

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

12 Juillet 2021

## On a été prévenu

La dernière décision de Pékin de bannir temporairement des applications de « smartphone » la société Didi (le Uber chinois qui détient 90% du marché local de VTC avec 14M de chauffeurs) confirme la reprise en main des sociétés technologiques chinoises par le pouvoir central. Si cela peut apparaître comme le sabotage de la deuxième plus grosse introduction en bourse chinoise à New-York, réalisée quelques jours plus tôt (le titre a perdu 20%), cette mesure vise surtout à tempérer l'attrait des entreprises de technologie pour une cotation purement américaine.

Une pression opérée sous couvert de violation de la réglementation sur la collecte, l'utilisation et la sécurité des données personnelles des utilisateurs. Comme dans le cas de la société Ant (groupe Alibaba), il semble que les dirigeants de Didi n'aient pas obtempéré à des demandes préalables à la levée de capitaux - sur le NY Stock Exchange - de la part du régulateur du cyberspace chinois alors même que des pressions s'exerçaient pour encourager une cotation locale sur les nouveaux compartiments des bourses de Shenzhen (ChiNext) ou de Shanghai (Star). Une attitude jugée insupportable pour une société qui possède des fichiers de données (géolocalisation, déplacement, conversations dans la voiture) presque aussi détaillées que celles des administrations de l'Etat et qui ferait supporter à la Chine un risque de sûreté nationale en cas d'ingérence ou de malveillance étrangère.

Une offensive antitrust, aussi, à faire pâlir d'envie les autorités occidentales face aux GAFAs... Une offensive, défendue par le Président chinois, pour un développement sain de l'économie de plateformes mais qui diminue la perspective de monétisation de la « data » et ainsi les perspectives bénéficiaires des acteurs du numérique. Une façon d'affaiblir ces pôles potentiels de pouvoir!

Un durcissement, enfin, qui est concomitant aux célébrations du centenaire du Parti communiste chinois. Un moment pour le Président Xi Jinping de réaffirmer l'objectif d'une grande renaissance de la Nation. Une réalisation qui s'inscrit dans un « processus historique irréversible », tout comme est réaffirmée au monde la détermination à la réunification avec Taiwan. L'occident est prévenu. Elle l'avait été aussi sur Hong-Kong dès 2014 à travers un livre blanc qui annonçait déjà clairement l'exercice par Pékin d'une juridiction complète sur l'île.

### Sommaire

#### Suivi des marchés

Marchés obligataires  
Marchés actions  
Regard financier & extra-financier

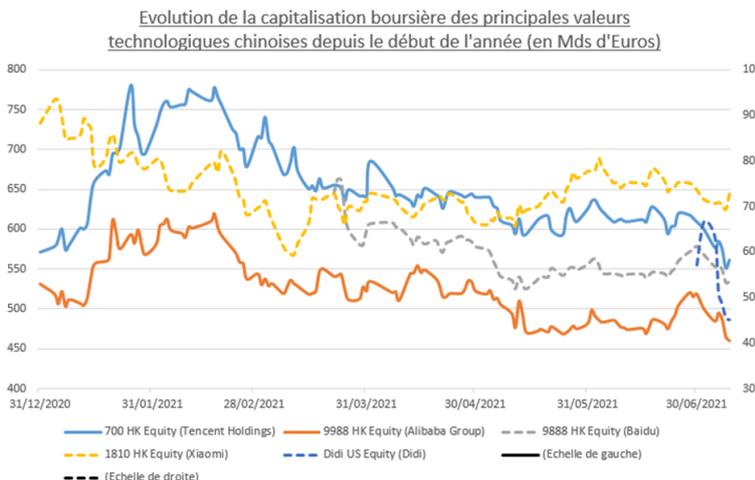
p2

#### Suivi macroéconomique

Etats-Unis  
Europe  
Asie

p5

### Focus de la semaine



« Une façon d'affaiblir ces pôles de pouvoir potentiels »

Source : Covéa Finance / Bloomberg

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

Les taux souverains américains et européens ont encore chuté cette semaine suite au regain d'aversion au risque. La crainte d'un reconfinement majeur qui pénaliserait la croissance mondiale a notamment fait chuter la partie « réelle » des taux, hors anticipations d'inflation. Celles-ci ont également été dégonflées par la baisse du cours du pétrole et l'absence d'avancée dans les négociations du plan de relance en infrastructures américain. Enfin, notons l'écartement du spread Italie-Allemagne, l'Italie est à 0,75%. Ainsi, nous nous retrouvons avec le 10 ans américain qui atteint ce matin 1,35% (avec un point bas le 8 juillet à 1,25%). La France et l'Allemagne sont respectivement à 0,05% et -0,29% (contre des points bas le 8 juillet à respectivement 0% et -0,34%). Le marché du crédit ressort avec une détente marginale, hors le segment du haut rendement, plus sensible à la poussée d'aversion au risque. De nombreux émetteurs liés au tourisme figurent parmi les principaux écartements : AF-KLM, Carnival, Lufthansa (pénalisé en plus par sa venue sur le marché primaire). Plusieurs émetteurs du secteur Automobile se distinguent dont Jaguar Land Rover, qui achève une opération sur le primaire, en euro et dollars, et ne tire pas parti du relèvement de sa perspective de notation chez S&P à stable. Alors que la saison des publications de résultats va s'ouvrir, les volumes primaires sur le crédit poursuivent leur tendance au reflux, à 7.1 Mds€. Un certain attentisme est perceptible, reflété depuis plusieurs semaines par la concentration des volumes sur la journée de mercredi. Les carnets d'ordres sont moins fournis également. Le haut rendement conserve un poids important, 43% des volumes, tandis que les formats « responsables » s'accordent une pause.

