

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs
Gestion — Recherche

31 juillet 2023

Un an après son adoption par le parlement américain, quel est le premier bilan de l’Inflation Reduction Act ?

Promulgué le 16 août 2022, l’Inflation Reduction Act a été mis en place avec 3 objectifs principaux : réduire les gaz à effet de serre de 40% d’ici 2030 (à partir d’une base de 2005), renforcer la sécurité énergétique (et réduire les coûts énergétiques pour les consommateurs américains) et créer des emplois qualifiés sur l’ensemble des chaînes de valeur critiques. Pour rappel, les moyens déployés sont conséquents : la commission des finances du Congrès avait estimé le montant des dépenses et réductions d’impôts à près de 500 milliards de dollars sur 10 ans. Au-delà des incitations fiscales, ce plan a également mis en place un certain nombre de contraintes pour forcer la relocalisation de certaines productions sur le sol américain (notamment pour la filière automobile).

Un an après, plus d’une centaine de projets ont été annoncés pour un montant cumulé d’environ 80 milliards de dollars. Parmi ceux-ci, 21 projets dépassent le milliard de dollars, totalisant un montant d’investissement de 53 milliards (dont 62% par des sociétés non américaines et 14% de co-entreprises multinationales). Dans le détail, la filière automobile constitue l’essentiel des annonces puisque 78% des investissements portent sur la construction d’usines de batteries et 11% sur la production de véhicules électriques. Les projets solaires suivent pour 9% des montants annoncés. Au-delà des investissements, les sociétés ont souvent communiqué sur des créations d’emplois associées à leurs projets, aujourd’hui attendues autour de 63,000. D’un point de vue géographique, deux régions se distinguent particulièrement en termes d’attractivité : les Etats du Sud (traditionnellement républicains, alors que ces derniers n’avaient pas voté en faveur du plan !) sont ceux qui ont attiré le plus de projets (notamment les deux Caroline et la Géorgie), ainsi que les bastions historiques de la production automobile (Michigan, Ohio). Au-delà des incitations fédérales mises en place dans le cadre de ce plan, plusieurs éléments plus spécifiques peuvent nous éclairer sur ces choix de localisation : des taux d’imposition marginaux plus faibles au niveau des Etats (seulement 5% en Caroline du Sud et 5,75% en Géorgie, vs 8,8% en Californie), une main d’œuvre bien formée et plus disponible (y compris une immigration nette positive sur les dernières années) et des taux de syndication parmi les plus bas des Etats-Unis (moins de 5% dans les Caroline et en Géorgie). Autant de facteurs spécifiques qui sont en train de redessiner les dynamiques de croissance économique à l’intérieur des Etats-Unis, à un moment où la Californie souffre de financements plus incertains en raison d’un système bancaire local défaillant.

Au-delà du plan IRA, le Chips Act et le plan Build Back Better ont également permis de faire progresser très sensiblement les dépenses de construction du secteur privé qui atteignent des montants records : ces dernières sont le prélude aux investissements en équipements qui devront être réalisés dans les prochains trimestres.

Finalement, en voulant maîtriser l’inflation et sécuriser des chaînes de production et d’approvisionnement, la politique fiscale continue d’apporter un fort soutien à l’économie américaine, rendant la conduite de la politique monétaire d’autant plus complexe à mener pour les prochains trimestres.

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Sommaire

Analyse de l’évolution des marchés p2

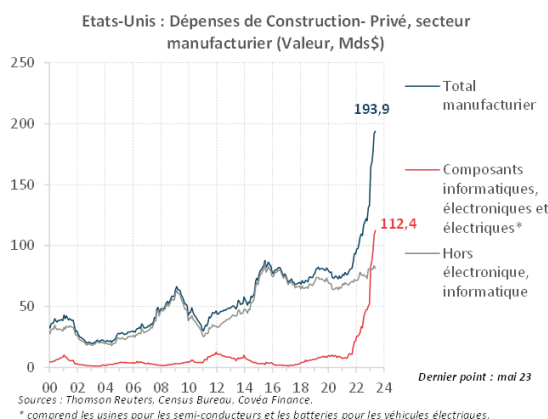
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« des dépenses de construction à des niveaux records »



Nos defs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	28/07/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,102	1,087	1,020	1,4	8,0
€ / £	0,857	0,861	0,837	-0,5	2,4
€ / Yen	155,42	157,28	136,90	-1,2	13,5
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	74	107	14,3	-20,7
Indice CRB*	565	545	582	3,5	-3,0
Prix de l'once d'Or	1 960	1 918	1 750	2,2	12,0
Prix de la tonne de cuivre	8 663	8 178	7 762	5,9	11,6
Indice Baltic Dry**	1 110	1 112	1 945	-0,2	-42,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1029	954	3888	7,9	-73,5

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière a été marquée par les différentes réunions de banques centrales : la FED mercredi, la BCE jeudi et la BOJ vendredi. Pour la FED et la BCE, les hausses de 25 points de base étaient largement anticipées dans les cours et induisent peu d'effets sur les taux souverains au moment des annonces. Finalement, ce sont plutôt les publications de divers chiffres macroéconomiques en fin de semaine qui auront été les catalyseurs pour les marchés de taux.

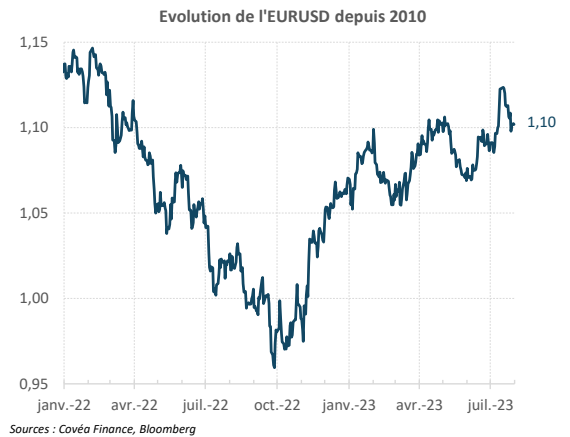
Côté américain, la publication des chiffres de croissance jeudi qui ressortent au-dessus des attentes a poussé les taux à la hausse. Le taux 10 ans progresse de 11 points de base à 3,95%. Le marché n'anticipe plus de hausse de taux de la part de la FED, puisque la probabilité d'une hausse de 25 points de base en novembre est seulement de 40%, le taux 2 ans a très peu évolué sur la semaine. L'écart entre le 2 ans et le 10 ans est à 93 points de base à vendredi.

Côté européen, le discours de Christine Lagarde un peu plus accommodant que les précédentes allocutions, avec la mention pour la première fois de la possibilité d'une pause dans son cycle de resserrement monétaire, aura permis aux taux de se maintenir malgré la publication de chiffres de croissance plutôt au-dessus des attentes (en France par exemple). La hausse des taux souverains aura été assez limitée de 2 à 4 points de base : la France est à 3,03%, l'Allemagne à 2,49% et l'Italie à 4,11%.

Sur le marché du crédit, les publications de résultats se poursuivent et profitent aux primes de crédit qui se resserrent. Sur la semaine, l'indice Itraxx main se resserre de 3 points de base et l'indice haut rendement de 10. Il n'y a pas eu d'émission primaire la semaine dernière.

