

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

6 novembre 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Retour à la réalité pour le Private Equity

D'après l'étude de France Invest, le marché du Private Equity français a été marqué par deux années post-covid très actives avec des montants levés records à plus de 41Md€ par an. 2023 marque un ralentissement de cette dynamique. Sur le premier semestre, les levées retrouvent des niveaux proches de ceux historiques (8,1 Md€ vs. 8,7 Md€ en moyenne entre S1 2016 et S1 2020). Les institutionnels ont drastiquement réduit leurs investissements dans le non coté (-40% au S1 2023 par rapport à la moyenne historique). Ce sont les family-offices et les personnes physiques qui deviennent les premiers souscripteurs du secteur. Concernant les investissements, ils sont également en retrait mais restent importants et nuancés. Ce sont les opérations sur les petites et moyennes entreprises qui dominent le marché. En effet, les tickets d'investissement supérieurs à 50M€ ne représentent que 2% du total investi.

Pour comprendre la situation actuelle, un petit retour en arrière s'impose. Au lendemain de la crise financière de 2008, les investissements dans le Private Equity ont connu un essor, favorisé par une longue période de baisse des taux d'intérêt et d'abondance de liquidité. En 2022, le monde change soudainement. Les hausses de taux conjuguées aux pressions inflationnistes compliquent l'équation financière des opérations de financement des entreprises. L'environnement est désormais plus difficile pour les acteurs du non coté que sont les banques, les fonds de Private Equity, les investisseurs et les entreprises. Les banques, encore très présentes dans le financement des grandes opérations de LBO, ont réduit le risque de leur bilan et gelé l'accès au financement pour un grand nombre d'acteurs du Private Equity, qui, pour certains, se sont tournés vers les acteurs de la Dette Privée. Avec la chute des transactions, les fonds ont vu les fenêtres de sortie de leurs participations se fermer reportant les distributions aux investisseurs et retardant les levées de leurs prochains fonds. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels ont été moins enclins à allouer dans le Private Equity comme par le passé. Ils privilégient davantage les actifs moins risqués et liquides à maturités fixes comme les obligations souveraines, bénéficiant ainsi de la hausse des taux de marché. Sous la pression, les entreprises doivent préserver leurs marges et leur trésorerie pour être en capacité à rembourser leurs dettes et préserver leur valorisation. Des plans de réduction de coûts et des licenciements sont annoncés en attendant des jours meilleurs. Toutefois, les besoins en capitaux des entreprises restent toujours présents mais se font à des coûts de financement désormais plus élevés. Au-delà des enjeux de croissance et de transmission, et, sous la pression du politique, les entreprises ont besoin d'être accompagnées pour répondre aux enjeux ESG et de souveraineté (sécurité, réindustrialisation, digitalisation...) et financer l'innovation. Cet environnement de moindre liquidité soulève la question de la pérennité des performances dans le Private Equity et du financement des entreprises dont les modèles sont de plus en plus challengés par un environnement géopolitique et économique que nous décrivons comme moins coopératif.

Xavier Simler

Responsable du pôle Multigestion



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

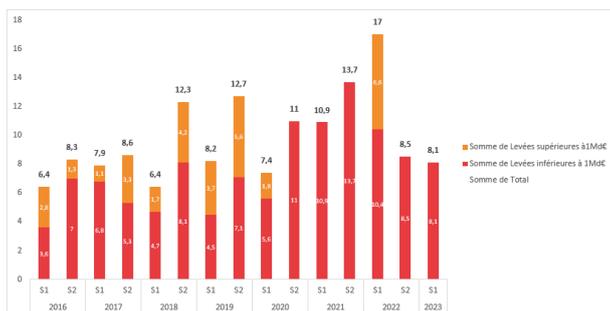
Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« L'après Covid, un ralentissement des levées de fonds ... »

Evolution des levées de fonds



Source : France Invest

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	03/11/23	29/06/23	T-12 mois	29/06/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,073	1,087	0,975	-1,2	10,1
€ / £	0,867	0,861	0,874	0,6	-0,8
€ / Yen	160,24	157,28	144,56	1,9	10,8
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	74	95	14,2	-10,3
Indice CRB*	538	545	549	-1,4	-2,0
Prix de l'once d'Or	1 999	1 918	1 631	4,2	22,6
Prix de la tonne de cuivre	8 176	8 178	7 561	0,0	8,1
Indice Baltic Dry**	1 462	1 112	1 290	31,5	13,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1068	954	1579	12,0	-32,4

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 :

Les marchés obligataires ont été recherchés cette semaine sur fond de publications macroéconomiques décevantes et de statu quo sur les taux de la part de la FED et de la BOE. Les deux banques centrales ont, de plus, accompagné leur décision de discours prudents quant aux futures hausses de taux directeurs. Dans ce contexte, les rendements ont fortement corrigé : -22 points de base (pb) pour l'OAT 10 ans, -29pb pour l'Italie et -26pb pour le 10 ans américain. La baisse sur les parties courtes a été de moindre ampleur ce qui explique le fort mouvement d'aplatissement du segment 2-10 ans des courbes. Par ailleurs, le resserrement de l'écart de taux entre les Etats-Unis et l'Europe a été favorable à l'euro qui progresse de 1.6% à 1.073.

Sur le marché du crédit, on relève un faible volume d'émissions cette semaine. Principalement concentré sur les dettes bancaires, cela venant clôturer un mois d'octobre historiquement calme avec seulement 6.2Mds€ sur la catégorie Investissement non financières, plus faibles volumes depuis octobre 2008. Les primes de risque se resserrent de 8pb à 155pb, soit 15pb au dessous du niveau de début d'année. Le taux moyen est de 4.58%.

Le Focus de la semaine : La dynamique taux courts-taux longs

Le cycle de hausse des taux directeurs des principales banques centrales occidentales (à l'exception du Japon) marque une pause après des mouvements inédits par leur ampleur et leur rapidité. Les marchés n'anticipent plus de hausse de taux de la part de la BCE et n'envisagent qu'avec une probabilité très faible, une hausse supplémentaire de 25 points de base (pb), aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

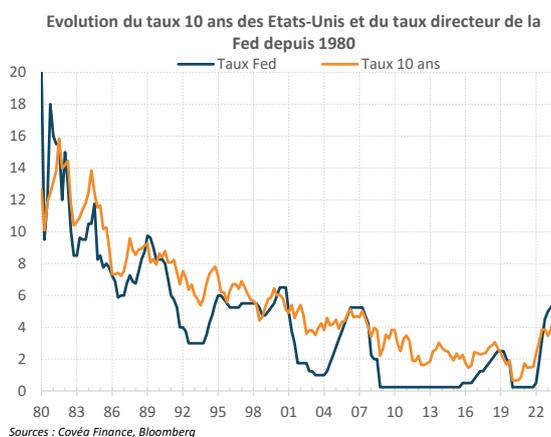
Alors, la question peut se poser de savoir si, privés de cette dynamique haussière des taux courts, les taux longs peuvent conserver une perspective haussière ?