### Focus : Resserrement monétaire en Europe centrale

L'inflation s'est accélérée en Europe centrale depuis le début de l'année 2021. Un sujet qui n'est pas nouveau dans la région, déjà concernée par un épisode inflationniste juste avant l'épidémie de Covid et auquel cette dernière avait mis provisoirement fin, notamment en raison de la baisse du prix du pétrole. Ainsi, l'inflation devrait atteindre 3,8% en moyenne dans la région en 2021, un niveau plus connu depuis 2011, avec en tête d'affiche la Hongrie (avec 4,6%) et la Pologne (4,5%). Certes, une partie de cette accélération des prix provient d'un effet de base : les prix ont baissé pendant la pandémie et retrouvent progressivement leur niveau antérieur, au premier rang desquels le pétrole. Au-delà de cette circonstance, l'inflation comporte également un caractère conjoncturel. La réouverture des économies et la forte demande pour l'industrie manufacturière bénéficie aux pays d'Europe centrale et plus particulièrement aux secteurs exportateurs. Ainsi, le chômage est revenu au point bas de 2019. Sauf nouvelle fermeture liée au Covid qui impacterait de facto la croissance, celle-ci devrait durer encore à un rythme soutenu jusqu'à la fin 2022. La hausse des prix à la production est affectée par la hausse du coût des matières premières (énergie et alimentation), mais également par la rareté de certaines matières, notamment les métaux, les plastiques ou les semi-conducteurs, eu égard à l'ampleur de la demande. Or, cette dernière dynamique est appelée à durer car, au redémarrage de l'économie, s'ajoute la transition écologique, qui suppose le remplacement de biens anciens (moyens de transport notamment) par de nouveaux : soumises à des tensions durables sur les coûts les entreprises devraient donc connaître des tensions sur leurs marges. Deux banques centrales, la République tchèque et la Hongrie ont d'ores et déjà relevé leurs taux directeurs en juin. D'autres devraient suivre.

## Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) est stable. Les marchés actions ont cependant été volatiles, marqués par un retour de l'aversion au risque. Ceci est dû aux craintes sur l'évolution du variant delta – La recrudescence de l'épidémie pourrait remettre en cause la reprise de l'économie mondiale au second semestre ; De nombreux pays ont ainsi décidé de restaurer les mesures de restrictions sanitaires. En termes de performances sectorielles, le segment de l'immobilier (+2%) arrive en tête du classement, profitant largement de la baisse des taux. A l'inverse, les investisseurs ont vendu les secteurs les plus risqués. Ainsi, ils se sont détournés des stratégies qui parient sur l'accélération de la croissance et le retour de l'inflation. C'est pourquoi les secteurs du voyage et loisirs, de l'automobile et des banques affichent des baisses marquées. Tout particulièrement, le secteur de l'énergie affiche une baisse de 3.1.%. Le secteur a été impacté par des craintes de hausse de production non coordonnée de la part des pays producteurs de pétrole.

Le titre Sartorius, société allemande dans le secteur de la santé, a bénéficié d'une bonne publication du second trimestre. A contrario, le titre Alstom a été pénalisé par des objectifs prudents sur la génération de trésorerie. Notre conviction sur le titre reste inchangée sur le moyen terme, la société s'inscrivant dans les changements structurels que nous observons dans nos perspectives économiques et financières. En termes géographiques, la Suisse et le Danemark dominent le classement grâce à leur forte exposition au secteur de la santé alors que Norvège et l'Espagne ferment la marche à cause de leur exposition aux valeurs de l'énergie.

L'activité des fusions-acquisitions reste très soutenue, avec un volume de transactions atteignant un record absolu de 1500 Milliards de dollars au second trimestre 2021. Cette effervescence est notamment alimentée par les moyens colossaux dont disposent les fonds de capital investissement. La semaine passée, le fonds Fortress a lancé une offre amicale sur le distributeur alimentaire anglais Morrison. L'offre valorise la société à un niveau très élevé comparé à son secteur. L'offre de Fortress vient contrer l'offre précédente du fonds CDR sur Morrison. Le fait que les fonds de LBO soient prêts à payer un prix fort démontre un fort appétit pour la prise de risque et le levier financier. Le retour des fonds sur les sociétés cotées traduit par ailleurs des valorisations très hautes sur les sociétés privées. La taille des transactions atteint également des records, comme le montre le récent rachat de l'Américain Medline pour 34 milliards de dollars par un consortium de fonds. Comme mentionné dans nos perspectives économiques et financières, nous restons particulièrement vigilants face au risque d'endettement excessif que traduit l'actualité des fusions-acquisitions.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Le regard de l'analyste

**Pour préserver la biodiversité** : La diversité biologique est souvent appréhendée en termes de variétés de plantes, d'animaux, de micro-organismes et d'écosystèmes qui abritent leurs multiples interactions.

Bien que la préservation et la restauration des écosystèmes terrestres soient l'objet de l'Objectif de Développement Durable n° 15, cela ne suffit pas pour compenser l'absence d'approches normalisées à l'échelle d'un secteur pour mesurer l'impact sur la biodiversité. C'est ce que devrait résoudre la *Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD)*, qui vient d'être approuvée début juin par les différents ministres des Finances du G7. L'objectif est bien entendu de capitaliser sur le succès de la *Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*, qui a joué un rôle déterminant dans l'intégration de la question des risques financiers liés au climat.