Le Focus de la semaine : Point sur le dollar

Depuis le début de l'année 2023, la parité euro dollar a poursuivi une dynamique d'appréciation, entamée sur la fin de 2022, mais à un rythme moins soutenu. En effet, sur les 3 derniers mois de l'année dernière, l'euro a affiché une performance de 11,6% contre dollar, alors qu'elle est seulement de 3% depuis le début de l'année. L'avance qu'a pris la FED dans son cycle de resserrement monétaire par rapport à la Banque centrale européenne a joué un rôle important dans l'évolution de la parité. Aux Etats-Unis, les chiffres d'inflation du mois de juin, de nouveau en baisse plus forte que les anticipations du marché, ont été publiés mi-juillet. L'inflation globale atteint 3% et l'inflation sous-jacente ressort à 4,8% en baisse de 50 points de base par rapport au mois précédent. Ces derniers chiffres semblent indiquer que le pic d'inflation est bel et bien derrière nous et que la FED est proche de la fin de son cycle de resserrement monétaire. Ces éléments combinés à des indicateurs d'activités qui prévoient un ralentissement plus important en 2024, ont poussé le dollar à la baisse, allant chercher un point technique important à 1,1270 le 18/07/2023. En Europe, la dernière réunion de la Banque centrale européenne et le discours de Christine Lagarde adoptant un ton un peu moins restrictif, avec pour la première fois la mention de « pause » possible dans son cycle de resserrement monétaire, a inversé la tendance et a permis au dollar de reprendre des couleurs en revenant sur les niveaux de début de mois. Les orientations de banques centrales ont encore beaucoup d'effets sur les taux courts. Le différentiel de taux 2 ans entre l'Europe et les Etats-Unis affiche par ailleurs une corrélation forte avec l'EURUSD, dépassant les -0,9. Le différentiel de taux 2 ans était de 180 points de base fin juillet, toujours sur des points hauts de l'année 2023. Les chiffres d'inflation restent plus que jamais un déterminant des politiques monétaires des banques centrales à court terme et par déclinaison influencent l'évolution des taux courts. La corrélation entre le différentiel de taux 2 ans et l'EURUSD devrait rester forte.



Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	28/07/23	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	5,25	5,25	4,50	2,50	0,25	↑	1,00	↑	3,00	↑
BCE - Taux Repo	4,25	4,00	4,00	2,50	0,50	0,25	↑	1,75	↑	3,75	↑
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,50	3,50	2,00	0,00	0,25	↑	1,75	↑	3,75	↑
Banque d'Angleterre	5,00	5,00	5,00	3,50	1,25	0,00	→	1,50	↑	3,75	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	→	0,00	→	0,00	→
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,95	3,83	3,84	3,87	2,68	12	↑	8	↑	127	↑
Allemagne	2,49	2,47	2,42	2,57	0,83	2	↑	-8	↓	167	↑
France	3,03	2,99	2,95	3,12	1,40	4	↑	-8	↓	163	↑
Italie	4,11	4,08	4,10	4,72	3,17	4	↑	-60	↓	94	↑
Royaume-Uni	4,33	4,28	4,38	3,67	1,96	5	↑	65	↑	237	↑
Japon	0,57	0,45	0,39	0,42	0,21	12	↑	15	↑	36	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	66,3	69,0	76,3	90,6	109,9	-2,7	↓	-24,3	↓	-43,6	↓
Indice Itraxx Crossover	376,1	387,9	411,0	474,1	551,6	-11,8	↓	-98,0	↓	-175,5	↓

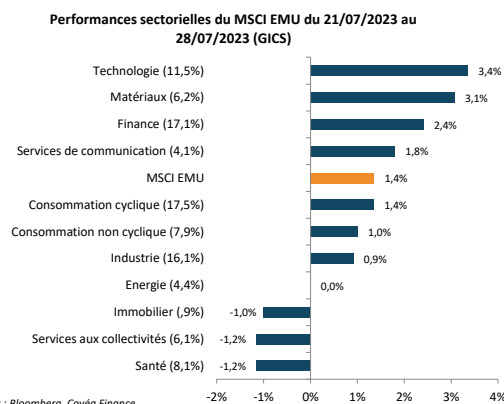
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le marché actions de la zone Euro (MSCI EMU dividendes nets non réinvestis) poursuit sa progression cette semaine avec une hausse de 1,4%. La période est marquée par des divergences sectorielles fortes expliquées en grande partie par la saison de publication de résultats trimestriels des entreprises sur laquelle nous reviendrons plus bas dans le focus de la semaine. Les commentaires sur la croissance économique de la Réserve Fédérale américaine ont également soutenu les marchés et en premier lieu les secteurs les plus sensibles à l'activité, ainsi la technologie (+3,4%), les matériaux (+3,1%) et la finance (+2,4%) forment le trio de tête. A l'inverse l'immobilier (-1%), les services aux collectivités (-1,2%) et la santé (-1,2%) sous performent largement. Notons enfin que l'écart de performance entre la zone Euro et l'Europe se creuse à nouveau et retrouve ses niveaux les plus élevés de l'année à un peu plus de 4 points de pourcentage (MSCI EMU +15,2% et MSCI Europe +10,9%).



Le Focus de la semaine : Point d'étape sur les publications de résultats trimestriels

Un peu plus de la moitié des membres de l'indice MSCI Europe ont maintenant communiqué sur l'arrêt de leurs comptes au 30 juin. De quoi en tirer des premiers enseignements, mais trop tôt bien sûr pour faire des constats définitifs sur la croissance du chiffre d'affaires ou des bénéfices par actions, il est cependant intéressant de souligner que ces deux indicateurs sont en recul de près de 5% pour l'instant, principalement tirés à la baisse par deux secteurs l'énergie et les matériaux (chimie et sociétés minières).

Rappelons que de nombreux avertissements sur résultats ont eu lieu en amont, notamment dans le secteur de la chimie (Croda, DSM Firmenich, BASF, etc.) ou dans le segment des sociétés de technologies médicales. La plupart d'entre elles mettent en avant des sujets de déstockage chez les clients finaux, une normalisation post Covid plus forte qu'attendue ou même des incertitudes sur la vigueur du rebond de la croissance attendu initialement pour le deuxième semestre de l'année. On notera plus particulièrement l'impact des difficultés de financement des biotech sur l'ensemble de la chaîne de valeur que nous avons souligné lors de nos travaux sur les conséquences de la crise bancaire aux Etats-Unis. Sur le deuxième trimestre donc, la croissance organique affichée par les entreprises reste tirée par les prix et non par les volumes, notamment dans les segments liés à la consommation. On notera par exemple chez Unilever des volumes de ventes en recul de 0,3% pour des prix toujours en hausse de plus de 8%, bien qu'en décélération par rapport au T1. Même constat pour Danone avec ici un effet volume négatif plus marqué à -2,3% pour un effet prix de +8,7%. Dans la sphère industrielle, les chiffres publiés sont généralement de bonne facture mais ce sont davantage les prises de commandes qui sont scrutées avec attention. Les sociétés nordiques, parmi les premières à publier traditionnellement (Atlas Copco, Assa Abloy, Epiroc ou encore Metso) ont d'ailleurs déçu sur ce point en affichant une stabilité ou même une légère baisse des commandes. Schneider Electric affiche également un carnet de commandes record mais avec une modération de la demande dans certains segments (immobilier résidentiel notamment). A l'inverse, deux marchés finaux s'en sortent mieux, l'automobile et l'aéronautique. Les premiers montrent qu'ils continuent de bénéficier de la fin des perturbations de leur chaîne d'approvisionnement à l'image de Stellantis qui revoit à la hausse ses perspectives pour l'année, notamment en Europe. Les seconds, bénéficient de la reprise du trafic aérien, des équipementiers à l'avionneur (Safran, Airbus) même si la bonne santé des fournisseurs reste à suivre de près dans un contexte de montée en cadence de production.

