

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

5 août 2024

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Les facilités de mises en pension des banques centrales garantes de la stabilité du marché monétaire ?

Depuis plus de deux ans les banques centrales réduisent leur bilan et cherchent à sortir des mesures non conventionnelles mises en place depuis 2008. La réduction de ces bilans se fait notamment à l'actif par la diminution des portefeuilles de titres détenus par les banques centrales et en partie au passif par la baisse des réserves bancaires.

Les excédents de liquidité, bien qu'encore très importants, diminuent et les banques centrales cherchent des solutions pour éviter les accidents sur les marchés monétaires (en septembre 2019, lors de sa première tentative de réduction de bilan, la Réserve Fédérale américaine avait dû injecter en urgence 53Mds\$ de liquidités supplémentaires pour répondre aux besoins des marchés monétaires).

Pour éviter de tels accidents, les banques centrales ont mis en place des systèmes de repo où elles peuvent prêter de l'argent aux banques en prenant des titres de bonne qualité en garantie et donc se substituer aux acteurs privés en cas de liquidité insuffisante sur le marché interbancaire. Elles cherchent à pérenniser ces outils, les rendre moins coûteux et surtout à ce que les banques les utilisent sans crainte d'être accusées d'avoir des difficultés de financement à court terme. L'utilisation de ce repo par les banques permettrait aux banques centrales de continuer à réduire leur portefeuille de titres tout en fournissant la liquidité nécessaire à chaque banque.

Ainsi, la Fed a mis en place une facilité permanente de repo, le SRF « Standing Repo Facility ». Cette facilité a d'abord été un outil temporaire que la Fed activait en cas d'urgence. Depuis 2021, pour faciliter son utilisation, la facilité est devenue permanente et le nombre de banques qui y ont accès a significativement augmenté. La BCE continue, de son côté, à mener ses opérations principales de refinancement à une semaine (MRO) au taux de refinancement. Les modifications du cadre opérationnel effectives en septembre vont rendre ces opérations plus attractives avec des demandes toujours servies en intégralité et un coût plus faible pour les banques. Enfin la Banque d'Angleterre a également mis en place une facilité de ce type en 2022, le STR « Short Term Repo ». Les montants empruntés auprès de la banque d'Angleterre via cette facilité ont augmenté depuis le mois d'avril, de 5Mds£ à 34Mds£ actuellement. La directrice de la division des Marchés, a communiqué mi-juillet pour rassurer les marchés sur ce sujet, considérant la hausse des encours bienvenue et non pas inquiétante. Elle estime que les facilités de repo devraient continuer à monter en puissance pour générer des réserves bancaires en compensation des réserves effacées par la réduction des portefeuilles de titres.

Malgré les efforts des banques centrales qui souhaitent les promouvoir, les investisseurs considèrent toujours que le recours à ces facilités reste un indicateur de tensions sur les marchés monétaires, et les banques ne les utilisent qu'en dernier recours par peur d'être pointées du doigt. Aux Etats-Unis, ces dernières semaines, certaines opérations de repo privé se sont effectuées à des taux supérieurs à celui du SRF. Les banques préfèrent payer plus cher que recourir au SRF. Les montants restent donc encore faibles.

Les banques centrales finiront-elles par être entendues, et les facilités de repo fréquemment utilisées, ou seront-elles contraintes d'arrêter la réduction de leur portefeuille de titres pour préserver la stabilité du marché monétaire ?

De notre côté, nous restons très vigilants aux mouvements des marchés monétaires et à leur liquidité.

Marie-Edmée de Monts de Savasse
Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6
Etats-Unis
Europe
Asie

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Cette semaine, les marchés obligataires ont principalement réagi à la réunion de la politique monétaire de la Réserve Fédérale et aux données d'emplois aux Etats-Unis. Les conclusions de la politique monétaire de la Réserve Fédérale semblent montrer une bascule dans la priorité donnée entre les objectifs de la banque centrale. La variable décisionnelle pourrait désormais davantage dépendre de l'emploi que de l'inflation. Dès lors, les intervenants ont scruté tout particulièrement les données d'emplois en fin de semaine, ressorties en baisses. Un réajustement des scénarii du marché sur les taux directeurs s'est alors opéré, passant de 2 baisses de taux de 25 pbs à 5 baisses, soit un taux directeur à 4.00%-4.25%. La BoE a lancé son processus de baisse de taux directeur, avec un vote en faveur d'une action de 25 pbs, à 5.00%. A l'opposée, la BoJ a procédé à une hausse inattendue de son taux directeur de 15 pbs, à 0.25%, et annoncé une réduction progressive du rythme d'achats d'obligations souveraines de moitié d'ici le 1er trimestre 2026, à 3.000 Mds JPY par mois. Cette réduction conduira à une baisse du stock d'obligations souveraines détenus de l'ordre de 7% à 8% d'ici 2026. Dans ce contexte, les taux 10 ans sont en baisses de 40 pbs aux Etats-Unis (à 3.79%), de 23 pbs en Allemagne (à 2.17%) et de 10 pbs au Japon (à 0.95%).

Sur le marché du crédit, les primes de risques s'écartent de 8 pbs sur la catégorie Investissement (IG) à 118 pbs soit un taux moyen de 3.59%, et 12 pbs sur le Haut rendement (HR) à 389 pbs soit un taux moyen de 6.56%. Le marché primaire se montre très dynamique malgré la saison de publications de résultat. Les émissions se portent à 31 Mds€ sur l'IG et 13.4 Mds€ sur le HR avec notamment les émetteurs Vodafone et Astrazeneca.

Le Focus de la semaine : Le marché des CMBS (commercial mortgage-backed security)* européen

Le marché de l'immobilier commerciale fait face, depuis quelques mois, à de forts vents contraires. D'une part, la remontée des taux d'intérêt contribue négativement au profil financier des détenteurs de ce type d'actifs, tant en matière de financement que de valorisation. D'autre part, la nouvelle organisation du travail les impacte également. Ce dernier point regroupe à la fois l'usage plus ou moins intensif du télétravail et du « flex office » (à savoir l'absence de bureau attiré) par les entreprises, un élément permettant de réduire l'emprise immobilière sur les comptes de ces dernières.

