix des entreprises.



Sources : S&P Global, Covéa Finance

Dernier point : sept 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	PMI Services	Indice sept.-23	48,4	47,9	53,6	52,1
	PMI Manuf.	Indice sept.-23	43,4	43,5	60,2	52,1
AL	PMI Services	Indice sept.-23	49,8	47,3	53,1	51,1
	PMI Manuf.	Indice sept.-23	39,8	39,1	61,6	51,8
FR	PMI Services	Indice sept.-23	43,9	46,0	53,8	53,7
	PMI Manuf.	Indice sept.-23	43,6	46,0	56,7	51,8
RU	PMI Services	Indice sept.-23	47,2	49,5	56,1	53,7
	PMI Manuf.	Indice sept.-23	44,2	43,0	59,2	51,6
	Inflation	IPC, NCVS, GA% août-23	6,7	6,8	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA% août-23	6,2	6,9	2,4	5,9

* Du 18/09/2023 au 24/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

entreprises. En parallèle, la croissance de l'emploi s'est poursuivie en septembre selon l'enquête, mais à un faible rythme. Les indicateurs prospectifs, tels que le volume des nouvelles commandes et la confiance des entreprises, suggèrent que l'activité devrait rester faible sur la fin d'année. Par pays, l'Allemagne et la France sont les principaux moteurs du déclin de l'activité. La contraction a été plus sévère en France qui a été pénalisée par le fort recul à la fois du PMI manufacturier mais également du PMI services.

La balance des transactions courantes de la zone euro a dégagé un excédent de 21Mds€ en juillet, après 36Mds€ le mois précédent. Le surplus des échanges de biens est revenu de 39Mds€ à 23Mds€, en raison d'une baisse plus forte des exportations que des importations. En revanche, l'excédent des services a augmenté de 3Mds€, pour atteindre 11Mds€.

En Allemagne, l'indice des prix de l'immobilier résidentiel était en baisse de 9,9% sur un an au deuxième trimestre, sa plus forte baisse depuis que la série existe (début en 2000). D'un trimestre à l'autre, l'indice a baissé de 1,5% au deuxième trimestre, ce qui est moins qu'au trimestre précédent (-2,9%) ou qu'au quatrième trimestre 2022 (-5,1%).

En France, l'indice INSEE de climat des affaires est resté stable en septembre à 100, son niveau moyen de longue période. Cette stabilité cache une légère amélioration dans l'industrie manufacturière (+2 points à 99), qui compense la baisse observée dans le commerce de détail (-2 points à 105) et dans le bâtiment (-1 point à 105). Dans les services, l'indice de confiance s'établit à 102, pour le quatrième mois consécutif. Bimestriel, l'indice de confiance des grossistes a progressé de 2 points entre juillet et septembre. En revanche, l'indicateur du climat de l'emploi se redresse de 2 points, à 104, tiré par les perspectives d'emploi dans les services. Parallèlement, la Banque de France a nettement abaissé sa prévision de croissance pour l'année prochaine, à 0,9%, malgré une reprise attendue de la consommation des ménages permise par la poursuite de la

désinflation. En revanche, la banque centrale attend une dégradation du marché du travail, avec des destructions nettes d'emplois et l'amorce d'une remontée du taux de chômage.