Enfin, en ce qui concerne la technologie, on notera le ralentissement de la croissance dans les services, témoignage d'un contrôle des dépenses surement un peu plus prompt de la part des clients (Alten, Cap Gemini) et surtout une visibilité un peu moins forte sur les dépenses d'investissement dans le domaine des semi-conducteurs que nous avons pu interpréter au travers des commentaires du géant européen ASML et ceux d'un de ses principaux clients TSMC.

Dans un environnement qui se complexifie, ces périodes de publications constituent notre matière première principale pour jauger des évolutions des dynamiques de marché et de l'adaptation des modèles des entreprises tels que nous le décrivons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Julien Chevalier

Responsable d'équipe Gestion Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	28/07/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois		
MSCI EMU	152	150	147	132	130	1,4	↑	2,9	↑	15,2	↑
MSCI EMU Mid Cap	978	964	937	907	915	1,5	↑	4,3	↑	7,8	↑
MSCI EMU Small Cap	419	418	398	370	359	0,2	↑	5,2	↑	13,1	↑
MSCI Europe	158	156	153	143	145	1,1	↑	3,0	↑	10,9	↑
France CAC 40	7 476	7 433	7 313	6 474	6 339	0,6	↑	2,2	↑	15,5	↑
Allemagne DAX 30	6 517	6 401	6 312	5 693	5 434	1,8	↑	3,2	↑	14,5	↑
Italie MIB	29 500	28 855	27 928	23 856	21 932	2,2	↑	5,6	↑	23,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 694	7 664	7 472	7 452	7 345	0,4	↑	3,0	↑	3,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 974	8 853	8 675	8 417	8 773	1,4	↑	3,5	↑	6,6	↑

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

Analyse de l'évolution des marchés

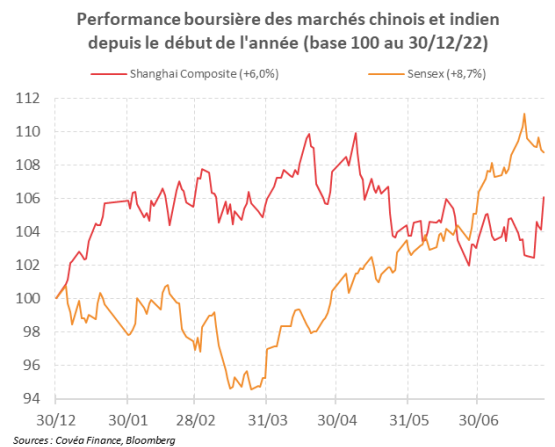
Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine a été haussière en Asie. Les marchés chinois ont fortement rebondi alors que les attentes concernant les mesures de soutien à l'économie se précisent. En effet, la réunion du Politburo a montré la volonté des autorités chinoises de prendre des mesures à l'égard de son secteur immobilier, ainsi qu'un soutien plus fort au secteur privé, à la consommation et à la demande intérieure. Dans ce contexte, comme souvent lorsque la configuration de marché est en faveur des marchés chinois, l'Inde sous-performe assez nettement dans la région asiatique. Dans les nouvelles transverses, Stellantis et Samsung SDI (champion coréen des batteries pour véhicules électriques) ont conclu un accord pour construire une deuxième usine de batteries aux Etats-Unis pour une mise en production prévue en 2027. Par ailleurs, notons que le gouvernement indien a rejeté la proposition d'investissement d'un milliard de dollars de BYD en Inde, invoquant des raisons de sécurité nationale. Au sein du secteur technologique, TSMC va investir 2,8 milliards de dollars à Taiwan pour construire une usine de packaging de semi-conducteurs liés aux IA génératives. Enfin, dans le cadre des tensions diplomatiques entre les pays et toujours au sujet des semi-conducteurs, le Japon a ajouté des semi-conducteurs avancés à sa liste de contrôle des exportations, un mouvement qui aligne les Etats-Unis et le Japon dans la volonté de limiter l'accès à ces technologies à la Chine. A Wall Street, les indices poursuivent leur progression (S&P500 +1% et Nasdaq +2%) dans un contexte marqué par une hausse largement anticipée du taux des Fed Funds et des publications contrastées de résultats des entreprises. Le marché des actions reste toutefois soutenu par les commentaires récents de la Fed qui écartent les risques d'une récession en 2023. En termes sectoriels, les valeurs immobilières et de services publics, pénalisées par la remontée des rendements obligataires ont sensiblement sous-performé. L'énergie et les matières premières surperforment, tirant parti d'une conjoncture domestique résiliente et des attentes liées au nouveau plan de relance chinois. Le secteur des services de communication progresse de près de 7%, porté par les bonnes publications trimestrielles d'Alphabet et Meta. Parallèlement, en cohérence avec l'accord de Bâle III, la Fed, l'OCC (Office of the Comptroller of the Currency, autorité de surveillance bancaire, placée sous le contrôle du Trésor) et le FDIC (autorité de garantie des dépôts bancaires) ont conjointement proposé une modification des exigences de capitaux pour les banques américaines de plus de \$100 Mds d'actifs ainsi que des règles plus strictes concernant la comptabilisation des pertes dans les portefeuilles-titres. On estime qu'à l'horizon 2028, les nouvelles règles devraient déboucher sur une augmentation d'environ 16% des ratio de fonds propres durs agrégés (environ \$155 Mds de fonds propres supplémentaires vs. \$960 Mds au 2T23) et, très probablement, une réduction sensible des retours aux actionnaires.

Le Focus de la semaine : Le moulage sous pression, un procédé révolutionnaire pour l'industrie automobile ?

Depuis que Tesla a adopté la technologie de moulage sous pression dans la fabrication du soubassement arrière de ses modèles en 2020, le constructeur a élargi son utilisation et attisé la curiosité des autres constructeurs. En effet, les grands moulages sous pression de pièces majoritairement en aluminium permettent de remplacer 70 à 100 pièces par une seule ; par exemple l'avant ou l'arrière complet d'un véhicule. Cela réduit considérablement la complexité de la production pour les constructeurs automobiles. Plus économique, plus rapide, plus fiable, elle permet également de réduire le poids total du véhicule (élément critique, notamment pour le véhicule électrique). Ainsi, les dépenses d'investissement liées à l'installation de la machine de moulage pour le constructeur sont largement inférieures aux sommes précédemment déboursées pour l'achat de machines-outils et/ou robots servant à fabriquer et assembler les pièces. Tesla revendique ainsi une baisse de 40% des coûts de fabrication / assemblage de ces pièces moulées par rapport à la méthode traditionnelle, et a retiré 600 robots de ses lignes de production. Depuis, Toyota, mais également Hyundai, General Motors, Volvo et des constructeurs chinois ont annoncé une utilisation actuelle ou future de cette technologie dans leurs lignes de production, dans un objectif clair de réduction des coûts. Notons néanmoins que cette technologie a ses propres limites : une utilisation plus complexe lorsque le nombre de modèles au catalogue du constructeur est important, et une réparabilité des pièces en cas d'accident du véhicule plus difficile (et plus coûteuse). Sur le premier point, Tesla ayant un très faible nombre de modèles disponibles à la vente dispose d'un certain avantage compétitif. Il s'agira désormais de dessiner le paysage des acteurs considérés comme les sociétés innovantes, tels que les fabricants de presse de moulage et bénéficiaires de leur adoption (Idra, Buhler), des acteurs qui subissent mais qui s'adaptent (Toyota et autres constructeurs) et enfin des acteurs qui pourraient en pâtir (fabricants de robots pour l'automobile).