Les actifs immobiliers de bureau doivent donc se réinventer en offrant d'avantages de fonctionnalités, comme des espaces de convivialité, un accès facilité au transport... Dès lors, les actifs « premium » (offrant ce type de prestation) rencontrent une forte demande de la part des locataires. A l'opposé, les actifs anciens qui ne remplissant pas ces critères perdent en attractivité.

Le volume total de prêts à ce segment de marché est estimé à 1.600 Mds€ en Europe continentale et 250 Mds€ au Royaume Uni. Une part significative de ces financements est réalisée avec les banques, 80% en Europe et 54% au Royaume Uni. Les CMBS jouent un petit rôle dans le financement de ce marché européen de l'immobilier commercial, respectivement 3% (soit environ 48 Mds€) et 12% (soit environ 30 Mds€). A titre de comparaison, le marché CMBS américain représente 1.400 Mds\$.

Le marché primaire européen des CMBS est limité avec des émissions annuelles entre 1 Mds€ et 7 Mds€, à travers 5 à 20 transactions. Principalement émis à taux variable, la durée de vie moyenne est comprise entre 3 et 5 ans. Le marché secondaire est peu actif, environ 90 M€ sont échangés par mois en moyenne en Europe, poussant les investisseurs à détenir jusqu'à maturité leurs titres. Dans ce contexte, la valorisation des CMBS européens se montre moins volatile que d'autres modes de financement coté, notamment les titres obligataires des sociétés immobilières.

A l'image de certains marchés de dettes, le marché des CMBS européen est également confronté à un « mur de la dette » puisque 8 Mds€ d'échéances sont attendues au cours des 2 prochaines années. Or récemment, les détenteurs de deux CMBS, l'un au Royaume-Uni, l'autre aux Etats-Unis, et disposant de bonnes notations, ont subi des pertes sur leurs investissements. Ces pertes sont le résultat d'un long processus. En effet, les gestionnaires, à court de loyers en raison d'actifs mal positionnés, ont fait défaut sur leurs prêts hypothécaires consentis pour l'achat des actifs immobiliers. La revente des immeubles adossés à ces prêts se traduit par la matérialisation d'une perte sur l'investissement réalisé. Et cela aboutit à l'incapacité pour le gestionnaire de rembourser totalement les investisseurs détenteurs du CMBS. Il s'agit des premières pertes sur des titres aussi bien notés depuis la crise financière de 2008.

*CMBS est une titrisation de crédits hypothécaires d'actifs immobiliers commerciaux.

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	02/08/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Variations (en pbs)											
Réserve Fédérale Américaine	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	0,00 →	0,00 →	0,00 →	0,00 →		
BCE - Taux Repo	4,25	4,25	4,25	4,50	4,25	0,00 →	0,00 →	-0,25 ↓	0,00 →		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,75	3,75	3,75	4,00	3,75	0,00 →	0,00 →	-0,25 ↓	0,00 →		
Banque d'Angleterre	5,00	5,25	5,25	5,25	5,25	-0,25 ↓	-0,25 ↓	-0,25 ↓	-0,25 ↓		
Banque du Japon	0,25	0,10	0,10	-0,10	-0,10	0,15 ↑	0,15 ↑	0,35 ↑	0,35 ↑		
Taux 10 ans											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	3,79	4,19	4,40	3,88	4,18	-40 ↓	-61 ↓	-9 ↓	-38 ↓	-9 ↑	32 ↑
Allemagne	2,17	2,41	2,50	2,02	2,61	-23 ↓	-33 ↓	15 ↑	-43 ↓	-17 ↑	24 ↑
France	2,97	3,12	3,30	2,56	3,14	-15 ↓	-33 ↓	41 ↑	-17 ↓	35 ↑	54 ↑
Italie	3,63	3,76	4,07	3,70	4,27	-13 ↓	-44 ↓	-7 ↓	-64 ↓	75 ↑	65 ↑
Royaume-Uni	3,83	4,10	4,17	3,54	4,40	-27 ↓	-34 ↓	29 ↓	-58 ↓	24 ↑	60 ↑
Japon	0,95	1,07	1,06	0,61	0,65	-12 ↓	-11 ↓	34 ↑	30 ↑	54 ↓	113 ↑
Crédit											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	62,9	54,2	60,9	58,1	72,0	8,6 ↑	1,9 ↑	4,7 ↑	-9,1 ↓		
Indice Itraxx Crossover	331,9	295,1	319,2	309,9	398,5	36,8 ↑	12,7 ↑	22,0 ↑	-66,7 ↓		

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

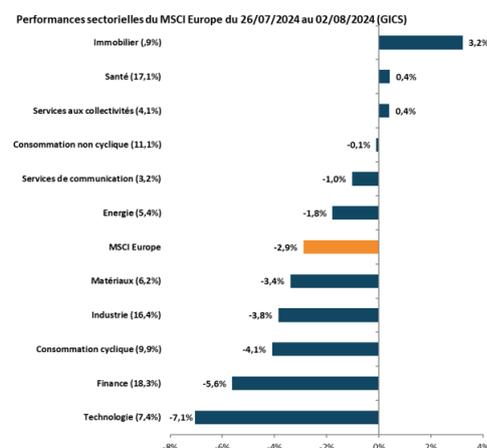
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Le MSCI Europe (dividendes non réinvestis) reculent de près de 3% cette semaine. Ce mouvement de correction survient essentiellement en fin de semaine avec la publication de statistiques économiques décevantes aux Etats-Unis, à l'instar de l'indicateur d'enquête sur le secteur manufacturier en fort recul et des chiffres de l'emploi. Ces données interpellent sur la trajectoire de l'activité économique expliquant en grande partie la hiérarchie sectorielle. Les secteurs les moins sensibles occupent le haut du classement, certains comme la santé et les services aux collectivités affichant même une performance légèrement positive (+0,4%). A l'inverse, la consommation cyclique et la finance affichent toutes deux des baisses supérieures à 4%. On notera enfin la forte baisse de toute la sphère des semi-conducteurs en fin de semaine, revers de la concentration des performances que nous avons pu observer jusque-là. La technologie (-7,1%) est donc le secteur qui enregistre la plus forte baisse, ASML et ASM International enregistrant des baisses de l'ordre de 10%.