Certains émetteurs ont voulu prendre de l'avance en la matière : le spécialiste danois en énergies renouvelables ØRSTED a déclaré avoir conscience que le bruit de ses parcs éoliens offshore pouvait perturber les mammifères marins, ou encore que les fondations et les câbles des éoliennes pouvaient altérer les fonds marins et les habitats s'y trouvant. L'entreprise entend par conséquent identifier et mettre systématiquement en place toutes les initiatives garantissant une contribution globale nette positive sur la biodiversité pour tous ses nouveaux projets d'énergie renouvelable qu'elle mettra en service d'ici 2030.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés Américains

Semaine de hausse modérée aux Etats Unis, de l'ordre de 1%, portant néanmoins la hausse depuis le début de l'année à plus de 16%. Les marchés ont été portés par la forte baisse des taux long américains qui a bénéficié aux valeurs foncières et aux secteurs les plus défensifs (santé et services publics). Les valeurs de croissance, dont le secteur technologique, ont également été portées par un environnement de taux bas. A l'inverse, l'énergie souffre du repli du baril tandis que les banques, malgré des annonces de rachats d'actions importants, sont restées en repli. Une semaine encore marquée par l'actualité autour des géants Internet américains. Tout d'abord, le régulateur australien de la concurrence se préparerait à lancer une nouvelle campagne contre Facebook et Google. Il aurait rassemblé des preuves d'abus de pouvoir de marché de la part des deux sociétés et prévoit d'utiliser deux enquêtes en cours, en collaboration avec ses homologues en Europe, en Grande-Bretagne, aux États-Unis et au Canada. Les enquêtes seraient susceptibles de révéler que Facebook et Google ont un degré dangereux de contrôle sur la publicité en ligne, qu'Apple et Google exercent un contrôle trop important sur le marché des applications logicielles et que Google a trop de pouvoir sur les moteurs de recherche. Aux Etats Unis, Google fait l'objet d'un procès antitrust intenté par 36 États pour abus de pouvoir grâce à Google Play. Les procureurs généraux des États visent les frais que Google perçoit des développeurs pour les achats et les abonnements à l'intérieur des applications. Google aurait utilisé des tactiques anticoncurrentielles qui ont obligé les développeurs à passer par la boutique Google Play pour atteindre les utilisateurs. La société percevait alors des commissions allant jusqu'à 30 % sur les achats d'applications. Par ailleurs, le Pentagone a décidé d'annuler le contrat de 10 milliards de dollars pour bâtir ses infrastructures Cloud et qui avait été attribué à Microsoft en octobre 2019. La justice avait suspendu ce contrat à la demande d'Amazon, qui estimait avoir été écarté pour des raisons politiques en raison de l'inimitié entre Donald Trump et Jeff Bezos. Le contrat va faire l'objet d'un nouvel appel d'offre. Parmi les secteurs stratégiques, nous notons également que Chevron et ses partenaires vont réaliser un investissement record en Australie, au sein du projet de gaz naturel liquéfié (GNL) de Gorgon. Il s'élèvera à 4 milliards de dollars et ciblera des technologies qui permettront de poursuivre l'approvisionnement en gaz provenant du champ Janz-lo.

### Marchés Asiatiques

La semaine est marquée par une baisse générale des marchés en Asie en raison de la recrudescence de cas de covid-19 liés au variant Delta qui pourrait menacer la reprise économique compte tenu notamment de la lenteur des campagnes de vaccinations en Asie. L'Organisation Mondiale de la Santé surveille également l'émergence de 2 autres variants : Lambda (présent au Pérou, découvert en Afrique du Sud) et Epsilon (variant Californien), qui inquiètent également les marchés. Dans ce contexte, au Japon, les organisateurs des Jeux olympiques ont confirmé que les Jeux se dérouleront sans spectateur. Le gouvernement japonais a également déclaré l'état d'urgence au moins jusqu'au 22 août. La Thaïlande a décidé vendredi d'implémenter de nouvelles restrictions, dont un couvre-feu nocturne à Bangkok, alors qu'elle s'efforce de contenir sa troisième vague de COVID, la plus meurtrière (confinement de 14 jours concernant les 10 millions d'habitants de la capitale mais aussi neuf autres provinces). En Australie, le confinement strict, en vigueur depuis fin juin à Sydney, va être prolongé d'au moins une semaine pour contrer le regain épidémique.

Plus spécifiquement, la baisse des marchés chinois s'explique encore par la pression des régulateurs sur les sociétés technologiques. En effet, le régulateur a interdit le téléchargement de l'application Didi quelques jours après son introduction à la bourse américaine. En fin de semaine, le marché chinois a néanmoins rebondi, profitant de la baisse de 0,5% le taux de réserve obligatoire (RRR). Officiellement, il s'agit de compenser l'arrêt de mesures exceptionnelles mises en place en plein cœur de l'épidémie il y a 18 mois. Toutefois cette décision reste exceptionnelle (première fois depuis janvier 2020 que ce taux baisse) et permet plus officieusement de lever une partie des pressions sur les marges des entreprises (impactées par la hausse des prix des matières premières), de redynamiser la croissance économique (notamment en tentant de faire repartir la croissance du crédit) et de limiter les flux de capitaux entrants, dont les effets conduisent à l'appréciation du Yuan depuis plus d'un an. Au niveau microéconomique, on notera la perspective d'un investissement important de la société sud-coréenne Samsung SDI Co (filiale de Samsung Electronics) qui pourrait construire une usine de cellules de batteries aux États-Unis. Samsung SDI est en pourparlers avec des constructeurs automobiles, dont Stellantis et Rivian (une startup spécialisée dans les véhicules électriques soutenue par Ford Motors), pour fournir des batteries fabriquées dans son éventuelle future usine américaine.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