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Notons néanmoins que cette technologie a ses propres limites : une utilisation plus complexe lorsque le nombre de modèles au catalogue du constructeur est important, et une réparabilité des pièces en cas d'accident du véhicule plus difficile (et plus coûteuse). Sur le premier point, Tesla ayant un très faible nombre de modèles disponibles à la vente dispose d'un certain avantage compétitif. Il s'agira désormais de dessiner le paysage des acteurs considérés comme les sociétés innovantes, tels que les fabricants de presse de moulage et bénéficiaires de leur adoption (Idra, Buhler), des acteurs qui subissent mais qui s'adaptent (Toyota et autres constructeurs) et enfin des acteurs qui pourraient en pâtir (fabricants de robots pour l'automobile).

Kenn Gagnon

Responsable d'équipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	28/07/23	J-7	29/06/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			en €		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	4 582	4 536	4 396	3 840	4 130	1,0	4,2	19,3	10,9	2,0	2,8	16,0	2,9
Etats-Unis - Dow Jones	35 459	35 228	34 122	33 147	32 845	0,7	3,9	7,0	8,0	1,6	2,5	4,0	0,2
Etats-Unis - Nasdaq	14 317	14 033	13 591	10 466	12 391	2,0	5,3	36,8	15,5	3,0	3,9	32,9	7,2
Japon Nikkei 300	484	478	486	401	411	1,2	-0,4	20,7	17,8	2,7	0,8	9,1	3,2
Corée du Sud KOSPI	2 608	2 610	2 550	2 280	2 452	-0,1	2,3	14,4	6,4	1,9	4,6	9,5	0,7
Chine - Shanghai	3 276	3 198	3 182	3 089	3 253	2,4	2,9	6,0	0,7	3,9	2,9	-0,9	-12,1
Hong Kong Hang Seng	19 917	19 075	18 934	19 781	20 157	4,4	5,2	0,7	-1,2	5,7	4,3	-2,1	-7,6
Marchés Emergents - MSCI	1 043	1 015	987	956	994	2,8	5,7	9,1	5,0	3,8	4,2	6,0	-2,6

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Recyclage textile, une réglementation à demi-mesure

Si l'industrie textile génère de nombreux emplois à travers le monde, elle est également l'une des industries les plus polluantes avec plus de 1,2 milliards de tonnes d'équivalent CO2 émis par an. A titre de comparaison, c'est plus que l'impact des vols internationaux et du trafic maritime réunis. Selon l'Ademe*, plus de 100 milliards de vêtements sont vendus chaque année dans le monde et la production de l'industrie aurait doublé entre 2000 et 2014. Certains s'inquiètent des tendances de consommation actuelles portées par des acteurs de la *fast-fashion* tels que la société Shein qui commercialise plus de 8 000 nouvelles références chaque jour à des prix très agressifs et dont l'introduction en Bourse semble se préciser. Selon certaines projections, si les tendances actuelles de consommation se poursuivent, le secteur textile pourrait représenter jusqu'à 26% des émissions globales de GES à horizon 2050.

Au vu de son impact sur l'environnement et sur la biodiversité, l'industrie se doit de favoriser aujourd'hui davantage la seconde vie des matières textiles. La collecte est la première étape de valorisation des textiles et chaussures usagés. En 2022, le volume de Vêtements, Linge de maison et Chaussures (VLC) usagés collectés s'est élevé à 260 403 tonnes en France, une hausse de +6% en comparaison avec 2021. Les acteurs de la collecte sont très majoritairement des entreprises relevant de l'Economie Sociale et Solidaire, principalement des associations mais également des entreprises du secteur privé ou de l'économie mixte. La collecte s'effectue à travers 47 406 Points d'Apport Volontaire (PAV), soit un maillage territorial de 1 PAV pour 1 422 habitants, avec un rendement moyen de 5,5 tonnes de VLC par an.

L'étape suivante consiste à déterminer la seconde vie des VLC collectés à travers les opérations de tri. L'an passé, 187 609 tonnes ont été triées, soit 23% de la mise en marché et 72% des volumes collectés. L'écart entre les volumes collectés et les volumes triés s'explique par trois facteurs : les tonnages cédés à des opérateurs de tri non-conventionnés, les VLC de bonne qualité adressés directement en réemploi en France et dans les pays limitrophes et enfin les déchets de collecte (textiles souillés ou humides, erreurs de dépôts etc.). En France, 48% des volumes triés ont été réalisés par Le Relais, une Entreprise à But Socio-Économique où la performance économique ne constitue pas une finalité mais un moyen de servir le plus grand nombre.

De ces activités de tri, la réutilisation est la méthode de valorisation la plus courante en France, elle représente 59% des volumes de tri et permet à un déchet d'être utilisé à nouveau en détournant éventuellement son usage initial. Sur les 111 000 tonnes aptes à la réutilisation, moins de 10 % sont revendues en France, la plupart sont ainsi exportées sous le code douanier « friperie » essentiellement en Afrique (35%), dans le reste de l'Europe (31%) et en Asie (24%).

Deuxième débouché des volumes collectés et triés (31%), le recyclage consiste à utiliser la matière première d'un déchet pour fabriquer un nouvel objet. Néanmoins, cette pratique est encore limitée puisque l'un des freins à son développement est la capacité à séparer en amont les différentes matières textiles composant le vêtement. Cette opération nécessite un système de reconnaissance des matières qui soit fiable, rapide, non destructif et économique, ce que ne permet pas le tri manuel. Une certaine automatisation est ainsi nécessaire avec des équipements équipés de spectromètre. Ce dernier permet d'analyser la composition d'un échantillon à l'aide d'une onde électromagnétique (appelée proche infrarouge ou NIR) et de la production d'un spectre qui représente la signature chimique de l'échantillon. Tous les acteurs identifiés en Europe utilisent cette technologie pour la reconnaissance des matières, celle-ci à l'avantage de rester relativement abordable mais présente certaines limites (exemple : cas d'une structure 3D non homogène). Certaines sociétés cotées commercialisent cette technologie telles que Tomra.

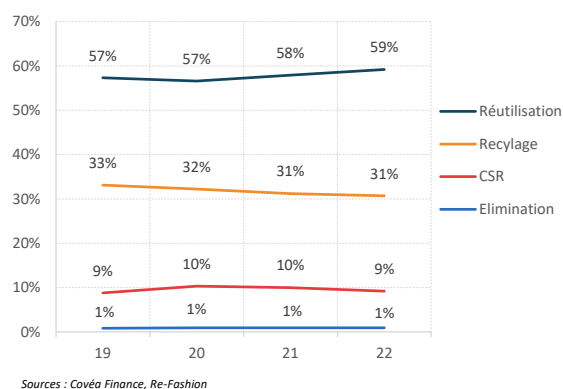
Enfin, dans le cas où les VLC ne sont ni réutilisables, ni recyclables, ils permettent également la production de Combustibles Solides de Récupération (CSR) pour être ensuite brûlés dans des chaudières ou fours en cimenterie généralement ou en usine d'incinération. Cette valorisation énergétique représente 9 à 10 % des VLC triés.

En juillet 2023 et pour favoriser la valorisation des déchets textiles, les États membres de l'Union européenne ont convenu d'interdire la destruction des vêtements invendus. Les entreprises de taille moyenne (moins de 250 employés) bénéficieront d'une période de transition fixée à quatre ans, tandis que les entreprises inférieures à 50 personnes seront exemptées. Cette loi fait suite à de nombreuses accusations portées envers les géants de l'industrie. En 2017, un média danois accusait H&M de brûler 12 tonnes de vêtements invendus par an, tandis que Burberry annonçait en 2018 avoir détruit pour 31 millions d'euros d'invendus. En France, cette obligation est reprise par la loi anti-gaspillage pour une économie circulaire effective depuis le premier janvier 2022. Selon l'Ademe, les invendus non-alimentaires auraient représenté 3% du chiffre d'affaires des entreprises françaises en 2019, soit 4 milliards d'euros de valeur marchande tandis que 10 000 à 20 000 tonnes de vêtements neufs seraient détruits chaque année.