Il est vrai qu'au côté des taux directeurs, les banques centrales disposent d'autres moyens pour lutter contre une inflation persistante et ont d'ailleurs commencé à les activer. La réduction des bilans a été amorcée de manière significative, à l'image des actifs de la BCE et de la FED, en baisse respectivement, de 935Md€ et 640Md\$ depuis le début de l'année.

Ce désengagement des banques centrales est concomitant avec des programmes d'émissions des Etats qui sont restés très soutenus en 2023 et vont le rester en 2024. Ainsi, au cours de l'été, l'annonce d'un programme de refinancement du Trésor américain, très fortement revu à la hausse, pour le restant de l'année 2023 et pour 2024, a été l'un des facteurs majeurs de la hausse de la partie longue de la courbe américaine. En effet, entre le 2 août (date de l'annonce) et le 18 octobre (point haut sur le 10 ans américain), le rendement à 10 ans américain a progressé trois fois plus (90pb) que le taux 2 ans (30pb), entraînant une très forte repentification de la courbe. On voit bien que cette offre de titres abondante doit, à présent, trouver des acheteurs en dehors du secteur institutionnel, auprès d'investisseurs qui sont plus sensibles aux mouvements de marché et agissent en fonction de leurs anticipations. Ceux-ci se montrent, plus exigeants notamment pour investir sur les parties les plus longues de courbe compte tenu des incertitudes macroéconomiques et budgétaires mais aussi par rapport à la rémunération très attractive offerte par les fonds monétaires.

On a donc bien assisté au cours des derniers mois, à une dynamique haussière de la partie longue des courbes beaucoup plus marquée que celle de la partie courte. Reste à savoir, si celle-ci peut se poursuivre et avec quelle ampleur ?

Sans le moteur des taux courts, les taux longs pourraient connaître une progression plus limitée mais restés volatils avec l'évolution des données macroéconomiques, des bilans des banques centrales et des besoins croissants des Etats.



Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	03/11/23	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											
						Variations (en pbs)					
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,25	4,50	4,00	0,00	0,25	1,00	1,50		
BCE - Taux Repo	4,50	4,50	4,00	2,50	2,00	0,00	0,50	2,00	2,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	4,00	4,00	3,50	2,00	1,50	0,00	0,50	2,00	2,50		
Banque d'Angleterre	5,25	5,25	5,00	3,50	3,00	0,00	0,25	1,75	2,25		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
						Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
Etats-Unis	4,57	4,83	3,84	3,87	4,15	-26	73	70	43	-27	19
Allemagne	2,65	2,83	2,42	2,57	2,25	-19	23	7	40	-31	27
France	3,24	3,45	2,95	3,12	2,78	-22	29	12	46	-11	55
Italie	4,51	4,80	4,10	4,72	4,42	-29	41	-20	9	81	49
Royaume-Uni	4,29	4,54	4,38	3,67	3,40	-26	-9	62	89	-37	48
Japon	0,93	0,88	0,39	0,42	0,25	5	54	50	67	78	95
Crédit											
						Variations (en pbs)					
Indice Itraxx Main	77,2	89,3	76,2	90,6	110,8	-12,2	1,0	-13,4	-33,6		
Indice Itraxx Crossover	412,9	469,8	411,0	474,1	542,3	-56,9	2,0	-61,2	-129,4		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions en zone euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) montent de 4,2%. Cette hausse est la conséquence de l'importante baisse des rendements obligataires. L'indice action avait perdu 11% depuis ses plus hauts de fin juillet dernier, il s'affiche désormais en hausse de 7,4% en 2023. La volatilité, mesurée par l'indice VStoxx, est de retour sur des niveaux inférieurs à 20.

Les secteurs économiques les plus affectés par la hausse des taux ont fortement rebondi cette semaine. On retrouve ainsi l'immobilier en hausse très significative de +16%. Suivent, mais dans une moindre mesure, d'autres secteurs à multiples de valorisation élevés comme la consommation cyclique et la technologie. A l'inverse, l'énergie a baissé, pénalisée par un recul de 4,5% du baril de Brent sur la semaine.

Sur les valeurs, outre les sociétés immobilières, ont fortement rebondi les sociétés donc le cours de Bourse avait été chahuté ces dernières semaines. Citons Siemens Energy (+27,5%), Teleperformance (+20,8%) et Worldline (+17,9%).

Sur la semaine, nous constatons aussi le rebond des petites et moyennes valeurs qui sous-performaient de façon importante ces derniers mois. Ce segment de la cote reste toutefois 500 points de base sous l'indice général au niveau européen en 2023.

Le Focus de la semaine : Vers une évolution des modèles de croissance externe des sociétés de consommation de base ?

Qu'ont en commun Danone, Reckitt Benckiser ou AB InBev ? A part d'être des leaders mondiaux dans la consommation de base, ces sociétés ont toutes connu ces dernières années d'importantes perturbations liées à des acquisitions de grande envergure.

Avec les rachats respectivement de Whitewave, Mead Johnson et SAB Miller, les acquéreurs précités ont connu des années compliquées. Pourtant, sur le papier, ces opérations semblaient pertinentes. Enrichir le portefeuille de produits plus naturels, réorienter l'activité vers des catégories à plus forte croissance, combler une absence géographique : ces raisons étaient valablement mises en avant par les initiateurs.

Or, quelques années plus tard, on constate un important décalage entre le projet et la réalité. Diverses raisons peuvent être mises en avant : trop grand écart de culture d'entreprise, modèles économiques trop différents, acquisitions trop chères, endettement trop élevé obérant la flexibilité et la capacité à investir. Par la suite, intervient la série bien connue des restructurations, dépréciations d'actifs, et départ des dirigeants à l'origine des acquisitions. En parallèle, la rentabilité économique se réduit et l'actionnaire paie in fine l'addition.

Parfois, sans aller jusqu'à la réalisation de l'opération, les seules tentatives et leurs conséquences peuvent être très déstabilisatrices comme en témoigne Unilever approché par Kraft-Heinz en 2017 et se lançant ensuite dans une course à la rentabilité à court terme, réduisant de facto ses investissements dans la croissance et l'innovation. Avant de tenter début 2022 un nouveau virage à 180°, sans aller jusqu'à la finalisation, en proposant le rachat des activités de santé grand public de GSK et Pfizer.

Ces derniers temps, nombreuses sont les sociétés de consommation de base qui admettent, pas toujours officiellement, renoncer à d'importants projets pour ne pas reproduire les erreurs du passé. De plus, le contexte de taux d'intérêt a changé, et permet d'autant moins les échecs en termes de croissance externe.

On constate également que les sociétés ayant les meilleures performances opérationnelles et boursières ces dernières années se concentrent sur la croissance organique et réalisent avant tout des opérations de taille faible ou modérée : citons L'Oréal, Lotus Bakeries, Lindt et Campari.