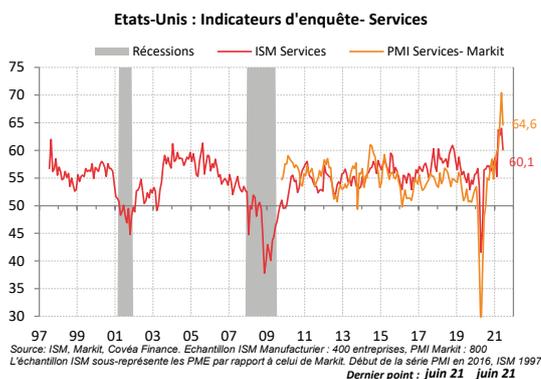
**La reprise en main des champions Internet chinois par le pouvoir central :** Après avoir longtemps profité du rayonnement international de ses champions internationaux et de leurs capacités à rivaliser avec leurs homologues américains, le régulateur chinois poursuit un tour de force sans précédent, limitant la capacité de développement des sociétés privées. Alors que dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous nous alarmons de cette interférence depuis plusieurs trimestres, nous sommes d'autant plus perplexes à l'avenir sur la capacité des sociétés chinoises à développer leur plan stratégique et donc à concilier les intérêts des investisseurs privés en même temps que ceux des autorités chinoises. Pour rappel, en novembre 2020, les autorités chinoises avaient déjà empêché l'introduction en bourse d'Ant Group, contrôlée par le milliardaire chinois et fondateur d'Alibaba, Jack Ma. Plus récemment, l'introduction à la bourse américaine de la société Didi (géant du VTC chinois, équivalent à Uber) marque sans doute un point d'arrêt dans l'internationalisation « financière » des sociétés Chinoises. A peine 3 jours après son introduction réussie sur le marché américain, les autorités chinoises ont interdit les téléchargements des applications Didi pour de nouveaux utilisateurs, stoppant net la croissance de la plateforme. Le régulateur chinois conduit une enquête sur une potentielle fuite de données de clients aux Etats-Unis (immédiatement démenti par les dirigeants de Didi). Deux autres sociétés chinoises introduites récemment à Wall Street, Full Truck Alliance et Kanzhun, seraient également ciblées par le régulateur chinois. Ironiquement, le gouvernement américain menace de son côté de retirer de la cote les sociétés chinoises si le régulateur américain est empêché d'accéder aux audits financiers effectués en Chine (sachant que l'accès est toujours refusé par le gouvernement chinois considérant que la demande affecte sa souveraineté nationale). Une situation qui paraît à ce jour inextricable ! D'ailleurs, suite à ces événements, le groupe chinois de données médicales LinkDoc a immédiatement annoncé l'annulation de son projet d'introduction à la bourse américaine. D'autres annulations devraient suivre puisque 34 autres sociétés chinoises avaient déposé leur dossier d'introduction à Wall Street cette année. De façon plus générale, le régulateur chinois travaille actuellement sur une modification de la législation lui permettant d'interdire aux sociétés chinoises de se faire coter à l'étranger même si la société y est enregistrée (cas de Didi, dont le siège social est à Pékin, elle est enregistrée aux Iles Cayman et cotée à New York). Toutefois, le changement de législation prenant du temps, la meilleure façon de calmer les ardeurs dans l'immédiat consiste à frapper sur le portefeuille des investisseurs, en faisant baisser les titres. A cet égard, les actions des trois groupes récemment cotées à New York ont enregistré des baisses importantes au cours de la dernière semaine, certaines s'affichant désormais sous leur niveau d'introduction (-15% pour Didi). Les sociétés chinoises cotées depuis longtemps sur le marché américain subissent les mêmes dégagements, Alibaba en étant l'exemple le plus frappant (-11% depuis le début de l'année, enregistrant un nouveau plus bas dans le courant de la semaine). Autant de signaux qui nous font rester à l'écart des valeurs chinoises cotées aux Etats Unis.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« L'incertitude entourant les perspectives économiques est jugée élevée par les membres du FOMC »

**Les minutes du comité de politique monétaire (FOMC) du 16 juin confirment le souhait de la Fed de se mettre en ordre de marche pour réduire le soutien monétaire.** Les discussions concernant la baisse du rythme des achats de titres ont débuté, et plusieurs participants ont mentionné qu'à la lumière des données publiées, ils s'attendaient à ce que les



conditions pour commencer à réduire le rythme soient réunies un peu plus tôt que ce qu'ils avaient prévu lors des réunions précédentes. Il en est de même pour le taux directeur, comme l'avaient montré les prévisions individuelles publiées le 16 juin : désormais une majorité de membres anticipent deux hausses de taux dès 2023, alors qu'aucun mouvement n'était envisagé à cet horizon dans les prévisions publiées en mars. En dépit des progrès réalisés, l'incertitude entourant les perspectives économiques est jugée élevée par les membres du FOMC, ce qui pour le moment les conduit à la patience. Certains participants ont souligné que les perturbations liées à la réouverture de l'économie (difficultés de la chaîne d'approvisionnement, pénurie de main-d'œuvre en lien avec la pandémie, les aides au revenu et les problématiques de garde d'enfants) compliquaient l'évaluation des progrès accomplis dans la réalisation des objectifs du Comité. Si le FOMC considère que la récente hausse de l'inflation est transitoire, une majorité des participants estime que les risques sur leurs projections d'inflation sont orientés à la hausse. Ce

risque reflète la crainte que les perturbations de l'offre et les pénuries de main-d'œuvre ne durent plus longtemps et n'aient des effets plus importants ou plus persistants sur les prix et les salaires. L'incertitude alimente ainsi la diversité des points de vue en terme de perspectives d'inflation : plusieurs membres ont souligné les risques de désancrage des anticipations d'inflation si la poussée récente devenait persistante, tandis que d'autres participants ont mis en exergue les risques baissiers attachés d'une part au retrait des facteurs temporaires liées à la réouverture et d'autre part au maintien des forces qui ont freiné la croissance des prix au cours de l'expansion économique précédente. L'absence de consensus pousse ainsi la Fed à temporiser et se mettre en position d'agir si les pressions inflationnistes devenaient durables.