Cependant, certains alertent sur les effets pervers de cette loi notamment sur l'objectif à long terme de réduire la production à la source. La manière la plus courante pour écouler les surplus de production est l'utilisation des promotions et des soldes. Les produits restants après cette phase deviennent les invendus et passent ainsi directement au statut de déchet sans connaître une première vie. Cela remet en cause l'un des principes de l'économie circulaire, à savoir la maximisation du nombre de cycles et permet d'oublier que l'invendu le plus vertueux est celui qui ne sera pas produit.

*ADEME : Agence de la transition énergétique

Résultat du tri dans les centres en France (2019-2022)



Ludovic Martins

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

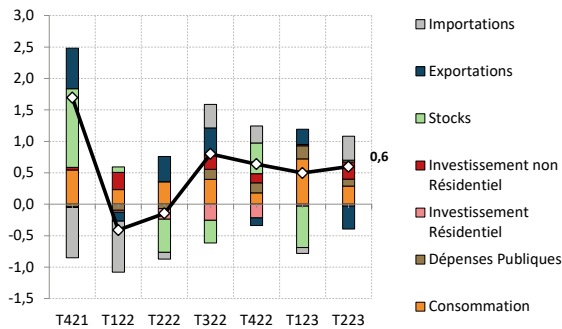
États-Unis

« La croissance américaine affiche sa résistance »

Selon l'estimation provisoire du *Bureau of Economic Analysis*, le **Produit Intérieur Brut américain a progressé de 0,6% en glissement trimestriel au deuxième trimestre (T2), après 0,5% au premier trimestre**. Cette légère accélération est enregistrée malgré un affaiblissement de la consommation qui ne progresse que de 0,4% sur le trimestre (+1% au T1), en lien avec une modération des achats de biens durables. Le principal soutien à l'activité est venu des entreprises, avec des dépenses d'investissement non résidentiel très solides (+1,9%, meilleure performance depuis le T4 2021). La vigueur concerne à la fois les dépenses en biens d'équipements (+2,6% sur le trimestre) qui se reprennent après deux trimestres de contraction, mais aussi les dépenses en infrastructures (+2,3%). Cette composante enregistre un troisième trimestre de forte progression, ce qui reflète le dynamisme des dépenses dans le secteur manufacturier qui

affichent une croissance de plus de 50% en rythme annuel. Cette flambée doit être mise en relation avec les dispositifs d'incitation mis en œuvre par l'administration Biden (Chips Act dans les semi-conducteurs et IRA dans les énergies vertes, voir édito) qui subventionnent le développement de capacités de production sur le sol américain. En témoigne la trajectoire des dépenses de construction dans le secteur manufacturier des composants informatiques, électroniques et électriques (dont semi-conducteurs, batteries...) qui, selon les estimations du Census Bureau, sont passées de 33 Mds\$ en mai 2022 à 112 Mds\$ en mai 2023 (valeur, données annualisées). Par ailleurs, les dépenses d'investissement liées à la propriété intellectuelle sont également bien orientées au T2 (+1% en glissement trimestriel), tirées par les dépenses en logiciels (+1,8%) et la recherche et développement (+0,4%). En revanche, les dépenses liées à la création artistique s'inscrivent en légère baisse (-0,3%), un mouvement qui pourrait s'amplifier au troisième trimestre en répercussion de la grève des scénaristes (depuis le 2 mai) et des acteurs (depuis le 13 juillet) qui touche Hollywood et qui pourrait faire chuter l'activité dans l'industrie du cinéma. Dans l'investissement résidentiel, la correction s'est poursuivie, mais à un rythme toutefois moins prononcé (-1% en glissement trimestriel). Du côté du commerce extérieur, les importations et les exportations ont reculé dans des proportions comparables (respectivement -2% et -2,8% en glissement trimestriel), ce qui laisse le déficit commercial stable à près de -1200 Mds\$. Les dépenses publiques affichent une progression modeste sur le trimestre (+0,6% en glissement trimestriel) et contribue très légèrement à la croissance. Enfin, pour le deuxième trimestre consécutif, la variation des stocks a été presque nulle, ce qui peut être considéré favorablement pour la croissance des prochains trimestres.

Etats-Unis : Contribution à la croissance trimestrielle (Volume, AVS)



Sources : BEA, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	juin-23	697	715	769	637
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	juil.-23	117,0	110,1	112,7	104,5
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	juil.-23	71,6	64,4	77,6	59,0
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	juin-23	4,7	4,1	1,9	-6,2
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	juin-23	2,4	2,2	8,3	2,7
PIB	Vol, CVS, GA%	T2 23	2,6	1,8	5,9	2,1

*Du 24/07/2023 au 30/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La croissance de l'indice du coût de l'emploi (ECI) a ralenti à 1% en glissement trimestriel au deuxième trimestre (T2), après 1,2% au T1, et enregistre ainsi sa plus faible progression depuis le T2 2021. Cette modération permet un fléchissement de la croissance annuelle à 4,5%, un rythme en décélération, mais toujours trop élevé pour être compatible avec un retour durable de l'inflation vers sa cible de 2%. Ainsi **du point de vue de la Réserve fédérale, cette publication peut être vue comme un nouveau pas dans la bonne direction, mais ne permet pas d'exclure une poursuite du resserrement (voir focus)**.

Concernant l'inflation, les prix des dépenses personnelles de consommation s'inscrivent en hausse modeste en juin (+0,2% en glissement mensuel). La croissance annuelle des prix fléchit ainsi à 3%, après 3,8% en mai, ce qui reflète également des effets de base favorables. Un mouvement similaire est enregistré pour les prix hors alimentation et énergie (+0,2% en glissement mensuel, plus faible hausse séquentielle depuis septembre 2021) et leur croissance annuelle se réduit à 4,1% (4,7% en mai). Dans ce contexte d'apaisement des pressions inflationnistes, **les dépenses de consommation en volume affichent une hausse solide de 0,4%, confirmant la résistance de la consommation au deuxième trimestre**. La vigueur des achats est généralisée, avec des augmentations dans les biens durables (+1,7% en glissement mensuel), les biens non durables (+0,4%) et les services (+0,1%). Le revenu nominal ne progresse que de 0,3% sur le mois, malgré la bonne dynamique des salaires (+0,5%), ce qui reflète une faiblesse des revenus des actifs financiers (-0,2%). Le rythme de progression de la consommation excédant celui du revenu, le taux d'épargne des ménages diminue de 0,3 point à 4,3% du revenu disponible. Les ménages continuent de puiser dans l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire, une manne qui se réduit mais reste suffisamment importante pour soutenir la consommation dans les prochains mois.