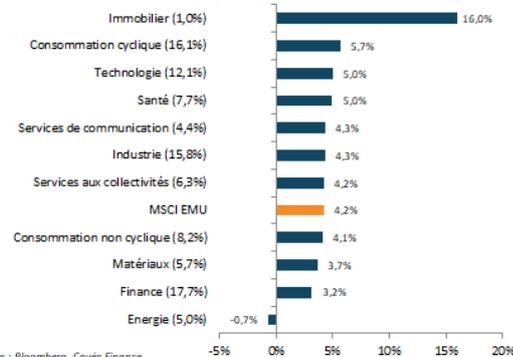
L'adaptation et l'évolution des modèles économiques est un thème que nous suivons avec vigilance dans nos Perspectives Economiques et Financières. Elle doit être permanente et continue. Les grandes manœuvres ne suffisent pas, bien au contraire.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Performances sectorielles du MSCI EMU du 27/10/2023 au 03/11/2023 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	03/11/23	J-7	29/06/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	29/06/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	141	136	147	132	125	4,2	↑	-4,1	↓	7,4	↑	13,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	896	852	937	907	867	5,2	↑	-4,3	↓	-1,1	↓	3,4	↑
MSCI EMU Small Cap	380	353	398	370	322	7,6	↑	-4,6	↓	2,6	↑	18,0	↑
MSCI Europe	149	145	153	143	138	3,3	↑	-2,7	↓	4,8	↑	8,5	↑
France CAC 40	7 048	6 795	7 313	6 474	6 243	3,7	↑	-3,6	↓	8,9	↑	12,9	↑
Allemagne DAX 30	6 011	5 812	6 312	5 693	5 370	3,4	↑	-4,8	↓	5,6	↑	11,9	↑
Italie MIB	28 675	27 287	27 928	23 856	22 706	5,1	↑	2,7	↑	20,2	↑	26,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 418	7 291	7 472	7 452	7 189	1,7	↑	-0,7	↓	-0,5	↓	3,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 559	8 366	8 675	8 417	8 226	2,3	↑	-1,3	↓	1,7	↑	4,0	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

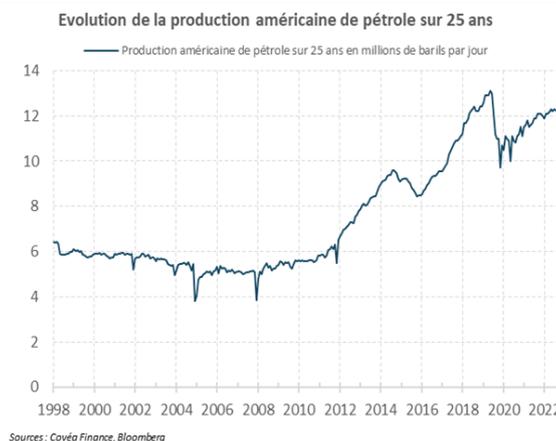
L'analyse des marchés :

En Asie, les indices ont terminé la semaine en hausse. Le Japon affiche la meilleure performance, le premier ministre ayant dévoilé un plan de relance de 107 milliards d'euros pour lutter contre l'inflation. A cela s'ajoute le fait que la banque centrale japonaise a de nouveau modifié sa politique de contrôle de la courbe des taux, mettant fin à son engagement de défendre de façon illimitée le seuil de 1% sur le 10 ans. Cela marque une étape supplémentaire vers la sortie progressive de sa politique monétaire ultra-accommodante. A l'inverse, la Chine affiche la moins bonne performance, pénalisée par des données macroéconomiques qui se sont avérées décevantes. Dans les nouvelles transverses, notons quelques signes d'apaisement des tensions géopolitiques entre les Etats-Unis et la Chine, avec la perspective d'une rencontre entre M. Biden et M. Xi mi-Novembre. Dans l'automobile, Toyota a annoncé un investissement supplémentaire de 8 milliards de dollars en Caroline du Nord pour développer son usine de production de batteries (portant à 14 milliards son investissement aux Etats-Unis).

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en hausse de 5.9% porté par les anticipations des investisseurs de la fin du cycle de resserrement monétaire après le statut quo de la banque centrale américaine et la publication d'indicateurs économiques indiquant un recul du marché de l'emploi. Dans ce contexte, les segments les plus sensibles aux taux d'intérêts affichaient les plus fortes hausses (consommation cyclique, services de communication et technologie) portés par la baisse des rendements obligataires. A l'inverse, les secteurs défensifs (consommation courante, grands laboratoires pharmaceutiques, services publics) affichaient les performances les plus modérées. L'énergie était aussi pénalisée par le repli des cours du pétrole. Côté sociétés, on notera l'accord conclu entre General Motors et le syndicat automobile UAW, mettant ainsi fin à la grève qui touche les 3 grands constructeurs aux Etats-Unis depuis mi-septembre.

Le Focus de la semaine : Une nouvelle vague de fusions & acquisitions dans le pétrole aux Etats-Unis

Le secteur du pétrole et du gaz américain dispose d'une longue histoire de fusions-acquisitions et d'accords stratégiques. Les opérations de croissance externe ont façonné les portefeuilles des entreprises du secteur et favorisé la croissance à long terme. Les entreprises dotées de bilans solides et ayant des stratégies audacieuses sortent souvent d'un cycle avec des actifs de qualité repris à bas coûts et de nombreuses options de croissance. En 2022, les transactions ont été peu nombreuses, en cause : des prix du pétrole plus volatils, l'instabilité géopolitique, l'inflation galopante et la possibilité d'une récession. Cependant, les fondamentaux du secteur laissaient supposer qu'une nouvelle vague de fusions et d'acquisitions restait envisageable. Celle-ci vient de débiter, Exxon et Chevron ayant annoncé respectivement les acquisitions de Pioneer Natural Resources et de Hess Corporation. Historiquement, plusieurs stratégies ont été à l'origine des vagues de fusions et acquisitions : 1/ la volonté de consolider des positions au sein d'un même bassin (tels que EOG et Concho), 2/ une recherche d'intégration (comme EQT avec l'acquisition de Tug Hill) afin d'ajouter des actifs dans des parties adjacentes de la chaîne de valeur pour augmenter les marges et accroître la résilience. Aujourd'hui, cette vague semble différente. En effet, après une décennie de croissance de la production américaine de pétrole, force est de constater que les perspectives se dégradent. Rappelons que, par nature les puits de pétrole et de gaz de schiste ont des profils de production qui déclinent rapidement et que les initiatives de productivité ont atteint un point culminant en 2019-2020. L'enjeu pour les sociétés pétrolières est aujourd'hui non plus d'afficher des taux de croissance élevés, mais de maintenir à minima leur production sur les niveaux actuels. Dans le cas d'Exxon, l'application de technologies de forage et de production « best in-class » devrait permettre d'optimiser la production des puits de Pioneer et de faire croître la production américaine de la société. Dans le cas de Chevron, il s'agit d'une volonté de diversification géographique sur un actif relativement jeune et à fort potentiel de production en dehors des Etats-Unis. Les mouvements annoncés par ces deux géants confortent notre scénario d'une offre de pétrole contrainte, soutenant des prix élevés.



Covéa Finance ne détient pas d'Exxon, ni de Chevron. Covéa Finance s'engage à exclure de ses investissements les entreprises productrices de pétrole et gaz non conventionnel (définition et seuils disponibles dans notre Politique d'exclusion). Toutefois, décrypter la stratégie de ces acteurs et les conséquences macroéconomiques participent pleinement à l'élaboration de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF).

Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	03/11/23	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	4 358	4 117	4 396	3 840	3 771	5,9	↑	-0,9	↓	13,5	↑	15,6	↑	4,2	↑	0,4	↑	13,2	↑	7,3	↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 061	32 418	34 122	33 147	32 403	5,1	↑	-0,2	↓	2,8	↑	5,1	↑	3,4	↑	1,1	↑	2,5	↑	-2,5	↓
Etats-Unis - Nasdaq	13 478	12 643	13 591	10 466	10 475	6,6	↑	-0,8	↓	28,8	↑	28,7	↑	5,0	↑	0,4	↑	28,5	↑	19,4	↑
Japon Nikkei 300	493	478	486	401	405	3,3	↑	1,5	↑	23,1	↑	22,0	↑	1,9	↑	-0,3	↓	7,9	↑	11,1	↑
Corée du Sud KOSPI	2 368	2 303	2 550	2 280	2 348	2,8	↑	-7,1	↓	3,9	↑	0,8	↑	4,9	↑	-4,9	↓	-0,5	↓	-0,2	↓
Chine - Shanghai	3 031	3 018	3 182	3 089	3 071	0,4	↑	-4,8	↓	-1,9	↓	-1,3	↓	-0,6	↓	-4,0	↓	-7,5	↓	-10,1	↓
Hong Kong Hang Seng	17 664	17 399	18 934	19 781	16 161	1,5	↑	-6,7	↓	-10,7	↓	9,3	↑	-0,1	↓	-5,4	↓	-11,1	↓	1,8	↑
Marchés Emergents - MSCI	948	920	987	956	885	3,1	↑	-3,9	↓	-0,8	↓	7,2	↑	1,5	↑	-2,7	↓	-1,1	↓	-0,6	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

L'horizon s'éclaircit pour les nouvelles techniques de sélection végétale

L'agriculture du XXI^{ème} siècle est confrontée au défi majeur d'assurer la sécurité alimentaire d'une population mondiale croissante, tout en faisant face aux aléas climatiques sur les récoltes. Les OGM ont longtemps été présentés comme une solution, grâce aux rendements agricoles accrus qu'ils promettent. Toutefois, leur utilisation s'est accompagnée d'épandages de pesticides : les cultures sont modifiées génétiquement de sorte à devenir tolérantes à un herbicide en particulier, restant ainsi intactes pendant que toutes les autres plantes présentes dans le champ sont détruites. C'est ainsi que la plupart des semences OGM de Monsanto ont été conçues pour résister au Roundup, herbicide phare de l'entreprise, de sorte à pouvoir être commercialisés conjointement.

Les nombreux débats publics autour de l'innocuité (ou non) des OGM ont dirigé la recherche de l'industrie agro-alimentaire vers une nouvelle solution, dont l'objectif reste le même : l'amélioration des rendements agricoles. En effet, depuis quelques années, de nouvelles techniques de sélection végétale émergent, auxquelles renvoie l'acronyme NBT (« *New Breeding Techniques* »). Selon le Haut Conseil des biotechnologies français et les travaux du Centre commun de recherche européen, ce terme regroupe une dizaine de techniques. Contrairement aux OGM, ces dernières n'introduisent aucun gène extérieur à la semence. Tandis que la technique principalement utilisée pour les OGM est la transgénèse (autrement dit, incorporer un ou plusieurs gènes dans le génome d'un organisme vivant), les NBT se distinguent par leur capacité à cibler le génome des plantes afin de modifier ou rendre inactif un gène et ainsi, d'obtenir rapidement des variétés stables. Le but étant de recréer une mutation qui existe déjà naturellement au sein de l'espèce.

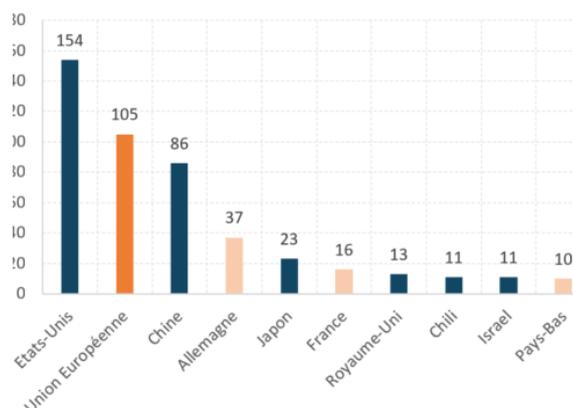
Les NBT sont souvent associés à la résistance aux maladies, à l'adaptation aux conditions environnementales telles que la sécheresse ou le grand froid et seraient susceptibles d'apporter un soutien à l'agriculture biologique, en réduisant les besoins d'intrants et en augmentant les rendements. Le Saint Graal pour les acteurs de l'agroalimentaire. Des partisans des NBT se retrouvent même parmi les rangs des écologistes convaincus. En Allemagne, plus de 20 membres du parti des Verts ont signé en 2020 une tribune pro-NBT, puisqu'elles pourraient rendre les cultures moins consommatrices en eau. Par ailleurs, les NBT répondent à l'enjeu de souveraineté alimentaire, régulièrement évoqué dans nos Perspectives Économiques et Financières, notamment lors de la crise sanitaire ou encore avec la guerre en Ukraine qui a mis en lumière l'importance de la dépendance aux pays producteurs de matières premières, incluant les ressources agricoles.

A l'inverse, les NBT posent des problématiques de traçabilité. Il ne sera pas possible de détecter si une nouvelle variété a été développée par des méthodes traditionnelles ou grâce à ces techniques génomiques, allant à l'encontre des droits des consommateurs. De plus, les techniques d'édition du génome peuvent amener des erreurs génétiques, indépendamment de l'introduction ou non d'un gène étranger. Des craintes concernant un impact négatif sur la biodiversité sont également exprimées. L'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO) souligne que « depuis les années 1900, quelques 75% de la diversité génétique des plantes ont été perdus, les agriculteurs du monde entier ayant abandonné leurs multiples variétés locales pour des variétés génétiquement uniformes et à haut rendement ».

Tant que les NBT restent assimilés à des OGM et relèvent de la même directive, ces techniques sont soumises à des processus d'homologation particulièrement lourds et coûteux, décourageant ainsi la recherche en Europe. Les NBT ont initialement hérité de la suspicion qui entourait leurs ancêtres OGM. La Cour de Justice de l'Union Européenne a tout d'abord considéré, dans une décision du 25 juillet 2018, que ces nouvelles techniques relevaient en effet du régime (très strict) des OGM et qu'ils devaient être encadrés au même titre. En février 2023, la Cour de Justice a semblé faire évoluer sa jurisprudence en faveur des NBT, en considérant que les organismes obtenus par la mutagenèse aléatoire in vitro (l'une des techniques NBT parmi la dizaine actuellement développées) étaient exclus du champ de la définition des OGM. Pour la Commission Européenne, l'enjeu est aussi de rester compétitif, car les brevets sont aujourd'hui essentiellement américains et chinois.