Notons que du point de vue géographique ce sont les indices espagnols (-4,4%) et italiens (-5,3%) qui enregistrent les plus fortes baisses, expliquées par le poids du secteur bancaire dans la construction des indices.



Source: Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine: Point d'étape dans la saison de publications de résultat

A mi-chemin de la saison de publications des résultats du deuxième trimestre de l'année, nous profitons de ce suivi hebdomadaire pour mettre en avant les premiers éléments qui ressortent des communications des entreprises. La dynamique la plus favorable est visible au sein du secteur de la santé où les principaux laboratoires comme Novartis, Roche, Astrazeneca ou encore Sanofi ont tous revu leurs objectifs d'activité ou de bénéfices à la hausse pour l'année en cours. Au-delà de la vigueur de l'activité, le contrôle des coûts est lui aussi mentionné pour certains lorsqu'il s'agit de la bonne tenue de la rentabilité.

Au sein de l'industrie, le thème de la demande pour l'électrification que nous avons mis en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières continue d'être vigoureux, en témoignent les publications des fournisseurs de câbles Nexans ou de Prysmian. D'autres marchés finaux sont en revanche toujours à la peine ou ne redémarrent pas. C'est le cas pour la construction résidentielle en Europe et en Chine et pour le cycle court industriel de manière générale (Legrand, Schneider Electric). Cela se traduit d'ailleurs de manière visible chez Kion, acteur allemand de la logistique industrielle qui a revu à la baisse ses anticipations de croissance.

Les secteurs liés à la consommation montrent aussi des signes de faiblesses en termes de volumes. Le marché américain reste difficile pour les acteurs des spiritueux (poursuite du déstockage) tandis qu'Heineken et Campari ont mentionné des tendances moins favorables en Europe. Les constructeurs automobiles à l'exception de Ferrari ont également déçu, notamment sur leurs niveaux de rentabilité attendus pour l'année (Stellantis, Mercedes).

Enfin, le secteur de la technologie continue de bénéficier des tendances sous-jacentes favorables, le compartiment des semi-conducteurs (ASML, ASM International) en est un bon exemple. Notons néanmoins que pour ce dernier comme nous l'avons vu dans l'évolution des marchés de ces dernières semaines, y compris pour les acteurs internationaux, des incertitudes émergent à l'image des sujets géopolitiques. On observe également l'effet défavorable du début de la déconcentration des performances dans les variations boursières. Le segment des logiciels et des services informatiques souffre de la baisse des dépenses des entreprises alors que plusieurs sociétés ont dû revoir à la baisse leur objectifs annuels comme Dassault Systèmes ou Sopra Steria par exemple. L'éditeur de progiciels allemand SAP, exception dans ce segment, continue trimestre après trimestre à confirmer son statut de société incontournable du secteur en Europe.

Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	02/08/24	J-7	28/06/24	29/12/23	T-12 mois	J-7	28/06/24	29/12/23	sur 12 mois		
MSCI EMU	155	162	162	153	147	-4,1	↓	1,7	↑	5,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	986	1 024	1 012	966	954	-3,6	↓	2,1	↑	3,4	↑
MSCI EMU Small Cap	408	423	410	426	407	-3,4	↓	-4,0	↓	0,4	↑
MSCI Europe	167	172	172	161	154	-2,9	↓	3,9	↑	8,6	↑
France CAC 40	7 252	7 518	7 479	7 543	7 261	-3,5	↓	-3,9	↓	-0,1	↓
Allemagne DAX 30	6 785	7 076	7 006	6 629	6 289	-4,1	↓	2,4	↑	7,9	↑
Italie MIB	32 019	33 812	33 154	30 352	28 703	-5,3	↓	5,5	↑	11,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	8 175	8 286	8 164	7 733	7 529	-1,3	↓	5,7	↑	8,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 594	9 820	9 636	8 920	8 739	-2,3	↓	7,5	↑	9,8	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

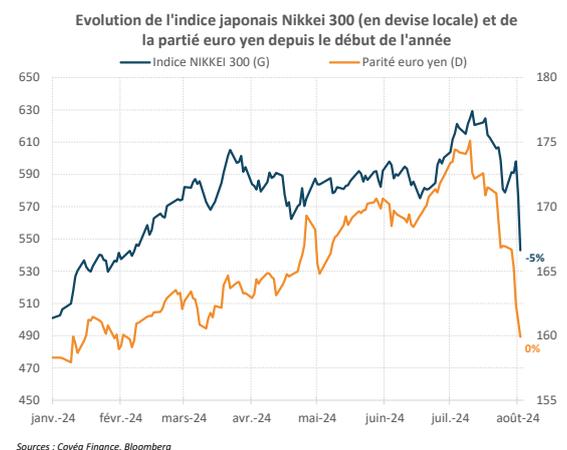
L'analyse des marchés :