Du côté de l'activité, les enquêtes PMI sont contrastées en juillet. L'indicateur PMI manufacturier a progressé, passant de 46,3 à 49 points, un niveau qui renvoie toujours à une contraction de l'activité. Les composantes nouvelles commandes et production se sont redressées. En revanche, le PMI services, qui faisait part d'une résistance de l'activité ces derniers mois, a reculé de 2 points à 52,4, reflétant une croissance modeste de l'activité. Cette publication suggère une modération de la dynamique d'activité à l'entrée du T3.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

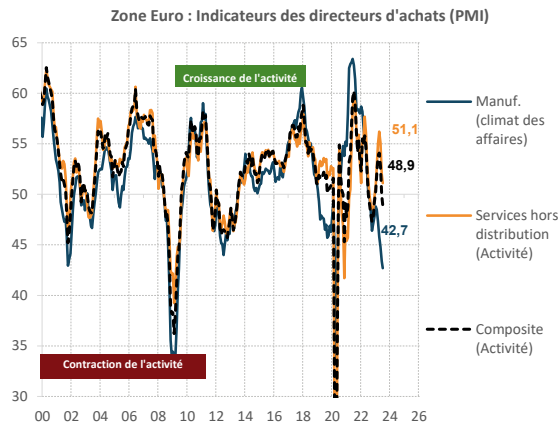


Suivi Macroéconomique

Europe

« Les principaux pays de la zone euro affichent une croissance contrastée »

En France, la croissance du PIB au deuxième trimestre est ressortie plus forte qu'attendu à 0,5% en glissement trimestriel (contre +0,1% lors du trimestre précédent). Le commerce extérieur a été le principal moteur de la croissance, du fait d'une augmentation des exportations plus marquée que celle des importations. Les exportations sont en effet en hausse de 2,8% par rapport au trimestre précédent, tirées par les matériels de transport (+11,2% en glissement trimestriel) et le rebond dans la cokéfaction et raffinage (+10,3%). En revanche, la croissance a de nouveau été freinée par la faiblesse de la demande domestique. La consommation des ménages recule de 0,4% au deuxième trimestre, en raison d'une nouvelle baisse de la consommation alimentaire, qui diminue pour le sixième trimestre consécutif.



Sources : S&P Global, Covéo Finance

Dernier point : juil 2023

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
ZE	PMI Services	Indice	juil.-23	51,1	52,0	53,6	52,1
	PMI Manuf.	Indice	juil.-23	42,7	43,4	60,2	52,1
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA%	juin-23	3,0	4,0	4,3	6,4
AL	PMI Services	Indice	juil.-23	52,0	54,1	53,1	51,1
	PMI Manuf.	Indice	juil.-23	38,8	40,6	61,6	51,8
	Ifo - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	juil.-23	81,6	82,7	100,1	84,3
	PIB	Val, CVS, GA%	T2 23	-0,1	-0,3	3,1	1,9
FR	PMI Services	Indice	juil.-23	47,4	48,0	53,8	53,7
	PMI Manuf.	Indice	juil.-23	44,5	46,0	56,7	51,8
	PIB	Val, CVS, GA%	T2 23	0,9	0,9	6,4	2,5
ES	PIB	Val, CVS, GA%	T2 23	1,8	4,2	5,5	5,5
RU	PMI Services	Indice	juil.-23	51,5	53,7	56,1	53,7
	PMI Manuf.	Indice	juil.-23	45,0	46,5	59,2	51,6

*Du 24/07/2023 au 30/07/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

consommation (+2,5% après +2,8%). Le ralentissement de la dynamique de prêts fait écho aux données de l'enquête trimestrielle sur les conditions de crédit (*Bank Lending Survey*), publiée par la BCE. Ainsi, les banques interrogées font état d'un nouveau durcissement des conditions d'octroi au deuxième trimestre, toutefois moins prononcé qu'au premier trimestre. Du côté de la demande, les banques rapportent une forte diminution de la demande de prêts des entreprises au deuxième trimestre, qui s'inscrit à un plus bas depuis le début de l'enquête en 2003. Concernant les prêts immobiliers, les banques de la zone euro font également état d'un fort recul de la demande, mais l'ampleur de ce recul a néanmoins été plus faible qu'au cours des deux trimestres précédents.

Les différentes données d'enquêtes publiées sur la semaine font état d'un ralentissement de l'activité en juillet et d'une détérioration des perspectives en zone euro. L'enquête PMI rapporte en effet la plus forte contraction de l'activité en huit mois, l'indicateur PMI composite de juillet s'étant établi à 48,9. Le déclin de l'activité a été tiré à la fois par le ralentissement de la dynamique de croissance dans les services, mais surtout par le repli de l'indicateur manufacturier, au plus bas depuis mai 2020. La dégradation des indicateurs prospectifs de l'enquête, tels que les perspectives d'activité et le volume des nouvelles affaires, fait en outre craindre un renforcement du ralentissement de l'activité au cours des prochains mois. En parallèle, l'indicateur de sentiment économique (ESI) décline en juillet, en raison de la détérioration de l'indice dans les services et l'industrie.

Par pays, la détérioration de la conjoncture a été particulièrement marquée en France en juillet (selon l'enquête PMI), la baisse de l'activité s'étant accélérée tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services. En Allemagne, l'enquête PMI fait également part d'un repli de l'activité en juillet, en raison d'une contraction particulièrement marquée dans le secteur manufacturier. Dans le même temps, l'indicateur d'enquête Ifo (qui reflète le moral des entreprises allemandes) s'est dégradé en juillet pour le 3^{ème} mois consécutif et suggère que le redressement de l'économie allemande pourrait être plus lent qu'attendu.

Au Royaume-Uni, l'enquête PMI fait état d'une stagnation de l'activité en juillet. L'enquête révèle une aggravation du déclin du secteur manufacturier accompagnée d'un nouveau ralentissement de la croissance dans le secteur des services.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

Asie

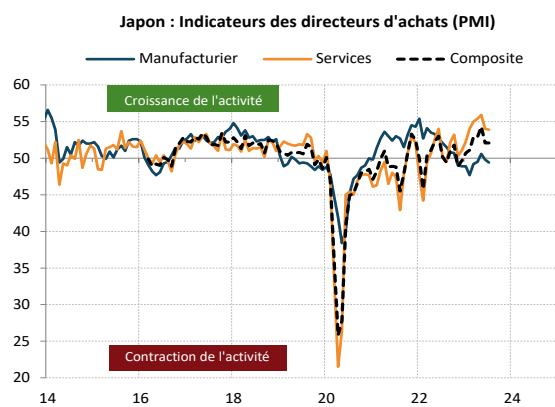
« Le politburo donne les grandes orientations du soutien à l'activité »

Les autorités chinoises s'engagent à renforcer le soutien à l'économie. Les membres du Politburo, l'organe décisionnel le plus important du parti communiste chinois, se sont rassemblés le 24 juillet dans le cadre d'une de leurs trois réunions annuelles consacrées aux questions économiques. Cette rencontre était particulièrement attendue du fait des nombreuses spéculations sur la mise en place d'un nouveau plan de soutien à la suite du ralentissement prononcé de l'activité observé au deuxième trimestre. Néanmoins, le communiqué de presse publié à l'issue de la réunion reste très vague et non chiffré. Des axes de soutien sont certes annoncés ou réitérés mais leur ampleur, et parfois les mesures concrètes qui doivent en découler, demeurent inconnus.

Certes, le gouvernement chinois reconnaît les difficultés croissantes de l'économie, citant notamment une demande domestique insuffisante, de potentiels risques sur certains secteurs clés et des difficultés liées à l'environnement international. Toutefois, selon le Politburo, il s'agit d'obstacles de court terme alors que les perspectives resteraient favorables à moyen et long terme. Cette interprétation implique ainsi un recours à des politiques de nature contra-cyclique plutôt que structurelle.