Bruxelles a fini par confirmer son positionnement favorable aux NBT le 5 juillet dernier, en proposant des règles assouplies pour encourager les biotechnologies génétiques. Cette décision est à mettre en parallèle avec la proposition de règlement européen SUR, qui prévoit notamment une réduction par deux des pesticides à horizon 2030. Un tournant à prendre, comme certaines entreprises l'auront compris : BASF, dont 10,4% du chiffre d'affaires est exposé aux pesticides et aux fertilisants, développe par ailleurs ses activités d'édition génomique des semences. Bien que le Groupe ne dispose pas encore de produit sur le marché qui en soit issu, BASF prévoit d'utiliser ces biotechnologies dans le cadre d'applications agricoles et industrielles.

Nombre d'applications de NBT déposées par pays



Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier

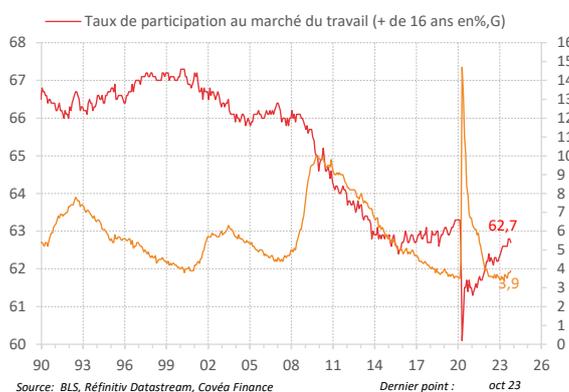
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le Fed prolonge sa pause »

Sans surprise, **la Fed a décidé de laisser, une nouvelle fois, l'objectif de taux d'intérêt des fed funds inchangé, avec une fourchette maintenue à 5,25-5,50%**. La communication reste aussi identique à celle de septembre : l'inflation a baissé, mais pas suffisamment ; il est donc nécessaire de maintenir une politique restrictive pendant une période prolongée ; d'autant que les récentes statistiques d'activité ont surpris à la hausse (croissance, emploi) ; il est aussi maintenu que si la croissance reste supérieure à son potentiel et / ou si les tensions ne s'amenuisent pas sur le marché du travail, une nouvelle hausse des taux pourrait s'avérer nécessaire. En tout état de cause, les prochaines décisions seront guidées par l'ensemble des données économiques et leurs implications sur les perspectives d'activité et d'inflation. Par ailleurs, dans son discours, Jerome Powell insiste sur le fait qu'une inflation élevée est, en soi, un risque sur l'activité. Lors de la séance de questions-réponses, il s'est toutefois montré plus satisfait de la baisse de l'inflation et du ralentissement des salaires observés depuis quelques mois, même si le FOMC n'a, selon lui, aucune certitude sur le fait d'en avoir fait assez ou pas.

Etats-Unis : Chômage et taux de participation



Selon le BLS, **l'économie américaine a créé 150 000 emplois nets en octobre**, c'est à la fois moins que les mois précédents et que les attentes des économistes sondés par les agences de presse (180 000). De plus, les estimations de créations d'emplois des deux mois précédents ont été revues à la baisse, de 101 000 au total. Ce rapport comporte des suppressions de postes dans l'industrie manufacturière, ce qui est cohérent avec le passage sous le seuil de 50 de l'indicateur d'emploi de l'enquête de l'ISM auprès des entreprises du secteur, mais la majeure partie des « pertes » d'emplois provient du secteur automobile (33 000 sur 35 000) et s'explique par la grève menée par l'UAW pour obtenir des revalorisations salariales. Parallèlement, le taux de chômage a encore légèrement augmenté (+0,1 point à 3,9%), malgré une baisse de la population active : l'enquête auprès des ménages montre une baisse du nombre de personnes employées et une augmentation, moindre, du nombre de chômeur. Enfin, la hausse du salaire horaire moyen a été de 0,2% seulement en octobre, soit 4,1% sur un an, les plus faibles taux de croissance depuis respectivement février 2022 et juin 2021.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice oct.-23	46,7	49,0	60,7	53,5
ISM Services	Indice oct.-23	51,8	53,6	62,4	56,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice oct.-23	45,1	43,8	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice oct.-23	45,5	49,2	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice oct.-23	47,7	46,4	72,9	57,3
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA% sept.-23	3,0	0,4	19,8	12,5
Dépenses de construction	Val, CVS, GA% sept.-23	19,0	19,5	-1,3	9,0
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice oct.-23	102,6	104,3	112,7	104,5
Taux de chômage	% de la pop. active oct.-23	3,9	3,8	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers oct.-23	150	297	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA% oct.-23	4,1	4,3	4,3	5,3
PIB	Val, CVS, GA% T3 23	2,9	2,4	5,8	1,9

*Du 30/10/2023 au 05/11/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

L'indice de coût de l'emploi a progressé de 1,1% entre juin et septembre 2023, après +1,0% sur les trois mois précédents. L'accélération est concentrée sur la partie salaires, en hausse de 1,2% contre 1,0% entre mars et juin. Sur un an, les salaires ont augmenté de 4,6% (comme en juin), soit +0,9% à prix constants. Le coût total du travail était en hausse de 4,3% sur un an en septembre, en ralentissement par rapport à juin (+4,5%). A prix constants, la hausse de la compensation totale est revenue à 0,6% sur douze mois, après +1,6%. La productivité du travail a progressé de 5,9% (GT annualisé) au troisième trimestre dans le secteur privé non-agricole, grâce à l'accélération de l'activité couplée à une certaine modération des créations d'emplois. Alors que la progression du coût du travail dans le secteur privé a été de 3,9% (GT en rythme annuel), les coûts salariaux unitaires des entreprises américaines ont diminué de 0,8%.

Le PMI manufacturier de l'ISM a encore baissé de 2,3 points en octobre, à 46,7. La baisse des nouvelles commandes s'est amplifiée, malgré une quasi-stabilisation des commandes étrangères, et la déplétion des carnets s'est amplifiée malgré une contraction plus importante de la production. Les stocks des

entreprises manufacturières et de leurs clients sont aussi annoncés en baisse et l'indicateur d'emploi est passé en zone de contraction. Les prix payés sont toujours signalés en recul. **Dans les secteurs non-manufacturiers**, l'activité a ralenti ces dernières semaines, mais elle reste en croissance (PMI à 51,8, en baisse de 1,8 point). Les nouvelles commandes ont accéléré en octobre, mais la production a ralenti. Pourtant, les stocks sont signalés en baisse, même s'ils sont encore jugés trop élevés et les blocages en amont ont continué à s'estomper, avec un recul des délais de livraison des fournisseurs. L'emploi se stabilise dans les secteurs non-manufacturiers et l'indicateur des prix payés reste très élevé (58,6, -0,3 point).

En septembre, les dépenses de construction ont progressé de 0,4% par rapport au mois précédent, portant leur croissance sur un an à 8,7%. La hausse est aussi de 0,4% sur le mois pour les dépenses du secteur privé, dont +0,6% pour la construction résidentielle et +0,1% pour le non-résidentiel (-0,4% pour le secteur manufacturier). La progression est aussi de 0,4% par rapport à août dans le public.