Outre le calendrier, qui devrait être clarifié d'ici la fin d'année, **le débat a également porté sur la composition de la réduction du programme d'achat et la possibilité de réduire en priorité les achats de titres adossés à des créances hypothécaires (MBS).** Actuellement, le rythme d'achats mensuels est de 80 Mds\$ pour les titres du Trésor et 40 Mds\$ pour les MBS. Plusieurs membres se sont prononcés pour une réduction « plus rapide ou plus précoce » des achats de MBS en raison des pressions haussières sur les prix de l'immobilier. A l'opposé, plusieurs membres ont défendu une réduction conjointe des achats de titres du Trésor et de MBS, sur le modèle de ce qui avait été effectué en 2014. Les achats mensuels de Treasuries et de MBS avaient alors été réduits de 5 Mds\$ respectivement à chaque réunion du FOMC entre décembre 2013 et octobre 2014, date de fin du programme. **Les divergences de point de vue sont donc encore nombreuses au sein du FOMC et un consensus pourrait encore prendre quelques mois à se forger.**

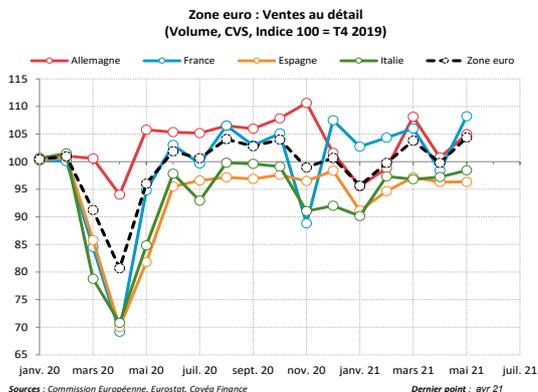
**Du côté des données d'enquête, l'indicateur ISM services s'inscrit en baisse en juin,** passant de 64 à 60,1 points, un niveau en deçà des attentes mais qui continue de décrire une activité solide. Les sous-composantes majeures enregistrent également des baisses avec le niveau d'activité à 60,4 (66,2 en mai), les nouvelles commandes à 62,1 (63,9) et l'emploi à 49,3 (55,3). Cette modération suggère que l'accélération liée à la réouverture et aux aides au revenu est désormais moins puissante. Les tensions sur les délais de livraisons se réduisent quelque peu mais restent significatives (68,5 après 70,4), tout comme les tensions sur les prix payés (79,5 après 80,6).

**Sur le plan international, les ministres des finances des pays du G20 ont approuvé le 1<sup>er</sup> juillet une révision des règles de taxation des multinationales,** applicable dès 2023. Ce projet de réforme fiscale mondiale, rare avancée de la coopération sur les questions de fiscalité, tient sur deux piliers : tout d'abord la création d'un impôt minimum mondial d'au moins 15 % pour les entreprises de plus de 750 millions d'euros de chiffre d'affaires. Ce volet de la réforme a été particulièrement porté par la Secrétaire au Trésor américaine Janet Yellen, en lien avec la volonté de l'administration Biden d'augmenter la fiscalité des entreprises afin de financer les plans de relance ; le second volet de la réforme fiscale mondiale consiste en un mécanisme permettant d'imposer les grandes multinationales rentables non plus en fonction de la localisation de leur siège social et leur propriété intellectuelle, mais en fonction du pays dans lequel se trouvent les consommateurs. Le projet doit maintenant être confirmé par l'accord formel des chefs d'Etat du G20 en octobre et tous les obstacles ne sont pas levés. Les Etats-Unis ont ainsi prévenu que le projet de taxe numérique de l'Union Européenne, destiné à financer en partie la plan de relance de 750 Mds€, pourrait faire dérailler les négociations. Par ailleurs, les Sénateurs Républicains américains sont opposés à cette réforme qui augmenterait la fiscalité des multinationales américaines, ce qui pourrait compliquer l'adoption du texte par le Congrès. Or l'approbation des Etats-Unis sera indispensable à une réforme ambitieuse de la fiscalité au niveau mondial.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Le compte rendu de la réunion de la BCE révèle des positions divergentes »



**La consommation reprend des couleurs en mai, alors que les économies entament leur réouverture.** Les ventes au détail en Zone euro enregistrent un gain de 4,6% par rapport au mois précédent, effaçant ainsi le net recul du mois d'avril, alors que la France et l'Allemagne faisaient face à de nouvelles restrictions sanitaires. Les ventes au détail se situent désormais à un niveau supérieur de près de 5% à celui d'avant-crise. L'Espagne et l'Italie demeurent toutefois à la traîne, avec des ventes au détail encore inférieures à la période pré-pandémie. Au cours des mois à venir, la consommation de biens devrait profiter de la réouverture progressive des économies et de l'utilisation de l'épargne accumulée en 2020. Le taux d'épargne, qui mesure la fraction du revenu disponible non consommée sur la période, était encore élevé au premier trimestre 2021, à 21,5% (contre environ 12,5% avant-crise). Pour ce qui est de la consommation des services, la capacité des pays, notamment ceux d'Europe du Sud, à relancer le tourisme dans un contexte de diffusion du variant delta jouera un rôle clé.

**L'indice PMI Composite, qui reflète le climat des affaires au sein du secteur privé (hors distribution) atteint 59,5 en juin selon l'estimation finale,** un niveau signalant une expansion de l'activité par rapport au mois précédent. **L'Espagne et l'Italie enregistrent une nette augmentation de l'indice PMI sur l'activité des services, à 62,5 et 56,7 respectivement,** une amélioration attribuable à la reprise progressive des secteurs les plus touchés par la crise (hôtellerie, restauration et tourisme notamment). L'enquête PMI révèle aussi des contraintes de capacité au sein du secteur des services ainsi que des difficultés à accroître la main-d'œuvre, ce qui entraîne des tensions inflationnistes. Ces pressions paraissent toutefois essentiellement transitoires, notamment au regard de l'existence d'importantes capacités non-utilisées au sein du marché du travail.