Le Politburo a réitéré son engagement en faveur d'un renforcement du soutien budgétaire par le biais de réductions d'impôts et d'une accélération de l'émission d'obligations des administrations locales (qui alimentent les investissements en infrastructures). De façon plus atypique, il a mis l'accent sur le renforcement de la consommation via un soutien aux revenus des ménages. Des aides ciblées sur l'automobile, les produits électroniques, les appareils ménagers et même certains services (divertissement, loisirs, tourisme) ont notamment été évoquées.

De plus, les autorités adoptent un ton beaucoup plus souple sur le secteur immobilier. Pour la première fois depuis 2018, le communiqué de presse n'a pas réitéré que « les logements sont faits pour y vivre, pas pour spéculer ». En introduisant des restrictions sur le marché de l'immobilier au cours des dernières années, les autorités cherchaient à canaliser une demande considérée comme excessive. Avec la dégradation du secteur, elles considèrent que l'équilibre offre-demande est désormais propice à un assouplissement des restrictions. Quelque jour après cette réunion, le ministre du logement a annoncé un assouplissement significatif de l'attribution du statut de primo-accédant qui confère des avantages considérables pour acquérir un logement. Auparavant, un individu ne pouvait pas



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	PMI Services	Indice	juil.-23	53,9	54,0	48,2	50,4
	PMI Manuf.	Indice	juil.-23	49,4	49,8	52,7	52,1
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	juil.-23	51,5	53,2	52,9	49,1
	PMI Manufacturier	Indice	juil.-23	49,3	49,0	50,5	49,1

*Du 24/07/2023 au 30/07/2023 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

prétendre à ce statut s'il avait déjà contracté un crédit alors que désormais le fait d'accéder pour la première fois à la propriété est le seul critère d'attribution.

Enfin, le Politburo souhaite la création d'un plan de résolution de la dette des autorités locales pour prévenir leurs difficultés financières ou trouver des solutions aux situations déjà alarmantes. Les autorités adoptent ainsi un ton plus souple en ouvrant la porte à une assistance de l'Etat central aux autorités locales, dont certaines ont déjà exprimés leurs difficultés à honorer le service de leur dette.

La semaine dernière a également été marquée par des changements de postes au sommet de l'Etat chinois. Après avoir disparu de la scène publique depuis plus d'un mois, officiellement pour des raisons de santé, Qin Gang a été démis de ses fonctions de ministre des Affaires étrangères après seulement 7 mois en poste. Cet ancien ambassadeur à Washington et proche de Xi Jinping sera remplacé par son prédécesseur à ce poste, Wang YI. Par ailleurs, Pan Gongshen a été nommé gouverneur de la Banque populaire de Chine. Il cumulera ainsi cette fonction avec celle de Secrétaire du comité de la Banque populaire de Chine du Parti communiste chinois à laquelle il a été nommé il y a quelques semaines. Ancien responsable de l'agence publique de gestion des taux de changes, il sera chargé au cours des prochains mois de participer à la mise en place du soutien à l'activité.

Au Japon, l'enquête PMI rapporte une légère modération de l'activité en juillet. Après un solide redressement au premier semestre, l'économie japonaise montre désormais des signes de stabilisation. Le recul des composantes « nouvelles commandes » de l'enquête est notamment le reflet d'un ralentissement de la demande. L'activité reste tirée par la forte expansion dans le secteur des services, dont l'indice PMI reste très élevé à 53,9. En revanche, l'activité manufacturière continue de décliner légèrement avec un indice à 49,4.

Sur le plan structurel, le Japon reste affecté par l'accélération de son déclin démographique. Le nombre de japonais a reculé de 800 523 sur l'année 2022, une baisse record, pour atteindre un total de 122,4 millions de japonais début 2023. Ce recul n'a été que partiellement compensé par la hausse de 289 498 des résidents étrangers, portant leur total à 2,99 millions, un plus haut historique.

En Corée du Sud, l'accélération du PIB à 0,6% en glissement trimestriel au deuxième trimestre (après 0,3% au T1) masque le maintien d'importantes faiblesses domestiques et internationales. Cette progression est en effet essentiellement liée au recul marqué des importations (-4,2%) sur le trimestre qui dépasse le déclin des exportations (-1,8%) et permet ainsi une contribution favorable de la balance commerciale à la croissance du PIB. En revanche, les composantes de la demande domestique (consommation, investissements et dépenses publiques) s'inscrivent en baisse sur le trimestre. Face au maintien de fragilités du secteur financier, la Banque de Corée a également annoncé un renforcement des mesures de soutien à la liquidité qui avaient été initialement introduites à la suite des perturbations financières fin 2022.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



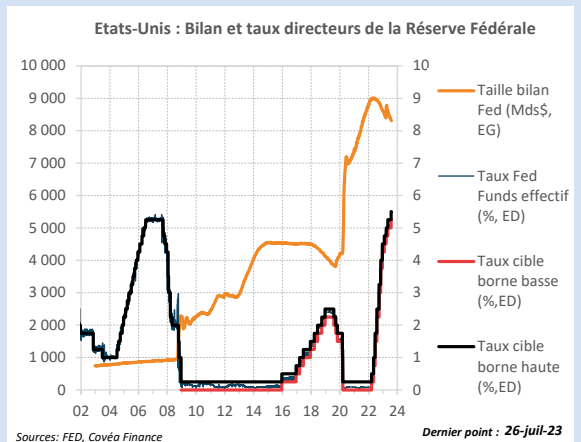
Suivi Macroéconomique

Focus : De crainte de trop en faire, les banques centrales naviguent à vue.

La Réserve Fédérale poursuit le resserrement, mais adopte un ton plus prudent...

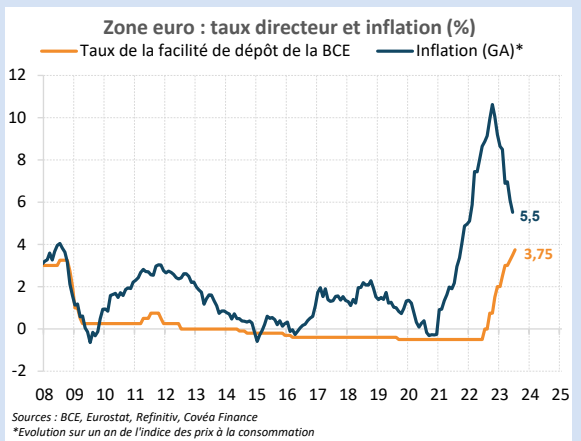
Le comité de politique monétaire (FOMC) de la Réserve fédérale a décidé comme attendu de relever de 25 points de base la fourchette cible du taux directeur, la portant ainsi à [5,25% ; 5,5%]. Si le communiqué accompagnant cette décision (unanime) est quasiment inchangé et contient toujours un biais haussier, le Président Jerome Powell a reconnu que les avis au sein du FOMC sont variés quant à la suite à donner à cette 11^{ème} hausse de taux. Il a insisté sur le fait que les décisions futures se prendront réunion par réunion et seront dépendantes de l'évolution des données. Jerome Powell n'a pas souhaité préciser si les prévisions individuelles des membres du comité publiées en juin, qui prévoyaient deux hausses de taux d'ici la fin d'année, sont toujours d'actualité et a plutôt insisté sur la dépendance de la politique à l'égard des données. D'ici la prochaine réunion du FOMC, deux rapports d'inflation, deux rapports d'emploi et l'indice du coût de l'emploi (ECI, voir supra) seront publiés, autant d'information qui détermineront la décision du 20 septembre. Il a également déclaré que si les conditions de financement se détendent trop, le comité devra vraisemblablement resserrer davantage.