Le regain de hausse des prix des logements se confirme. En août, l'indice S&P Case-Schiller de prix des logements dans les 20 principales agglomérations des Etats-Unis a progressé 1,0% (GM CVS), après +0,8% en juillet, portant son augmentation sur un an à 2,2%.

L'indice Conference Board de confiance des consommateurs a baissé en octobre (-1,7 point à 102,6). La dégradation concerne autant la situation actuelle que les perspectives. La dégradation de la situation actuelle porte essentiellement sur l'état général de l'économie. Les sondés ont une opinion favorable de leur situation financière comme de l'état du marché du travail. En revanche, ils s'inquiètent des perspectives d'évolution de leur situation financière alors qu'ils anticipent que le marché du travail leur sera (un peu) moins favorable. Enfin, leur anticipation d'inflation à un an, stable à 5,7% sur les trois mois précédents, augmente à 5,9%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



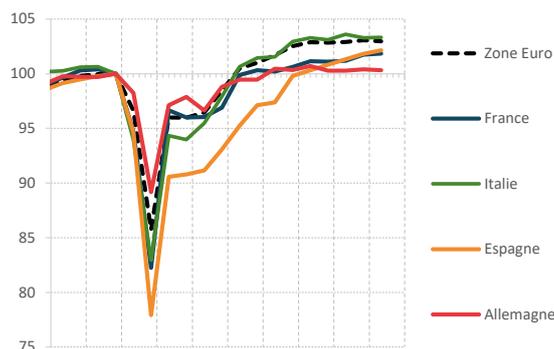
Suivi Macroéconomique

Europe

« Zone euro : contraction de l'activité et baisse de l'inflation »

En zone euro, l'inflation a nettement reculé en octobre, comme le laissent supposer les statistiques françaises et allemandes. En glissement sur un an, la progression de l'indice des prix à la consommation de la zone euro est revenue à 2,9%, après 4,3% en août. Il s'agit d'un plus bas depuis juillet 2021. Ce résultat spectaculaire s'explique par le fort recul de la composante énergie de l'indice (-1,1% sur le mois et -11,1% sur un an) dans un contexte où les effets de bases sont particulièrement favorables à l'affichage d'une décreue de l'inflation. L'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, tabac et alcool) a aussi diminué (à 4,2% contre 4,5%), grâce au ralentissement des prix des biens hors énergie (+3,5% vs +4,1%), malgré une augmentation séquentielle de 0,7%. Les prix des services ralentissent moins franchement (-0,1 point à 4,6%).

Zone Euro : PIB (Volume, 100 au T4 2019)



Sources : Eurostat, Refinitiv, Covéa Finance

Dernier point T3 23

Le PIB de la zone euro a reculé de 0,1% au troisième trimestre et il ne dépasse que de 0,1% son niveau d'un an auparavant. Parmi les onze pays membres de la zone qui ont publié leurs estimations, six affichent une contraction de l'activité sur le trimestre et même, pour quatre d'entre eux, un PIB inférieur à celui du troisième trimestre 2022.

L'indice de sentiment économique de la zone euro, calculé par les services de la Commission Européenne a encore reculé de 0,1 point en octobre. A 93,3, il reste - bien sûr - significativement sous sa moyenne de long terme (100 par construction) et il retrouve un plus bas depuis novembre 2020. En octobre, sa baisse reflète une dégradation de la confiance des industriels et des détaillants, ainsi que des ménages. En revanche, un léger redressement est intervenu dans les services et dans la construction, sans toutefois montrer de véritable reprise de l'activité dans ces secteurs. Le taux de chômage a augmenté de 0,1 point en septembre, à 6,5%

Alors que les statistiques, notamment d'inflation en Allemagne, renforçaient les anticipations de changement précoce d'orientation de la politique monétaire européenne (probabilité implicite de 61% pour une baisse des taux en avril), des membres du système européen des Banques Centrales ont donné de la voix pour réaffirmer que ce n'est pas le scénario envisagé par la banque centrale. **Les gouverneurs des banques centrale slovaque (Peter Kazimir) et lithuanienne (Gediminas Simkus) ont réaffirmé qu'une baisse des taux directeur au premier semestre de l'année prochaine était pour l'heure très improbable** et que les banquiers centraux auront besoin, pour inverser la tendance de la politique monétaire, de voir l'inflation se rapprocher franchement de leur objectif de 2%. En fin de semaine, **Isabelle Schnabel a prononcé un discours expliquant pourquoi le recul de l'inflation sera désormais plus lent que depuis un an** (alors que le taux d'inflation est revenu de 10,6% à 2,9% en un an, la banque centrale s'attend à ce qu'un niveau proche de l'objectif de 2,0% soit atteint dans deux ans). Elle cite notamment les effets de base, qui vont s'avérer défavorables à la poursuite de la désinflation ces prochains mois ; une plus grande rigidité des prix à la baisse qu'à la hausse ; un marché du travail toujours favorable aux ménages et à leur volonté de rattraper les pertes de pouvoirs d'achats provoquées par l'accélération des prix ; les tentatives des entreprises de préserver leurs marges, voire de les augmenter ; mais aussi le risque de nouveaux chocs d'offre dans une situation géopolitique instable.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	sept.-23	6,5	6,4	7,7	6,7
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	oct.-23	2,9	4,3	2,6	8,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	oct.-23	4,2	4,5	1,5	3,9
	PIB Vol, CVS, GA%	T3 23	0,6	1,0	5,9	3,4
AL	PMI Manuf. Indice	oct.-23	40,8	39,6	61,6	51,8
	Taux de chômage % de la pop. active	sept.-23	3,0	3,0	3,6	3,1
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	sept.-23	-4,3	-2,3	0,6	-0,5
	PIB Vol, CVS, GA%	T3 23	-0,4	0,1	3,1	1,9
FR	Taux de chômage % de la pop. active	sept.-23	7,3	7,3	7,9	7,3
	Dépenses de consommation Vol, CVS, GA%	sept.-23	-3,0	-1,6	3,6	-2,6
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	sept.-23	-0,1	-0,3	5,7	-0,2
	PIB Vol, CVS, GA%	T3 23	0,7	1,1	6,4	2,5
IT	Taux de chômage % de la pop. active	sept.-23	7,4	7,3	9,5	8,1
	PIB Vol, CVS, GA%	T3 23	0,0	0,3	8,3	3,9
ES	Taux de chômage % de la pop. active	sept.-23	12,0	11,9	14,8	12,9

*Du 30/10/2023 au 05/11/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Jean-Louis Mourier

Economiste



Suivi Macroéconomique

Focus : L'incertitude autour des données d'emploi, un nouveau défi pour la Banque d'Angleterre ?

La Banque d'Angleterre (BoE) a de nouveau laissé son taux directeur inchangé à 5,25%, lors de sa réunion de novembre. Le compte-rendu de la réunion indique que le comité de politique monétaire était, une nouvelle fois, divisé. En effet, six membres ont voté en faveur d'une pause, tandis que trois membres étaient favorables à une hausse de 25 points de base. Dans son communiqué, **la Banque d'Angleterre a maintenu un biais restrictif, et indique que le taux directeur devrait rester élevé pendant une période prolongée.** La BoE a en effet revu à la hausse ses projections d'inflation pour 2024 à 3,1% (contre 2,5% dans les projections du mois d'août) et a ajouté une phrase dans son communiqué signalant que « *les dernières projections indiquent que la politique monétaire devra probablement être restrictive pendant une période prolongée* ». Concernant les projections de croissance, elles ont été revues à la baisse pour 2024 à 0%, contre 0,5% dans les projections d'août. Les prévisions de croissance pour 2023 sont restées inchangées à 0,5%.