En Asie, les indices terminaient la semaine globalement en baisse. Les pays d'Asie du Nord (Japon, Corée du Sud, Taiwan), à plus forte composante technologique, affichaient les baisses les plus marquées face aux inquiétudes sur la dynamique des dépenses dans l'infrastructure informatique dédiée à l'IA. Les risques de nouvelles restrictions américaines envers la Chine sur l'accès aux puces mémoires les plus avancées et dédiées à l'IA ont aussi pesé sur la Corée du Sud qui comprend deux des principaux acteurs (SK Hynix, Samsung Electronics). Le Japon était pénalisé par la poursuite de la normalisation monétaire de la Banque du Japon (BoJ) après le relèvement de son taux directeur à 0.25%, niveau le plus haut depuis 2008 et l'annonce de la baisse progressive de ses achats mensuels d'obligations jusqu'en 2026. La désynchronisation des politiques monétaires entre le Japon et les Etats-Unis, a participé à la hausse du yen contre dollar et pénalisé les valeurs exportatrices et les secteurs sensibles à la hausse des taux comme l'immobilier. Malgré la dégradation de l'activité manufacturière en Chine pour le troisième mois consécutif, les indices chinois terminaient proche de l'équilibre dans l'attente d'annonces d'un plan de soutien à l'économie.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 clôture la semaine en baisse de 2.1%. Une série de mauvais indicateurs économiques sur le front de l'activité manufacturière et de l'emploi ont alimenté les craintes d'une récession, pénalisant les valeurs les plus sensibles au cycle économique comme les valeurs financières, industrielles et de la consommation cyclique. En parallèle, les inquiétudes sur les niveaux d'investissements dans l'infrastructure IA face à la faiblesse des retombées financières de cette technologie après les résultats de certains des grands acteurs du numériques (faiblesse de la division cloud chez Microsoft et des perspectives de croissance au prochain trimestre décevantes chez Amazon) ont accéléré les prises de profit sur ce secteur. Les difficultés d'Intel (suspension de dividendes et suppression de 15% de ses effectifs) et les perspectives de croissance prudentes d'ARM accentuaient la consolidation du secteur. Meta faisait figure d'exception, les investissements dans l'IA permettraient, selon l'entreprise, de mieux cibler et personnaliser la publicité. Dans un contexte de hausse de la volatilité, les valeurs défensives (services publics, consommation courante, grands laboratoires pharmaceutiques) étaient recherchées par les investisseurs. Côté sociétés, Nvidia fait face à une enquête d'abus de position dominante par le département de la justice américaine, visant à déterminer si l'entreprise a cherché à décourager ses clients d'utiliser des produits concurrents.

Le Focus de la semaine : Un marché japonais sous d'intenses pressions vendeuses

Alors que le marché japonais caracolait en tête des meilleures performances depuis le début de l'année, la tendance s'est subitement inversée au cours des trois dernières semaines, subissant de multiples effets. Symboliquement, notons que le point bas du Yen contre Dollar a été concomitant avec le point haut du marché, à savoir le 11 juillet 2024. Alors que depuis le début de l'année la baisse du Yen autoalimentait la hausse du marché Japonais, voire plus globalement des marchés mondiaux, l'inflexion de la politique monétaire Japonaise (hausse des taux courts), alors que dans le même temps les principales autres banques centrales se dirigent (ou sont déjà) en train d'implémenter de premières baisses de taux, entraîne une vague de déboucement de positions vendeuses sur le Yen. Le financement d'opérations spéculatives en empruntant à des taux très bas en Yen pour se placer acheteur d'actifs dans des devises plus rémunératrices figurait parmi les arbitrages les plus joués dans les marchés financiers. La perspective d'une baisse des taux de la Fed, associée à la hausse des taux Japonais remet en question le bien fondé de ces opérations... la hausse subite du Yen autoentretenant cette fois ci le mouvement dans l'autre sens. Au-delà de ces phénomènes techniques, quoique majeures, plusieurs éléments sont également venus s'ajouter. Parmi eux, des prises de profits importantes dans le secteur technologique en partie liées au risque de surinvestissement dans la sphère Intelligence Artificielle, faisant chuter les valeurs de semiconducteurs. Enfin, après avoir investi sur les actions depuis le début de l'année (notamment du fait du rehaussement du plafond du NISA, l'équivalent du PEA Japonais), les particuliers Japonais semblent avoir liquidé brutalement une partie de leurs investissements dans un phénomène de peur, doublé d'appels de marge. Dans cette période d'ajustements, ou les éléments fondamentaux se mêlent à des facteurs techniques, nous restons vigilants, mais en même temps opportunistes. Notre méthode de gestion étant ancrée sur des points d'intervention majeurs, elle nous permet d'être prêts en amont de ces phases, et ainsi saisir des opportunités d'investissement à long terme.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La consommation énergétique des centres de données : un enjeu majeur

La demande de services numériques dans le monde a connu une croissance significative ces dernières années. À titre d'exemple, le trafic Internet a été multiplié par 7, passant de 0,6 zettaoctet en 2015 à 4,4 zettaoctets en 2022 (le zettaoctet équivaut à 10^{21} octets). Cette augmentation de la numérisation est soutenue par les centres de données et les réseaux de transmission de données : entre 2015 et 2022, les charges de travail, qui font référence aux tâches informatiques et aux opérations exécutées sur les serveurs et les systèmes des centres de données, ont ainsi crû de 25 % par an.

Sur la même période, la croissance de la consommation énergétique des centres de données a été plus modérée, atteignant 9 % par an. En effet, des avancées en matière d'efficacité énergétique ont contribué à modérer leur consommation énergétique, qui représente entre 1 et 1,5 % de la consommation mondiale d'électricité, selon l'Agence internationale de l'énergie.

En 2020, les centres de données et les réseaux de transmission de données ont généré environ 330 millions de tonnes d'équivalent de CO₂, soit 0,9 % des émissions de gaz à effet de serre (GES) liées à l'énergie, ou 0,6 % des émissions totales de GES. Malgré la demande croissante de services numériques, les émissions n'ont que légèrement augmenté depuis 2010. Cela est dû à l'amélioration de l'efficacité énergétique du matériel informatique et du refroidissement, aux achats d'énergie renouvelable par les entreprises du secteur des technologies de l'information et de la communication (TIC) et plus largement à la décarbonation des réseaux électriques dans de nombreuses régions. Enfin, les entreprises ont de plus en plus externalisé leurs centres de données au profit d'opérateurs spécialisés qui disposent d'installations modernes plus efficaces sur le plan énergétique.

Malgré les progrès significatifs en matière d'efficacité énergétique, la croissance rapide des charges de travail gérées par les grands centres de données a entraîné une augmentation substantielle de leur consommation d'énergie au cours des dernières années, de l'ordre de 20 à 40 % par an. À titre d'exemple, la consommation combinée d'électricité d'Amazon, Microsoft, Google et Meta a plus que doublé entre 2017 et 2021, atteignant environ 72 TWh en 2021.