**Si la consommation se redresse, la bonne marche de l'industrie manufacturière demeure grippée par les difficultés d'approvisionnement.** Au mois de mai, la production industrielle manufacturière s'inscrit en recul en Allemagne, en France et en Italie. Seule l'industrie espagnole voit sa production progresser, ce qui marque son quatrième mois consécutif de hausse et lui permet de retrouver les niveaux d'avant-crise. Les productions industrielles française et allemande ont enregistré un repli depuis le début de l'année et restent inférieures de 7% et 4% respectivement par rapport aux niveaux du T4 2019. **Cette faiblesse traduit notamment les difficultés du secteur automobile, où la production en France et en Allemagne reste en retrait de plus de 20% vis-à-vis de la situation pré-pandémie.** La faiblesse de la production contraste avec le dynamisme de la demande, illustrant les contraintes d'offre actuelles. Ainsi, les nouvelles commandes à l'industrie allemande demeurent, malgré un léger recul mensuel, largement au-dessus des niveaux d'avant-crise (supérieures de 8%) en mai 2021.

Enfin, concernant la politique monétaire, la Banque Centrale Européenne a dévoilé les résultats de sa revue stratégique (cf. focus). **Le compte rendu de la réunion de politique monétaire des 9-10 juin, au cours de laquelle la BCE a annoncé l'extension du rythme d'achat actuel du programme PEPP, a également été publié. Ce dernier révèle des positions relativement divergentes quant à l'orientation de la politique monétaire.** Il a ainsi été souligné qu'une réduction du rythme d'achat pouvait être justifiée en raison de l'amélioration des perspectives de croissance et d'inflation ainsi que du caractère plus favorable des conditions de financement relativement à mars dernier. Le caractère temporaire du PEPP et la possibilité de ne pas utiliser l'enveloppe de 1850 Mds€ dans sa totalité ont également été rappelés. Par ailleurs, si le Conseil s'accorde sur le caractère transitoire de la hausse de l'inflation, les risques haussiers liés à l'utilisation de l'épargne accumulée durant la crise, aux anticipations des ménages et aux tensions sur les chaînes de production ont été soulignés. A l'opposé, il a été déclaré que, compte tenu des faibles niveaux des projections d'inflation, une augmentation du programme d'achat d'actifs pouvait être justifiée.

**Au Royaume-Uni, le premier ministre a annoncé que le gouvernement confirmerait le 12 juillet la levée effective des dernières mesures sanitaires.** A partir du 19 juillet, les dernières mesures de restrictions sociales (restrictions sur le nombre de personnes pouvant se rassembler et fermeture des discothèques notamment) devraient ainsi être levées. Le Royaume-Uni fait pourtant face à une augmentation rapide du nombre de cas positifs au coronavirus dans un contexte de diffusion du variant « Delta ». Le gouvernement estime que la campagne de vaccination (50% des britanniques ont reçu deux doses) devrait permettre de limiter la saturation des capacités hospitalières. A l'heure actuelle, le taux d'hospitalisation des patients atteints du Covid demeure relativement contenu. Une dégradation plus rapide que prévue de la situation sanitaire n'en demeure pas moins un risque important pour la reprise de l'activité, au Royaume-Uni comme dans le reste de l'Europe.

**Du côté de l'activité, l'évolution au cours du mois de mai s'est avérée décevante relativement aux espoirs de rebond attendu sur fond de réouverture.** L'indice du PIB Mensuel enregistre une progression de 0,8% par rapport à avril, après deux mois de croissance autour de 2%. La reprise s'essouffle donc quelque peu. La croissance a été entièrement portée par le secteur des services, qui progresse de 0,9% par rapport au mois précédent. L'activité des services orientés vers les consommateurs (hôtellerie et services récréatifs notamment) continue de profiter de la réouverture mais demeure toujours largement en-deçà des niveaux d'avant crise. **A l'instar de ce qu'on observe en Allemagne et en France, la production industrielle manufacturière recule sur le mois, pénalisée par une dégringolade de la production d'automobiles (-27% par rapport au mois précédent). Enfin, le secteur de la construction enregistre également un repli sur la période (-0,8%).**

# Suivi Macroéconomique

## Focus : Revue stratégique de la BCE

La Banque Centrale Européenne (BCE) a dévoilé cette semaine, et avec de l'avance relativement aux attentes, les résultats de sa revue stratégique, lancée en janvier 2020. **Bien qu'ils clarifient quelque peu le mandat de la BCE, ces résultats ne semblent pas induire de changements majeurs quant à l'orientation actuelle de la politique monétaire.**

**Premièrement, le Conseil des gouverneurs a annoncé la modification de son objectif d'inflation.** Jusqu'alors, la BCE visait une convergence durable des perspectives d'inflation « vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2 % », convergence qui devait se refléter « de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente ». Le Conseil des gouverneurs avait par ailleurs précisé, en juillet 2019, que l'objectif d'inflation de la BCE avait un caractère symétrique, créant ainsi une forme d'ambiguïté quant à la fonction de réaction de la banque centrale. **Désormais, la BCE ciblera un objectif d'inflation symétrique fixé à 2%.** La Présidente de la BCE, Christine Lagarde, a souligné que toute déviation de cette cible, à la hausse comme à la baisse sera considérée comme indésirable par la BCE. Cette nouvelle formulation peut donc être perçue comme une augmentation de quelques points de pourcentage de la cible de la Banque Centrale Européenne relativement à la situation précédente.