Au Royaume-Uni, l'inflation sous-jacente surprend et ralentit nettement en août. Malgré le moindre ralentissement de la croissance des prix énergétiques en août (-3,2% en glissement annuel après -7,8% en juillet), l'inflation est en baisse de 0,1 point de pourcentage à 6,7%. L'ampleur de la baisse de l'inflation sous-jacente, passée de 6,9% en juillet à 6,2% en août, a surpris. Cette baisse est particulièrement marquée dans les services (+6,8% en août après 7,4%), principal indicateur surveillé par la Banque d'Angleterre pour mesurer la persistance des tensions inflationnistes. Au lendemain de la publication de ces chiffres de l'inflation, **la Banque d'Angleterre (BoE) a laissé son taux directeur inchangé à 5,25%, après 14 hausses de taux consécutives.** Le compte-rendu de la réunion indique que le comité de politique monétaire était assez divisé. En effet, cinq membres (dont le gouverneur de la BoE A. Bailey et le chef économiste H. Pill) ont voté en faveur d'une pause, tandis que quatre membres étaient favorables à une hausse 25 points de base. Dans son communiqué, la BoE rappelle être attentive aux évolutions du marché de l'emploi, des salaires et de l'inflation dans les services. Or, elle estime que deux indicateurs sur les trois ont affiché des signaux qui justifient une pause. En effet, même si la croissance des salaires ne montre pas de signes d'inflexion, de premiers signes de ralentissement du marché du travail émergent (à l'image de la baisse du nombre d'emplois vacants et de la hausse du taux de chômage) tandis que l'inflation dans les services a reculé plus qu'attendu en août. Ces éléments semblent donc avoir convaincu certains membres du Comité de politique monétaire qu'une pause dans le cycle de resserrement était appropriée. En revanche, le gouverneur de la BoE, A. Bailey, a indiqué que le Comité de politique monétaire n'exclut pas une nouvelle hausse de taux dans les mois à venir, s'il y avait des signes de pressions inflationnistes plus persistantes. **Par ailleurs, la BoE a également indiqué que le rythme de réduction de son bilan va s'accélérer pour l'année à venir.** En effet, la Banque centrale va réduire son bilan de 100Mds£ sur les douze prochains mois (contre une réduction de 80Mds£ entre octobre 2022 et septembre 2023), dont la moitié passera par la vente d'actifs détenus.

L'activité économique britannique s'est de nouveau dégradée en septembre. Le PMI composite poursuit son déclin et atteint 46,8 en septembre. Le déclin de l'activité s'observe tant dans le secteur manufacturier que dans les services.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

« La dynamique de croissance s'essouffle au Japon »

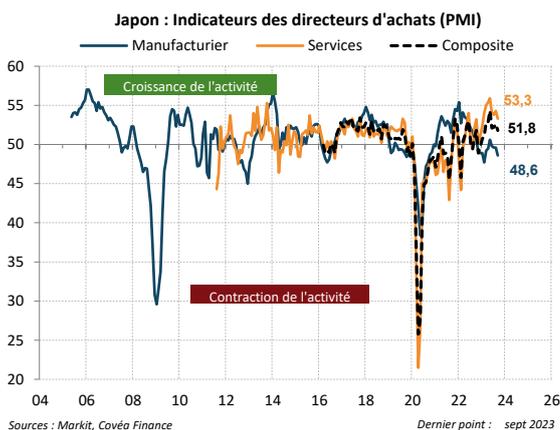
Au Japon, l'enquête PMI signale un essoufflement de la dynamique de croissance. En effet, bien que le PMI composite indique toujours une expansion de l'activité en septembre à 51,8, il s'est inscrit à son plus faible niveau depuis sept mois. La croissance de l'activité a été une nouvelle tirée par le secteur des services, qui montre néanmoins de premiers signes d'affaiblissement. Le PMI services est, en effet, en baisse de 1 point par rapport au mois précédent, à 53,3. L'enquête signale que dans ce secteur, la demande en provenance de l'étranger est tombée à son plus bas niveau depuis un an. Du côté manufacturier, l'activité décline de nouveau en septembre au rythme le plus rapide depuis février dernier, du fait d'un recul de la production et des nouvelles commandes.

La Banque du Japon (BoJ) a laissé sa politique monétaire inchangée, à l'unanimité, lors de sa réunion de septembre. Le comité

maintient ainsi une approche ultra-accommodante en réitérant son engagement à intervenir par des achats illimités pour maintenir le taux 10 ans japonais sous le seuil de 1%. Lors de sa conférence de presse, le Gouverneur Ueda n'a pas signalé de volonté d'amorcer un virage moins accommodant. Il a répété que les pressions sur les prix restent baissières et que l'objectif d'une inflation durablement au-dessus de 2% est encore lointain, tout en reconnaissant des progrès récents. Au titre desquels, on peut citer **l'inflation pour le mois d'août, qui suggère le maintien de pressions sous-jacentes.** L'indice des prix hors alimentaire frais et énergie (l'indice privilégié par la BoJ) a progressé de 0,3% sur le mois et affiche une croissance annuelle de 4,3%. Les prix de l'énergie continuent en revanche de refluer (-0,3% sur le mois et -9,8% en rythme annuel).