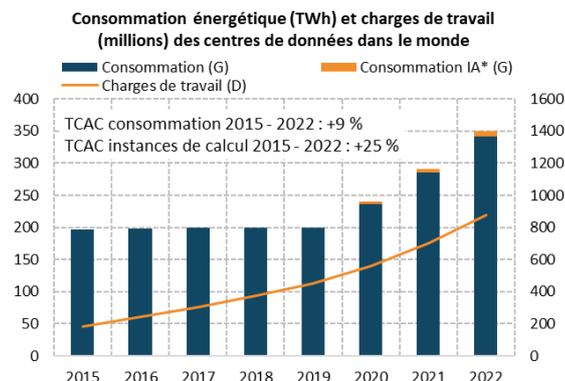
De plus, dans certains « petits pays » dont les marchés des centres de données sont en expansion, la consommation énergétique de ces derniers représente une part importante de la consommation nationale. À titre d'exemple, la consommation d'électricité des centres de données en Irlande a plus que triplé depuis 2015, représentant en 2022, 18 % de la consommation d'électricité du pays. Au Danemark, la consommation d'énergie des centres de données devrait être multipliée par six d'ici 2030, ce qui représente près de 15 % de la consommation d'électricité du pays.

L'amélioration de l'efficacité énergétique sera donc un enjeu majeur au cours des prochaines années.

Les centres de données peuvent mettre en œuvre plusieurs mesures pour réduire leur consommation d'énergie et améliorer leur efficacité. L'une de ces mesures consiste à utiliser du matériel économe en énergie, tel que des serveurs, des équipements de stockage et de réseau conçus pour l'efficacité énergétique. La consommation d'énergie des diverses puces (comme les processeurs, les GPU et les accélérateurs) a un impact direct sur la consommation globale des centres de données. L'optimisation de l'efficacité de ces puces est donc un enjeu majeur pour les sociétés de semi-conducteurs. Par ailleurs, les technologies telles que les disques SSD (« Solid State Drives ») contribuent également à réduire la consommation énergétique.

Une autre mesure importante concerne l'optimisation des systèmes de refroidissement. Les serveurs haute densité, équipés de puces consommant 1 kW d'énergie chacune, peuvent bénéficier d'un refroidissement par immersion liquide. Contrairement au refroidissement par air, qui est gourmand en énergie, le refroidissement par immersion liquide est plus économe. Enfin, les centres de données peuvent optimiser la gestion de leurs serveurs, par exemple en utilisant des technologies permettant de planifier l'exécution des charges de travail moins critiques pendant les périodes de demande énergétique plus faible.

Dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières, nous suivons de près les acteurs technologiques stratégiques qui contribuent à l'amélioration de l'efficacité énergétique des centres de données.



Source: Masanet et al. (2020), Cisco, IEA, Covéo Finance.
 Note : Les données excluent l'énergie utilisée pour l'extraction de crypto-monnaie.
 * : Consommation énergétique liée à l'intelligence artificielle.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Moindre dynamisme de l'économie américaine »

Aux Etats-Unis, la publication du rapport d'emploi illustre un allègement des tensions sur le marché du travail en juillet. Selon ce rapport du Bureau des statistiques du travail (BLS), l'économie américaine a créé 114 000 emplois sur le mois, confirmant le ralentissement de la dynamique du marché du travail. Par ailleurs, le nombre d'emplois créés en juin a été revu à la baisse de 206 000 à 179 000. Bien que le Texas ait été touché par un ouragan au début du mois, le BLS estime que cet évènement n'a pas eu d'effet perceptible sur les données nationales de l'emploi et du chômage. Le détail de ce rapport par Etat sera publié le 16 août prochain. L'emploi reste dynamique dans le secteur de la santé (+64 000) et dans la construction (+25 000). On note un rebond de l'emploi dans le secteur du tourisme et des loisirs, avec 23 000 emplois créés en juillet. En revanche, la réindustrialisation n'est pas encore perceptible dans ces statistiques d'emploi avec seulement 1 000 emplois créés sur le mois dans le secteur manufacturier, après 9 000 emplois détruits en juin. Le taux de chômage est remonté de 0,2 point à 4,3%, en partie porté par la hausse du taux de participation (+0,1 point à 62,7%), et atteint son plus haut niveau en trois ans. Par ailleurs, le ralentissement de la croissance des salaires se confirme. Les statistiques de coût du travail (*Employment Cost Index*) indiquent une hausse de 0,3% des salaires

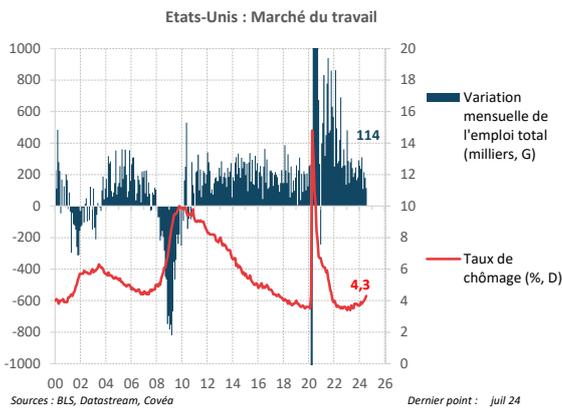
au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent, tandis que l'enquête mensuelle auprès des entreprises montre que les salaires sont en hausse de 3,6% en glissement annuel en juillet, après 3,8% en juin.

Le rapport JOLTS, également publié par le BLS, confirme la tendance moins favorable du marché du travail américain. En effet, le nombre d'emplois à pourvoir était en baisse en juin à 8,18 millions, soit l'un des plus faibles niveaux enregistrés depuis 2021. La relative faiblesse des données d'emploi pourrait être un argument en faveur d'une baisse de taux dès le mois de septembre de la part de la Réserve fédérale (Fed), Jérôme Powell ayant indiqué que la Fed était attentive au risque d'un refroidissement trop prononcé du marché du travail (voir Focus en page 7).