Le Président a exclu une baisse de taux en 2023, mais un assouplissement pourrait intervenir l'année prochaine si le comité estime que la baisse de l'inflation est suffisamment crédible et durable pour ramener le taux directeur vers une position moins restrictive. Interrogé sur la poursuite du resserrement quantitatif (baisse de 95 Mds\$ chaque mois de la détention de titres de la Réserve fédérale), il n'a pas repoussé l'idée que la Réserve fédérale puisse mener de front la diminution de son bilan et un éventuel assouplissement de la politique de taux en 2024, ce qui pourtant ne manquerait pas de poser un problème de cohérence de la politique monétaire. Par ailleurs, concernant les perspectives économiques, les équipes d'économistes de la Réserve fédérale ont revu à la hausse leur scénario de croissance et n'envisagent désormais plus une récession d'ici la fin d'année, mais un ralentissement contenu de la dynamique d'activité. Une appréciation qui rentre en résonance avec la publication supérieure aux attentes de la croissance américaine au deuxième trimestre (voir infra).



... tout comme la Banque centrale européenne qui ouvre la voie à une possible pause en septembre...

La Banque centrale européenne (BCE) a relevé ses taux directeurs de 25 points de base. Le taux de la facilité de dépôt passe ainsi à 3,75%, le taux des opérations principales de refinancement à 4,25% et celui de la facilité marginale de prêts à 4,50%. Par ailleurs, la BCE a également modifié le taux de rémunération des réserves obligatoires. Ainsi, à compter du 20 septembre, la rémunération des réserves obligatoires déposées par les banques commerciales (qui correspondent à 1% des dépôts de leurs clients) passera à 0% (contre un taux de rémunération égale au taux de la facilité de dépôt actuellement). Cette décision, qui intervient dans un contexte de liquidités toujours abondantes en Zone euro, a été justifiée par une logique de meilleure transmission du resserrement monétaire. On peut aussi y voir un moyen de compenser en partie les pertes enregistrées par la BCE, engendrées par la hausse des taux et la dépréciation des actifs détenus dans son bilan.



Durant la conférence de presse, Christine Lagarde a ouvert la voie à une possible pause dans le resserrement monétaire lors de la réunion de septembre, et a rappelé que les décisions de la BCE demeurent dépendantes aux données. Selon elle, la transmission de la politique monétaire commence à se matérialiser assez clairement, à l'image des données de prêts bancaires ou des résultats de l'enquête trimestrielle auprès des banques publiés en amont de la réunion (voir supra). C. Lagarde a également souligné la baisse de l'inflation (qui a atteint 5,5% en zone euro en juin) même si elle se maintient toujours au-delà de l'objectif de 2%. La Présidente de la BCE a indiqué que les déterminants de la hausse des prix évoluent : les pressions extérieures (tels que les prix énergétiques) se réduisent, alors que les pressions domestiques, comme la hausse des salaires et le maintien de marges élevées, deviennent un moteur de plus en plus important de l'inflation. C. Lagarde a rappelé que la BCE demeurerait dépendante aux données : ainsi, les futures données économiques publiées d'ici la réunion du 14 septembre permettront à la banque centrale d'arbitrer entre une nouvelle hausse de taux ou une pause. C. Lagarde a en revanche indiqué que même si une pause était décidée en septembre, une poursuite du resserrement monétaire lors des réunions suivantes serait possible.

Suivi Macroéconomique

... tandis que la Banque du Japon réduit la voilure de son assouplissement monétaire.

Flexibilisation du contrôle de la courbe des taux

A l'occasion de sa réunion du 27-28 juillet, la Banque du Japon (BoJ) a annoncé la mise en place d'une politique monétaire un peu moins accommodante en flexibilisant le contrôle de sa courbe des taux. Elle cible toujours un taux souverain à 10 ans nul, avec une fourchette de fluctuation admise de plus ou moins 50 points de base, mais la BoJ indique que ces bornes sont désormais considérées comme « des références, et non comme des limites rigides, dans ses opérations de marché ». **En pratique, la banque centrale permettra au taux souverain à 10 ans de fluctuer légèrement au-dessus de la fourchette et proposera dorénavant des achats quotidiens illimités de titres à 1% plutôt qu'à la borne haute de 0,5%.**

La BoJ était déjà intervenue en décembre dernier pour réduire son assouplissement monétaire en flexibilisant le contrôle de sa courbe des taux. L'annonce était toutefois moins ambiguë puisque les banquiers centraux avaient simplement élargi la fourchette de fluctuation admise du taux souverain à 10 ans qui passait alors de plus ou moins 25 à plus ou moins 50 points de base autour de la cible de 0%.

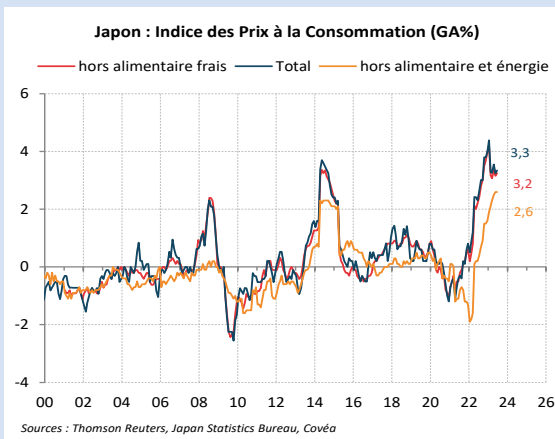
La BoJ n'a pas modifié les autres instruments de sa politique monétaire. Le taux directeur est maintenu à -0,1% (inchangé depuis 2016) et la banque centrale poursuivra ses achats d'ETF, de billets de trésorerie et d'obligations d'entreprises. La BoJ a également réitéré son engagement en faveur du maintien de l'assouplissement monétaire jusqu'à ce que la cible d'inflation de 2% soit durablement atteinte et se dit toujours prête à prendre des mesures supplémentaires d'assouplissement si nécessaire.

La BoJ estime pourtant que l'inflation devrait retourner progressivement sous la cible de 2%

Malgré le maintien d'une inflation vigoureuse (3,3% en juin) et des pressions à la hausse sur les salaires, la BoJ n'a significativement révisé à la hausse ses projections d'inflation (hors alimentaire frais) que pour l'AF (année fiscale débutant le 1er avril) 2023, de 1,8% à 2,5%. L'estimation a en revanche été légèrement revue à la baisse pour l'AF 2024 (de 2% à 1,9%) et reste inchangée pour l'AF 2025 (1,6%).

Ainsi, la BoJ a réduit la voilure de son assouplissement monétaire alors qu'elle considère toujours que l'inflation devrait se modérer progressivement pour revenir sous la cible des 2%. Dans son communiqué de presse, la BoJ a expliqué cette décision par une volonté d'améliorer le fonctionnement des marchés financiers et réduire leur volatilité. **Dans leur arbitrage, les banquiers centraux ont donc considéré que les conséquences négatives associées au cadre du contrôle de la courbe des taux sur l'économie et le secteur financier excédaient ses conséquences positives pour soutenir l'inflation, justifiant ainsi une flexibilisation de ce cadre.**

À la suite de cette réunion de politique monétaire, le taux souverain à 10 ans a rapidement progressé pour atteindre un plus haut en 9 ans, autour de 0,6% le 31 juillet (contre 0,45% à la veille de la réunion). La Banque du Japon a ainsi annoncé à cette date la conduite d'une opération spéciale d'« open market » consistant en l'achat de 300 Mds de yens (2 Mds\$) d'obligations souveraines. C'est la première fois depuis février dernier qu'une telle opération est annoncée.



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Eloïse Girard-Desbois

Economiste



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.