**Le Conseil des gouverneurs a néanmoins précisé qu'une période intermédiaire d'inflation légèrement supérieure à la cible pouvait être justifiée dans un contexte de taux nominaux proches du taux plancher et de risque de désancrage des anticipations d'inflation.** Autrement dit, la BCE ne s'interdit pas de laisser l'inflation dépasser la cible des 2% temporairement. Le Conseil des gouverneurs n'a toutefois pas précisé la durée ou le niveau d'un éventuel dépassement. L'approche de la BCE est donc moins formalisée que celle adoptée par la FED qui, avec son ciblage d'inflation moyenne, compense les périodes d'inflation faible par les périodes d'inflation plus forte.

**Deuxièmement, la BCE a annoncé une modification de la mesure de l'inflation, avec l'introduction des coûts des logements occupés par leur propriétaire.** En effet, la mesure actuelle de l'inflation ne reflète que partiellement les variations des prix liées au logement dans la mesure où elle se concentre uniquement sur les loyers effectifs (c'est-à-dire les loyers payés par les locataires). Elle ne prend donc pas en compte les coûts liés à l'achat et à l'entretien d'un logement, qui peuvent représenter un poste important de dépenses dans la consommation des ménages. En introduisant le coût des logements occupés par leur propriétaire, la BCE souhaite donc mesurer plus fidèlement l'évolution des prix payés par les ménages. Cet ajout peut par ailleurs être perçu comme une manière pour la BCE de prendre en compte les effets de sa politique. En effet, la hausse très importante de prix de l'immobilier au cours des dernières années peut être interprétée comme l'une des externalités négatives liées à l'augmentation du bilan de la BCE. **L'introduction des coûts des logements occupés par leur propriétaire ne devrait toutefois avoir qu'un effet marginal sur la mesure de l'inflation, de l'ordre de quelques points de pourcentage, à la hausse ou à la baisse en fonction du cycle immobilier.** Par ailleurs, le coût des logements occupés par leur propriétaire est actuellement publié par Eurostat de manière trimestrielle et avec un retard qui rend son utilisation difficile dans l'immédiat.

Enfin, la **BCE a également annoncé un plan d'action sur le changement climatique.** Ce plan prévoit, au cours des trois années à venir, un ensemble de mesures visant à inclure le réchauffement climatique et ses effets dans la conduite de la politique monétaire de la BCE. Parmi ces mesures, la BCE prévoit notamment la prise en compte des risques liés au changement climatique dans sa politique d'achats d'obligations privées d'entreprise (programme CSPP). La BCE pourrait ainsi adapter sa clé de répartition des achats en y intégrant des critères relatifs à l'environnement. La BCE envisage également de prendre en compte ces critères dans les notations de crédit utilisées dans le cadre des garanties. Ces changements pourraient être annoncés à partir de 2022 selon la feuille de route communiquée par la BCE.

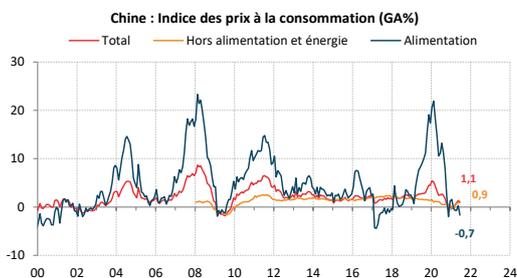
**Concernant les outils de politique monétaire, la BCE n'apporte pas de modification.** Le Conseil des gouverneurs note que les taux d'intérêt demeurent le principal instrument de politique monétaire. Il souligne également que les instruments dits « non-conventionnels » (achats d'actifs et TLTRO notamment) demeureront une partie intégrante de la boîte à outil de la BCE. Ni la question de la sortie du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), dont la fin est prévue en mars 2022, ni celle d'un éventuel arbitrage entre le programme PEPP et le programme APP n'ont été abordées. La BCE n'a pas non plus apporté d'éléments concernant une éventuelle modification des limites entourant les programmes d'achats d'actifs de l'APP. En effet, la question de la limite de 33% de détention des obligations souveraines d'un pays pourrait se poser à nouveau si la BCE décide d'augmenter le rythme d'achat de l'APP (20 Mds€ mensuel actuellement) pour assurer la transition avec le programme PEPP.

La prochaine réunion de la BCE aura lieu le 22 juillet. La nouvelle formulation du ciblage d'inflation sera donc formalisée à cette occasion. Le communiqué de politique monétaire devrait être modifié pour refléter la nouvelle stratégie de la BCE, Christine Lagarde a notamment annoncé une simplification de la communication de la BCE

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La banque centrale chinoise assouplit légèrement sa politique monétaire »



**Au Japon, la consommation des ménages fait les frais de la dégradation des conditions sanitaires au mois de mai.** Les dépenses de consommation reculent ainsi de 2,1% par rapport au mois précédent, avec une baisse marquée des dépenses de transports et d'habillement. La capacité de la consommation à soutenir l'activité au cours des mois à venir apparaît limitée en l'absence de mesures de soutien supplémentaires.

**En Chine, la croissance annuelle des prix à la consommation se modère en juin, passant de 1,3% à 1,1%.** Ce recul reflète la poursuite de la baisse des prix du porc (-13,6% en glissement mensuel), tandis que les prix des carburants sont en hausse (2,1% en glissement mensuel). Hors alimentation et énergie, l'inflation reste modeste à 0,9%.