Après deux mois autour de l'équilibre, la balance commerciale japonaise s'est nettement détériorée en août avec un déficit mensuel à 6,3 Mds\$.

Les exportations japonaises affichent une forte contraction sur le mois (-6,4% en glissement mensuel, en volume, ajusté des variations saisonnières), après 3 mois d'expansion, avec des reculs particulièrement marqués des exportations dans la chimie et les machines. Par destination, le recul est assez généralisé mais reste principalement visible en Chine (-9,4% sur le mois). Les importations japonaises ont également décliné mais dans une moindre mesure à -3,7% en glissement mensuel (volume, avs) avec une baisse marquée des importations d'équipements de transport.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
PMI Services	Indice	sept.-23	53,3	54,3	48,2	50,4
PMI Manuf.	Indice	sept.-23	48,6	49,6	52,7	52,1
Inflation	IPC, NCVS, GA%	août-23	3,1	3,2	-0,2	2,5
JP Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	août-23	2,7	2,7	-0,8	0,2
Exportations	Vol, CVS, GA%	août-23	-1,5	0,3	21,7	18,1
Importations	Vol, CVS, GA%	août-23	-17,1	-14,8	25,2	39,9

* Du 18/09/2023 au 24/09/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus – Inde : le défi démographique

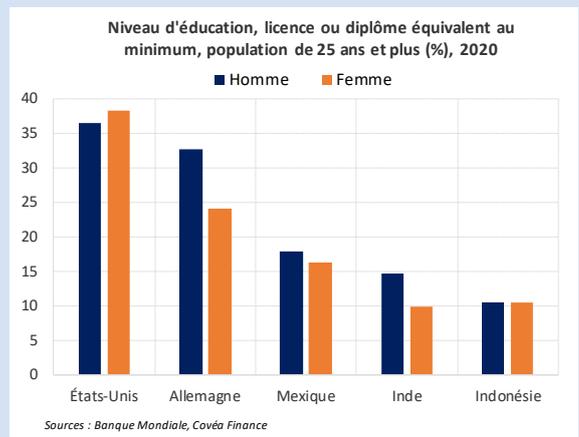
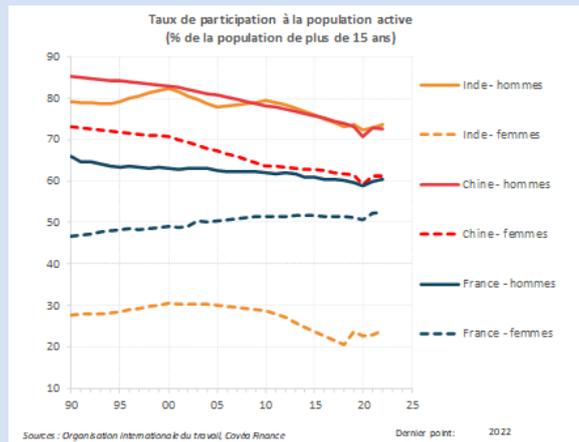
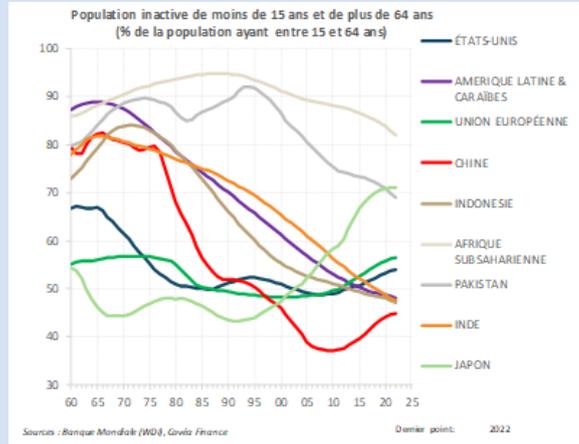
L'Inde compte 1,42 milliard d'habitants en 2022 et est désormais le pays le plus peuplé au monde, légèrement devant la Chine. La population indienne devrait même continuer de croître, selon les projections de l'ONU, pour atteindre 1,67 Md en 2050 (contre un déclin à 1,31 Md pour la Chine).