La confiance des consommateurs progresse légèrement. L'indice de confiance des consommateurs du Conference Board a légèrement rebondi en juillet mais reste en deçà du niveau moyen observé avant la pandémie. On note une amélioration des perspectives tandis que l'appréciation de la situation actuelle par les consommateurs reste mal orientée. Les consommateurs sont d'ailleurs moins optimistes concernant la situation actuelle du marché du travail, et sont plus nombreux à avoir déclaré que les emplois étaient difficiles à trouver.

L'industrie américaine demeure à la peine. L'ISM manufacturier est en effet en baisse pour le quatrième mois consécutif, et atteint son plus bas niveau en huit mois à 46,8, s'enfonçant un peu plus en zone de contraction. La sous-composante des nouvelles commandes a de nouveau baissé, tout comme celle de la production. Par ailleurs, les délais de livraison sont en hausse sur le mois. La morosité du secteur s'observe également du côté des données d'activité, avec un recul des commandes à l'industrie en juin.

Concernant les tensions commerciales, les Etats-Unis devraient, selon l'agence de presse Reuters, dévoiler le mois prochain une nouvelle règle visant à étendre la capacité des autorités à limiter les exportations d'équipements de fabrication de semi-conducteurs impliquant des technologies américaines de certains pays étrangers vers les fabricants chinois. Néanmoins, certains pays alliés jouant un rôle majeur dans le secteur, comme le Japon, les Pays-Bas et la Corée du Sud, devraient être exclus du champ d'application de cette nouvelle règle, limitant ainsi son impact.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ISM Manuf.	Indice	juil.-24	46,8	48,5	53,5	47,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	juil.-24	52,9	52,1	64,8	46,6
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	juil.-24	47,4	49,3	51,6	46,0
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	juil.-24	52,6	49,8	57,3	46,0
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	juin-24	-3,6	1,0	12,5	0,9
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	juin-24	5,3	6,4	14,6	18,2
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	juil.-24	100,3	97,8	104,5	105,4
Taux de chômage	% de la pop. active	juil.-24	4,3	4,1	3,6	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers	juil.-24	114	179	377	251
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	juil.-24	3,6	3,8	5,4	4,5

*Du 29/07/2024 au 04/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La semaine dernière a été marquée également par une montée des tensions internationales. Au Moyen-Orient, les interventions israéliennes ciblées dans les capitales du Liban et de l'Iran pourraient alimenter une escalade du conflit. Au Venezuela, les fortes irrégularités observées à l'occasion de l'élection générale dont l'actuel dirigeant, Nicolás Maduro, revendique la victoire, ont amené à de nombreuses manifestations dans le pays. Alors que la Chine, l'Iran, la Russie et la Syrie, ont rapidement félicité N. Maduro pour sa réélection, les États-Unis, l'Union européenne, de nombreux pays d'Amérique du Sud et l'ONU ont demandé davantage de transparence sur les résultats.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus : les grandes banques centrales évoluent en ordre dispersé

Après une première baisse de taux de la BCE il y a quelques semaines, la Banque d'Angleterre a, à son tour, annoncé une diminution de 25 points de base de son taux directeur. La Réserve fédérale a en revanche maintenu le statu quo sur sa politique monétaire lors de sa réunion de juillet, en ouvrant toutefois clairement la porte à une baisse en septembre. Dans une trajectoire inverse à celle des autres grandes banques centrales, la Banque du Japon a annoncé une hausse de son taux directeur à 0,25%, soit un niveau qui reste toujours très faible en comparaison à ses homologues américaines et européennes.

La Réserve fédérale maintient sa politique inchangée mais suggère qu'une baisse de taux pourrait intervenir dès septembre

A l'occasion de sa réunion du 31 juillet, le Federal Open Market Committee (FOMC) a maintenu sa fourchette de taux directeurs à [5,25 ; 5,5%], soit un niveau inchangé depuis juillet 2023, qui représente un plus haut en 23 ans. Cette décision a été prise à l'unanimité, mais le gouverneur Powell a indiqué que « certains » membres avaient envisagé la possibilité de réduire les taux dès cette réunion. Bien que le communiqué de presse maintienne que le Comité devra être encore plus confiant sur le retour de l'inflation à la cible pour baisser le taux, il met en avant de nouveaux progrès dans ce sens. J. Powell a indiqué que la Réserve fédérale se « rapprochait » d'une baisse des taux. Sans donner de garantie quant à la réalisation de cette baisse dès septembre, J. Powell a clairement indiqué que cette option était sur la table. Il a toutefois rejeté l'idée d'une baisse de 50 points de base lors de cette réunion.

La Réserve fédérale a affiché une communication plus équilibrée entre ses deux objectifs de stabilité des prix et de plein emploi. Dans son communiqué de presse, le FOMC ne se dit plus seulement « très attentif aux risques d'inflation » mais « attentif aux deux aspects de son double mandat ». Ainsi, les signes d'assouplissement des tensions sur le marché du travail ne sont plus uniquement présentés sous l'angle favorable de la diminution des tensions inflationnistes. J. Powell a en effet souligné le risque d'un refroidissement trop prononcé du marché du travail faisant peser un risque sur la réalisation de l'objectif de plein emploi de la Réserve fédérale. La progression de ces préoccupations, au regard de l'évolution des données économiques des prochains trimestres, devrait contribuer à définir la trajectoire de normalisation monétaire.

La Banque d'Angleterre (BoE) baisse son taux directeur mais ne s'engage pas pour la suite

La Banque d'Angleterre a réduit son taux directeur de 25 points de base, à 5,0%. Il s'agit de la première baisse de taux depuis le cycle de hausse débuté en décembre 2021. Cette décision a néanmoins été prise avec une courte majorité, puisque quatre membres sur neuf étaient favorables au maintien du taux directeur à 5,25%. Malgré son vote en faveur d'une baisse de taux, le gouverneur Andrew Bailey a indiqué que la BoE devra agir avec prudence pour la suite. Le communiqué de presse n'a d'ailleurs que peu évolué et continue d'indiquer que les taux devront rester en territoire restrictif « suffisamment longtemps » pour que l'inflation revienne durablement à la cible des 2,0%.