Alors que la BoE doit faire face à une inflation qui peine à refluer, dans un contexte de croissance atone, **l'incertitude concernant la fiabilité des statistiques d'emploi est une difficulté supplémentaire dans la conduite de sa politique monétaire.**

Le Royaume-Uni a connu une pénurie de main d'œuvre élevée à la suite de la pandémie, dont une partie est imputable à la forte hausse du nombre de personnes inactives en raison d'une maladie de longue durée. Cette pénurie a été vue par la Banque d'Angleterre comme l'une des principales raisons de la forte croissance des salaires, augmentant les risques de spirale prix-salaires et justifiant la poursuite d'une politique monétaire restrictive.

Mais ce diagnostic s'avère avoir des fondements fragiles. En effet, le mois dernier, **l'ONS (Office for National Statistics) a abandonné sa publication mensuelle habituelle issue de l'enquête sur les forces de travail (LFS, Labor Force Survey).**

Le taux de réponse à l'enquête LFS décline depuis plusieurs années, une tendance qui s'est accélérée depuis le Covid-19, probablement en lien avec un changement des comportements induit par les mesures de distanciation sociale. **Le déclin du taux de réponse augmente le risque que les estimations issues de l'enquête LFS soient statistiquement biaisées.** En effet, si la baisse du taux de réponse est concentrée dans une certaine catégorie de ménages, l'enquête devient donc moins représentative de l'état réel du marché du travail.

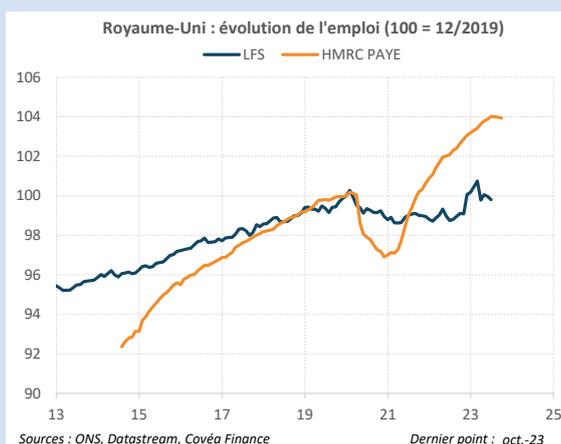
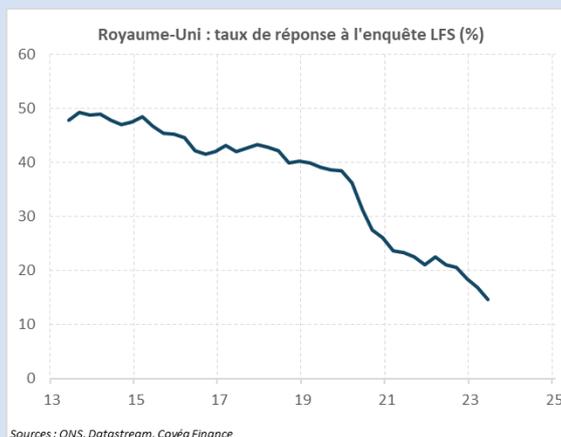
Afin de répondre à cette problématique, l'ONS développe une nouvelle enquête (TLFS, *Transformed Labor Force Survey*), afin d'améliorer la collecte de données et le taux de réponse, dont les premiers résultats pourraient être disponibles au printemps 2024.

En attendant, l'ONS a publié de nouvelles données expérimentales, pour pallier à l'abandon de l'enquête LFS, reposant sur les statistiques fournies par les entreprises à l'administration fiscale (HMRC PAYE) pour mesurer l'emploi, et les demandes d'allocation chômage pour mesurer le taux de chômage.

Ces nouvelles données semblent tout de même avoir certaines limites : elles sont en effet incomplètes (elles ne couvrent ni les travailleurs indépendants ni les raisons de l'inactivité par exemple) et elles diffèrent des résultats de l'enquête LFS. En effet, **selon l'enquête LFS, l'emploi est à peine revenu à ses niveaux d'avant crise, alors que selon les données HMRC PAYE, l'emploi a largement dépassé le niveau de décembre 2019.**

Outre les données d'emploi, **les différentes mesures d'évolution des salaires ne dressent pas le même tableau.** En effet, les données de salaires publiées par l'ONS indiquent des tensions salariales toujours très présentes, les salaires hors bonus ayant augmenté de 7,8% sur un an en moyenne entre juin et août. Or, d'autres données de salaires tels que le « *Wage tracker* » de la plateforme Indeed ou encore l'enquête de la BoE auprès des chefs d'entreprises soulignent que la croissance des salaires s'est modérée.

Lors de sa réunion, la Banque d'Angleterre a souligné que, depuis un certain temps, le comité de politique monétaire tient compte d'un large éventail de données pour éclairer ses jugements sur le marché du travail. L'incertitude entourant les données de l'enquête LFS souligne l'importance de cette approche à l'heure actuelle. **Cette plus grande incertitude pourrait conduire la BoE à devenir plus prudente dans son interprétation des nouvelles données du marché du travail et de salaires.**



Eloïse Girard-Desbois

Economiste

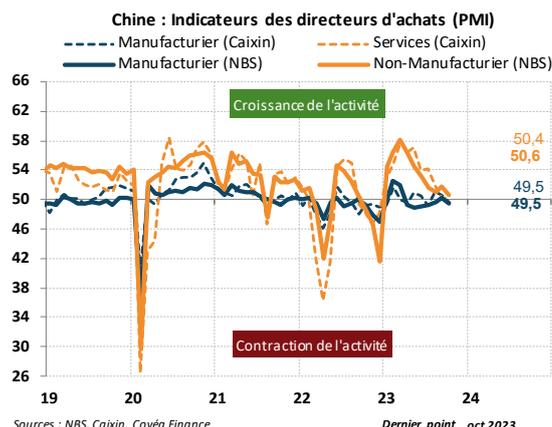


Suivi Macroéconomique

Asie

« De nouvelles inquiétudes sur l'économie chinoise »

Après des données de PIB plutôt rassurantes sur l'économie chinoise au troisième trimestre, l'enquête PMI du mois d'octobre alerte sur une nouvelle dégradation de l'activité. Le PMI manufacturier du Bureau national des statistiques (NBS) est en effet repassé en zone de contraction à 49,5 (après 50,2 en septembre) tandis que le PMI non-manufacturier recule à 50,6 (après 51,7 en septembre) en lien avec la modération de l'activité dans les services et la construction. Le NBS attribue une partie de cette baisse à la semaine de congés de la fête nationale chinoise (« golden week ») qui a lieu début octobre mais d'autres éléments, telles que la crise du logement et une demande (domestique et internationale) toujours fragile, sont probablement également en cause. Notons que cette mauvaise orientation de l'activité a été confirmée par l'enquête PMI de l'agence Caixin.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	sept.-23	2,6	2,7	2,8	2,6
	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	sept.-23	5,8	7,0	2,7	2,6
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	sept.-23	-3,7	-4,4	5,8	0,0
CH	PMI Non-manufacturier Indice	oct.-23	50,6	51,7	52,9	49,1
	PMI Manufacturier Indice	oct.-23	49,5	50,2	50,5	49,1