**La Banque centrale chinoise (PBOC) a annoncé en fin de semaine une baisse de 0,5% des ratios de réserves obligatoires (RRR), ce qui fait passer le RRR moyen pondéré effectif de 9,4 % à 8,9 %.**

Cette décision, applicable à partir du 15 juillet à la plupart des institutions financières, intervient deux jours après que le Conseil d'Etat ait suggéré d'utiliser cet instrument de politique monétaire, « lorsque cela est approprié, pour renforcer le soutien financier à l'économie réelle ». Cet assouplissement devrait être en mesure d'injecter environ 1000 Mds de Yuan (150 Mds\$) dans le système financier selon les autorités monétaires chinoises. La PBOC justifie ce mouvement par d'une part le fait que la demande de liquidité va augmenter dans le court terme en raison d'échéances fiscales en juillet et de montants importants d'opérations de crédits à moyen terme (MLF) arrivant à expiration. D'autre part, les autorités monétaires estiment que la baisse du ratio de réserves améliorera la capacité des institutions financières à fournir un soutien stable au crédit pour l'économie réelle, en particulier aux petites et moyennes entreprises. Par ailleurs les données de crédits bancaires pour le mois de juin signalent une légère accélération de la croissance annuelle, à 12,3%. Ces données, ainsi que la décision de la PBOC, suggèrent que le cycle de resserrement du crédit pourrait avoir pris fin.

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		févr.-21	mars-21	avr.-21	mai-21	juin-21	juil.-21		
<b>Etats-Unis</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,8	1,5	17,6	16,3				
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-2,2	9,2	24,7	14,5				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	536	785	269	583	850			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-7,3	4,8	31,9	34,4				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	5,2	4,3	0,3	1,9	3,6			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,7	2,6	4,2	5,0				
<b>Europe</b>	<b>Zone euro</b>	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4724,6	4778,7	4755,8	4759,1			
		Taux de chômage (%de la population active)	8,2	8,1	8,1	7,9			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	0,9	1,3	1,6	2,0	1,9		
	<b>Allemagne</b>	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	99,7	104,2	103,3	103,9	103,5		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	-2,2	7,5	7,2	-0,8			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	6,0	29,2	80,7	54,3			
	<b>France</b>	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-2,2	12,8	47,9	36,4			
		Banque de France - Climat des affaires (indice)	100,5	104,5	106,4	106,7	107,4		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-12,5	-3,1	3,1	5,7	3,8		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	1,0	17,0	31,5	7,4			
	<b>Italie</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-6,4	14,3	44,2	20,5			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-8,6	12,7	70,5	40,6			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-0,9	38,1	77,8	21,2			
		PMI Manufacturier (Indice)	56,9	59,8	60,7	62,3	62,2		
	<b>Espagne</b>	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-2,0	22,4	96,4				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,0	12,9	48,2	26,0			
		PMI Manufacturier (Indice)	52,9	56,9	57,7	59,4	60,4		
	<b>Royaume-Uni</b>	Exportations (valeur, CVS, GA%)	0,5	27,7	75,5				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,7	3,1	27,2	20,5			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	-3,6	7,1	42,5	24,6			
	<b>Asie</b>	<b>Japon</b>	Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,4	0,7	1,5	2,1		
			Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	-4,5	6,9	13,0	11,0		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	-0,7	13,5	37,0	51,2		
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-0,4	0,6	1,4	1,9		
<b>Chine</b>		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1			
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	35,1	14,1	9,8	8,8			
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	108,4	68,1	51,1	39,0			
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	17,6	38,2	43,1	51,1			
<b>Autres émergents</b>	<b>Brésil</b>	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	2,5	8,5	32,3	24,1			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS,GA%)	5,2	6,1	6,8	8,1	8,4		
	<b>Russie</b>	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-3,2	2,3	7,7	11,9			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,7	5,8	5,5	6,0	6,5		

17/06/2021 date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

CVS : données corrigées des variations saisonnières, NCVS : données non corrigées des variations saisonnières

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	17/06/21	09/07/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	4,25	4,25	2,25	0,00
		Russie	4,25	5,50	5,50	1,25	0,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,36	0,45	-0,14
		France OAT	-0,34	0,16	0,05	0,39	-0,10
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,29	0,28	-0,10
		Italie	0,54	0,82	0,76	0,22	-0,06
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,66	0,46	-0,12
		Japon	0,02	0,06	0,03	0,01	-0,03
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,04	0,30	-0,04
		Brésil	3,22	3,71	3,80	0,58	0,09
		Russie	6,01	7,09	7,11	1,10	0,01
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	243,9	-0,09	0,42
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,19	-2,8	-0,3
		Sterling	0,89	0,86	0,85	-4,4	-0,1
		Yen	126,2	131,2	130,8	3,7	-0,3
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1149	5,2	1,6
		Real brésilien	5,2	5,0	5,3	1,2	5,0
		Rouble	74,0	72,3	74,4	0,4	2,8
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,6	2,1	1,8
		Yuan	6,5	6,4	6,5	-0,7	1,3
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4370	16,3	3,5
		Japon - Nikkei 300	382	413	401	4,8	-2,9
		France - CAC 40	5551	6666	6529	17,6	-2,1
		Allemagne - DAX	5954	6653	6636	11,5	-0,3
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	146	14,2	-1,4
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7122	10,2	-0,4
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3218	14,1	-1,4
		Brésil - Bovespa	119409	128057	125428	5,0	-2,1
		Russie - MICEX	3275	3819	3855	17,7	0,9
		Inde - SENSEX	47751	52502	52386	9,7	-0,2
		Chine - Shanghai	3473	3518	3524	1,5	0,2
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	27345	0,4	-3,8
		MSCI - BRIC	1296	1350	1299	0,2	-3,8
	Euro	S&P (€)				19,7	3,8
		Nikkei 300 (€)				1,1	-2,6
		FTSE 100 (€)				15,3	-0,3
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	630	30,1	-0,5
		Indice CRB**	444	555	555	25,0	0,0
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	76	45,8	3,4
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1811	-4,5	2,1
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9520	22,6	2,2

\*Variations en points de base (pbs) pour les taux souverains et les taux directeurs

\*\*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.

17/06/2021: date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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 7 114 644 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.