Bien que l'inflation se soit établie à 2,0% en mai et juin, la Banque d'Angleterre estime les prix devraient de nouveau accélérer d'ici la fin d'année. En effet, les effets de base très positifs sur l'énergie devraient progressivement s'estomper, tandis que les tensions dans les services pourraient persister. Par ailleurs, la Banque d'Angleterre a revu sa prévision de croissance pour 2024 à la hausse à 1,25% (contre 0,5% précédemment estimé), suggérant que l'économie britannique continue de résister malgré la politique monétaire restrictive.

La Banque du Japon sort de sa prudence habituelle

La Banque du Japon (BoJ) accélère le rythme de sa normalisation monétaire. A l'issue de leur réunion du 31 juillet, les banquiers centraux nippons ont annoncé une hausse du taux à 0,25%, alors que la BoJ ciblait auparavant la fourchette [0 ; 0,1%]. Le taux directeur reste faible relativement à ceux des autres grandes économies mais il s'agit d'un mouvement très significatif au regard de la politique menée par la BoJ au cours des 30 dernières années. Avec l'abandon de la politique de taux négatif en mars dernier, il s'agit seulement de sa deuxième hausse de taux depuis 2007.

Ce mouvement a surpris de nombreux acteurs de marchés. Une enquête menée du 23 au 25 juillet par l'agence de presse Nikkei indiquait que seuls 26% des 181 investisseurs interrogés s'attendaient à une hausse dès juillet. Ce mouvement était davantage attendu à l'occasion des réunions de septembre ou d'octobre. Alors que la BoJ avait déjà indiqué qu'elle annoncerait un plan de réduction de ses achats d'actifs en juillet, un mouvement simultané sur le taux directeur pouvait paraître peu probable au regard de l'attitude prudente favorisée par l'institution au cours des dernières années. En effet, la BoJ a également présenté un programme de réduction progressive de ses achats d'obligations d'Etat qui seront réduits de moitié d'ici au premier trimestre 2026 (à environ 20 Mds\$ par mois). Pour rappel, la BoJ détient déjà 53% des obligations émises par l'Etat.

L'accélération de la normalisation de la politique monétaire n'est pas le reflet d'une évolution des perspectives d'activité ou d'inflation. Le rapport trimestriel publié en marge de la réunion ne rapporte pas d'évolution majeure des perspectives économiques et sur les prix, à l'exception d'une réduction de la projection de croissance du PIB réel en 2024. Côté prix, la BoJ s'attend toujours à ce que l'inflation se maintienne autour de sa cible de 2% au cours des prochaines années. Ces mouvements restrictifs pourraient toutefois refléter la préoccupation croissante des autorités au regard de la faiblesse du yen qui s'était fortement déprécié au premier semestre 2024. La devise nipponne s'est néanmoins redressée fortement à la suite des récentes décisions de politiques monétaires, aux dernières données économiques et à leurs répercussions sur les marchés financiers pour se situer autour des 142 yens pour 1 dollar le 5 août, après un pic autour de 162 yens pour 1 dollar le 10 juillet.

Lors de sa conférence de presse, le gouverneur Ueda a adopté un ton restrictif. Il a clairement indiqué que d'autres hausses de taux seront progressivement mises en place. Il a déclaré que, même après les annonces de cette réunion, la politique monétaire reste très accommodante et qu'elle le sera encore même après plusieurs hausses de taux. Tout en répétant que les prochains mouvements de politique monétaire dépendront des données, et en particulier des salaires, il n'a pas exclu la possibilité d'une nouvelle hausse des taux d'ici à la fin de l'année 2024. Néanmoins, la rapide appréciation du yen, la correction brutale des marchés financiers et la faiblesse de la demande internationale pourraient affecter le rythme de normalisation de la politique de la Banque du Japon.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Europe

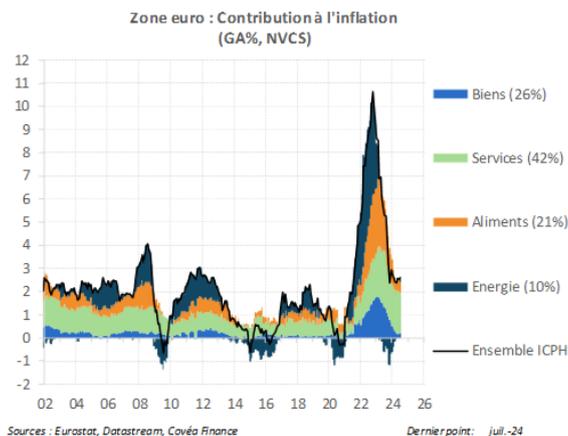
« En zone euro, l'inflation baisse lentement »

En zone euro, la croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) atteint 0,3% au deuxième trimestre (en glissement trimestriel), un niveau similaire à celui observé sur les trois premiers mois de l'année. Bien que les détails du PIB ne soient pas encore disponibles, les statistiques nationales suggèrent que la croissance a été tirée par la demande extérieure, tandis que la demande domestique demeure morose. La croissance de l'activité a été hétérogène parmi les grands pays européens. L'Espagne a été l'un des moteurs de la progression de l'activité en Europe, le PIB ayant progressé de 0,8% sur le trimestre. La

croissance est également relativement bien orientée en France et en Italie, le PIB étant en hausse de 0,3% et 0,2% respectivement. En revanche, l'Allemagne se démarque négativement, puisque le pays a enregistré une contraction de 0,1% de son activité. Pour le moment, la conjoncture reste morose à l'entrée du troisième trimestre. Les résultats des enquêtes des directeurs d'achat PMI publiés au début du mois suggèrent en effet que la conjoncture dans le secteur manufacturier s'est dégradée en juillet, notamment en Allemagne et en France. Par ailleurs, l'indice de sentiment économique publié par la Commission européenne est resté stable en juillet, mais a enregistré une baisse notable du sentiment dans le secteur des services. Les entreprises sont en effet devenues plus pessimistes quant à la situation actuelle mais également concernant les perspectives.