* Du 30/10/2023 au 05/11/2023

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Au Japon, l'activité dans l'industrie reste bien en-dessous de son niveau pré-pandémique. La production industrielle a faiblement rebondi, de 0,2% en glissement mensuel en septembre, après les baisses prononcées de juillet (-1,8%) et août (-0,7%). La production automobile a été vigoureuse et la production de machines a également progressé mais à un rythme bien inférieur à ce que laissaient envisager les enquêtes auprès des fabricants. En revanche le secteur de l'électronique a été particulièrement mal orienté sur le mois. L'enquête PMI indique que l'activité manufacturière pourrait à nouveau se dégrader en octobre, bien que le recul des stocks puisse quelque peu soutenir la production sur le dernier trimestre de l'année.

La consommation japonaise a marqué le pas en septembre. Après les hausses de juillet (+2,2% en glissement mensuel) et août (+0,2%), les ventes au détail ont légèrement reculé (-0,1%) sur le mois, mais elles se maintiennent à un niveau historiquement élevé en valeur. Les ventes d'appareils électroniques et ménagers ont enregistré une troisième hausse mensuelle consécutive (+4,0%) mais les ventes de produits alimentaires et boissons (-1,9%) et de vêtements (-7,2%) ont fortement chuté. Malgré le maintien de tensions inflationnistes, l'indice de confiance des ménages s'est légèrement redressé sur le mois, probablement en lien avec la dynamique plus favorable des salaires.

Pour soutenir l'activité et aider les ménages face à l'inflation, le Premier ministre Fumio Kishida a annoncé un plan de relance de 112 Mds\$. Ce plan comprend notamment une réduction temporaire de l'impôt sur le revenu et de la taxe d'habitation à partir de juin 2024, pour un montant d'environ 20 Mds\$.

En outre, le gouvernement a annoncé une prolongation jusqu'à fin avril 2024 des subventions destinées à atténuer la hausse des prix de l'essence, de l'électricité et du gaz. Selon le Premier ministre, l'objectif du programme est de « stimuler la consommation en augmentant le revenu disponible des citoyens et en créant un cercle vertueux dans l'économie ».

Enfin, en Corée du Sud, l'inflation a atteint 3,8% en octobre (après 3,7% en septembre). Elle augmente ainsi pour un troisième mois consécutif, principalement en lien avec les prix des produits agricoles, qui ont été affectés par des conditions météorologiques défavorables, et la hausse des prix des transports publics. En revanche l'inflation sous-jacente poursuit sa légère modération à 3,2%.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : la route de la normalisation reste longue pour la Banque du Japon

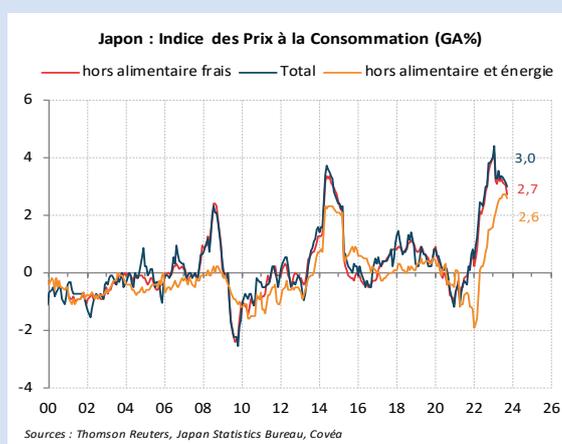
A l'occasion de sa réunion du 30-31 octobre, la Banque du Japon (BoJ) a annoncé la mise en place d'une politique monétaire un peu moins accommodante en flexibilisant sa politique de contrôle de la courbe des taux (PCC). La BoJ cible toujours un taux des obligations souveraines à 10 ans de 0% mais sans imposer une fourchette de fluctuation stricte. Le seuil de 1%, qui constituait auparavant une limite haute rigide de fluctuation du taux, est désormais considéré comme une référence et peut donc être dépassé en pratique. Concrètement, la BoJ proposait auparavant des achats quotidiens illimités de titres à 1% alors qu'à présent, elle a l'intention de déterminer le taux proposé pour ses achats de manière ad hoc, en se référant aux taux d'intérêt de marché et à « d'autres facteurs ».

Ce mouvement constitue un nouveau pas vers la normalisation (après les flexibilisations de la PCC de décembre 2022 et juillet 2023) mais il reste modeste et **la politique monétaire japonaise demeure largement accommodante, à contre-courant des politiques menées par les autres grandes banques centrales à travers le monde.** En effet, 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.

Les membres de la BoJ ont significativement revu à la hausse leurs projections d'inflation. La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation (hors produits alimentaires frais) à 2,8% pour l'AF (année fiscale) 2023 (contre 2,5% dans les projections de juillet), 2,8 % pour l'AF 2024 (1,9% auparavant), et 1,7% pour l'AF 2025 (1,6% auparavant). Les projections sur l'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires frais et énergie) ont également été revues à la hausse à 3,8% pour l'AF 2023 (3,2% auparavant), 1,9% pour l'AF 2024 (1,7% auparavant) et +1,9 % pour l'année fiscale 2025 (1,8% auparavant). La différence prononcée entre les deux mesures pour l'année 2024 reflète probablement la décision du gouvernement d'étendre la subvention sur les prix de l'énergie jusqu'en avril prochain, différant ainsi la hausse.

Les révisions haussières se concentrent sur les années 2023 et 2024 alors qu'elles sont marginales pour 2025. Par rapport à juillet dernier, **la BoJ ne semble donc pas avoir observé de progrès majeur dans la réalisation de son objectif d'une inflation durable et stable de 2%, alimentée par un cycle vertueux de progression des salaires et de prix.**

Comme l'a indiqué le gouverneur Ueda lors de ses derniers discours, l'inflation reste dominée par des facteurs temporaires. Toutefois, la BoJ s'attend à ce que des pressions plus durables se renforcent progressivement sur les prix, notamment en lien avec la hausse de la concurrence pour la main d'œuvre (entretenu par le déclin démographique) et ses répercussions sur les salaires. **A l'heure actuelle, la BoJ considère néanmoins que le rassemblement des conditions nécessaires à l'entretien de ces pressions inflationnistes durables n'est pas encore à portée de vue et que d'importantes incertitudes se maintiennent sur ces perspectives.** Ainsi, elle estime que le maintien d'une politique monétaire très accommodante reste appropriée bien que la prise en compte des externalités négatives des politiques monétaires puisse amener à des ajustements, telles que les dernières annonces de flexibilisation de la politique de contrôle de la courbe des taux.



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.