En outre, cette population est très jeune (40% des Indiens ont moins de 25 ans). Le « ratio de dépendance » de la Banque mondiale, c'est-à-dire la population inactive de moins de 15 ans et de plus de 64 ans divisée par la population en « âge de travailler » (15 à 65 ans), était pratiquement similaire en Chine et en Inde dans les années 1960 et 1970. La mise en place de la politique de l'enfant unique (1979-2015) a toutefois permis à la Chine de disposer d'une population en âge de travailler relativement plus importante au cours des 40 dernières années. Depuis 2010, le vieillissement de la population chinoise se traduit toutefois par un inversement à la hausse du ratio de dépendance du pays alors qu'il maintient une trajectoire nettement baissière en Inde. Si ces tendances se maintiennent, **l'Inde devrait prochainement bénéficier d'une part de la population en âge de travailler plus importante qu'en Chine et largement plus importante que dans les pays développés.** Si ce « dividende démographique » présente des opportunités, il s'agit surtout d'un défi de taille pour l'économie indienne qui devra être en mesure de créer suffisamment d'emplois pour répondre à la hausse rapide de la population en âge de travailler.

L'intensité en emploi relativement faible de la croissance de l'économie formelle indienne amène en effet une part très importante de la population à s'orienter vers des secteurs peu productifs comme l'agriculture (41% de l'emploi) et plus largement dans le secteur informel (80% de l'emploi, hors agriculture). La population reste ainsi largement rurale (64% du total). **Le secteur informel a toutefois subi d'importantes perturbations au cours des dernières années.** L'introduction de la taxe sur les biens et services (GST) en 2017, visant à unifier le marché indien en se substituant à de nombreuses taxes locales et à renforcer les recettes fiscales, a largement affecté les petites entreprises rurales ne disposant pas de compétences administratives et qui se sont trouvées dans l'obligation de payer cet impôt. En outre, la démonétisation des billets de ₹500 and ₹1,000 en 2016, ayant pour objectif de lutter contre le blanchiment d'argent et d'encourager les paiements digitaux, a principalement affecté les commerces informels dépendant d'espèces pour leurs transactions. L'épidémie de Covid-19 a également été particulièrement déstabilisatrice pour ces petits acteurs plus vulnérables.

La déstabilisation du secteur informel, premier employeur du pays, et les créations d'emplois insuffisantes dans le secteur formel se sont traduites par un découragement de la main d'œuvre indienne qui a réduit sa participation au marché du travail au cours des dernières années. Selon la banque mondiale, le taux de participation à la population active (+15 ans, secteur informel inclus) serait passé de 57% en 2000 à 49% en 2021. Le manque d'opportunité d'emploi, couplé à des facteurs sociétaux, ont tout particulièrement affecté les femmes indiennes dont le taux d'activité est un des plus faibles au monde.

En outre, l'Inde fait face au défi du développement du capital humain. Le pays dispose certes d'un important vivier de main d'œuvre qualifiée (12% de la population de 25 ans et plus dispose d'au moins un diplôme de licence ou équivalent) mais cela illustre une distribution très inégale du capital humain alors que plus d'un quart de la population est analphabète. Les dépenses de santé des ménages indiens restent également très faibles rapportées aux standards internationaux (3% du PIB en 2020 contre 5,6% en Chine). Pour l'heure, le développement économique de l'Inde reste ainsi entravé par des investissements encore limités en capital humain.



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.