Du côté des prix, **l'inflation augmente légèrement en juillet à 2,6%, après 2,5% en juin**, tirée par le rebond modéré des prix de l'énergie. Sur les derniers mois, les effets de base favorables sur les prix de l'énergie, ont participé au mouvement de désinflation mais l'effacement progressif de cet élément pourrait ralentir le retour de l'inflation vers la cible de 2%. L'inflation sous-jacente est restée inchangée à 2,9% avec une contribution toujours élevée des prix des services, en hausse de 4% en juillet. Sur le mois, les prix des services sont en hausse de 1,2%, signe que les tensions inflationnistes persistent dans ce secteur.

Selon des informations du Financial Times, **l'Union européenne se prépare à une politique commerciale hostile de la part de D. Trump en cas de réélection**. Bruxelles estime que les exportations de l'UE pourraient baisser d'environ 150Mds€ par an si D. Trump applique les restrictions commerciales annoncées durant sa campagne. Les responsables européens seraient déjà en train de travailler sur cette question : bien qu'ils souhaitent privilégier une approche coopérative Bruxelles pourrait décider de mettre en place des mesures de rétorsion à l'encontre des Etats-Unis si les négociations échouent.



Sources : Eurostat, Datastream, Covéa Finance

Dernier point: juil.-24

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2022	Moy. 2023
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	juin-24	6,5	6,4	6,8	6,6
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	juil.-24	2,6	2,5	8,4	5,4
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	juil.-24	2,9	2,9	3,9	4,9
	PIB Vol, CVS, GA%	T2 24	0,6	0,5	3,5	0,5
AL	PIB Vol, CVS, GA%	T2 24	-0,1	-0,1	1,7	-0,1
FR	Dépenses de consommation Vol, CVS, GA%	juin-24	-1,0	0,5	-2,3	-1,6
	PIB Vol, CVS, GA%	T2 24	1,1	1,5	2,6	1,1
IT	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	juin-24	-1,2	-1,5	0,2	-2,8
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	juin-24	-2,7	-3,2	0,4	-2,1
	PIB Vol, CVS, GA%	T2 24	0,9	0,6	4,1	1,0
ES	PIB Vol, CVS, GA%	T2 24	2,9	2,6	5,8	2,5

*Du 29/07/2024 au 04/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Eloïse Girard-Desbois

Economiste

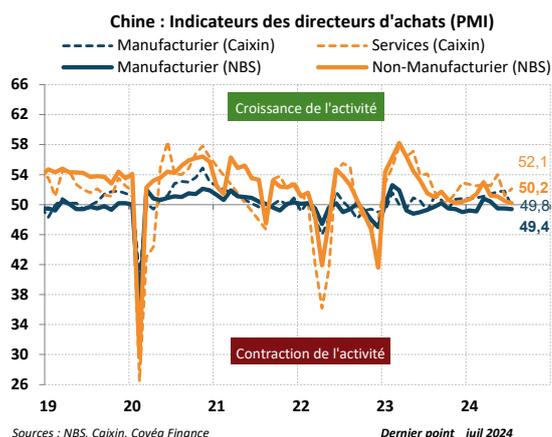


Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, l'enquête PMI n'indique toujours pas de redressement de l'activité »

En Chine, les résultats des enquêtes PMI décrivent une activité peu vigoureuse à l'amorce du troisième trimestre. Le PMI manufacturier du Bureau national des statistiques (NBS) recule légèrement de 0,1 point (pt) à 49,4 en juillet, indiquant donc une contraction légèrement plus prononcée de l'activité qu'un mois auparavant. L'écart s'est fortement réduit avec le PMI manufacturier publié par l'agence Caixin qui a reculé de 2 pts à 49,8. Les deux enquêtes se distinguent notamment par le fait que les entreprises sont davantage tournées vers les exportations dans l'échantillon de Caixin, ce qui pourrait indiquer que la demande internationale aurait moins compensé la faiblesse de la demande domestique sur le mois. Hors secteur manufacturier, l'enquête du NBS rapporte une stabilité de l'activité de services en juillet avec un indice PMI à 50 (-0,2 pt) et la poursuite de la modération dans le secteur de la construction dont l'indice atteint 51,2 (-1,1 pt).



Sources : NBS, Caixin, Covéa Finance

Dernier point : juil 2024

L'industrie japonaise se contracte en juin avec la dégradation du secteur automobile.

La production industrielle a décliné de 3,6% en glissement mensuel (GM) après une hausse de 3,6% enregistrée en mai. Ainsi, la production industrielle s'est redressée de 2,9% en glissement trimestriel au T2 mais reste loin de compenser le recul du T1 (-5,2% en GM). Le recul du mois de juin reflète notamment la forte contraction de la production d'automobiles (-8,9%) alors que de nombreux fabricants ont annoncé la suspension de la production de certains modèles suite à de nouveaux scandales de falsification de données – des révélations similaires s'étaient déjà traduites par des fermetures d'usines automobiles en début d'année. La production de machines s'est également nettement contractée sur le mois (-8,7%).

En revanche, la consommation japonaise reste orientée à la hausse en juin. Les ventes au détail ont progressé de 0,6% en GM en valeur, après des hausses déjà très solides en avril (1,2%) et en mai (1,7%). Cette progression s'est largement généralisée aux différents secteurs et a été particulièrement marquée au niveau des ventes d'automobiles. Les perturbations de l'offre évoquées ci-dessus pourraient toutefois affecter les ventes lors des prochains mois. Notons qu'en juin, les ménages ont bénéficié de la baisse d'impôt temporaire annoncée par le gouvernement pour entretenir leur consommation.

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

*Du 29/07/2024 au 04/08/2024

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Louis Martin

Economiste Zone Asie



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

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

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

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

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

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

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

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

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