

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

13 septembre 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Le sillon

La Chine trace sa ligne. Et il ne fallait pas réduire la volonté du pouvoir central chinois de remettre de l'ordre dans la croissance désordonnée des capitaux à la seule reprise en main des géants du numérique, partis se faire coter en bourse aux Etats-Unis. Le projet est plus grand. Pour preuve, les décisions de cet été sur les entreprises liées à l'éducation, sujet régalien par excellence.

Certes, les sanctions s'accumulent et Pékin bat froid les champions du commerce et loisir en ligne. Après les industries technologiques, les jeux vidéo, les services de VTC et de livraisons de repas ; la musique. Tencent s'est vu ainsi interdire de conclure des accords exclusifs sur les droits d'auteur musicaux et a écopé d'une amende pour pratiques commerciales déloyales. Et Didi, le Uber chinois, pourrait se voir infliger une pénalité record de nature à remettre en cause son existence. On ne badine pas impunément avec les recommandations du régulateur, surtout quand il s'agit de sécurité nationale en matière de données.

Et pour les derniers récalcitrants, il est désormais obligatoire d'obtenir l'accord préalable de l'administration nationale du cyberspace pour une cotation à l'étranger (donc pas pour Hong-Kong) dès lors que l'on possède des informations numérisées sur plus d'1 million d'utilisateurs. Un seuil qui existe déjà aux Etats-Unis où l'administration Trump avait imposé aux entreprises chinoises cotées de se soumettre aux enquêtes éventuelles des autorités comptables américaines. Une disposition toujours combattue par la Chine. Entre Shanghai et New-York, les entreprises chinoises pourraient finalement adopter Hong-Kong comme place d'introduction en bourse ou comme second lieu de cotation et de levée de capitaux. En attendant, le marché déteste l'incertitude et la capitalisation boursière des entreprises chinoises cotées au Nasdaq est passée de son plus haut de février de 1700Mds\$ à 1200 Mds\$ soit une baisse de 30%.

Un mouvement de baisse qui fait suite, donc, aux dernières décisions réglementaires sur le secteur des sociétés d'enseignement scolaire. Une rupture profonde des modèles de développement de ces entreprises privées et un choc pour les actionnaires... puisqu'elles n'ont plus le droit de faire de bénéfices ! Une remise en cause de leur raison d'être mais l'affirmation que l'éducation des populations n'est pas à marchander. L'objectif affiché de « prospérité commune » n'est pas un vain mot !

Francis JAISSON

## Sommaire

### Suivi des marchés

Marchés obligataires  
Marchés actions  
Regard financier & extra-financier

p2

### Suivi macroéconomique

Etats-Unis  
Europe  
Asie

p5

## Focus de la semaine

Golden Dragon China Index - Capitalisation boursière (en milliards de \$)



Source : Bloomberg, Covéa Finance

« ... l'éducation n'est pas à marchander... »

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

La semaine dernière, les taux souverains ont dans un premier temps été orientés à la hausse, soutenus par l'idée que les banques centrales de chaque côté de l'Atlantique allaient revoir à la baisse leur programme d'achat. Pour exemple, l'OAT 10 ans est ainsi remonté à plus de 0,02%. La BCE a indiqué réduire modérément le rythme de ses achats lors de sa réunion le 9 septembre, tout en écartant l'idée de « *tapering*<sup>1</sup> ». Pour le reste des détails sur la fin du PEPP<sup>2</sup>, la transition vers l'APP<sup>3</sup>, les outils, la question de la flexibilité ou encore l'enveloppe et la durée de cet APP, tout est repoussé à décembre. Il semble que le Conseil des gouverneurs soit divisé sur le choix de la politique à suivre. Ainsi, ce matin le 10 ans français est à 0% tandis que le 10 ans allemand est à -0,33%. L'Italie, l'Espagne et le Portugal sont respectivement à 0,70%, 0,33% et 0,23%.

Outre-Atlantique, les taux d'intérêt sont restés globalement stables. Le 10 ans américain est à 1,33% ce matin.

Au 03/09, l'encours des programmes d'achat d'actifs de la BCE a augmenté de 14,4 Mds€. Ce dernier inclut notamment les achats suivants: 4,0 Mds€ pour le PSPP<sup>4</sup>, 1,9 Mds€ pour le CSPP<sup>5</sup> et 16,8 Mds€ dans le cadre du PEPP.

Du côté du marché du crédit, avec le concours de la BCE, les iTraxx<sup>6</sup> se resserrent légèrement sur la semaine avec le haut rendement et le non noté qui surperforment la catégorie investissement. A l'écartement, on notera la présence d'Eiffage et de Spie, deux des groupes qui ont déclaré leur intérêt pour les activités de services à l'énergie d'Engie (Equans). On retrouve également parmi les principaux écartements plusieurs équipementiers dans la catégorie haut rendement: Faurecia, Grupo Antolin, ZF Europe, Mahle.

Les volumes restent élevés sur le primaire *entreprise*, 11.6 Mds€ ont été émis cette semaine, portés par les opérations multi-tranches. Les émetteurs américains sont de nouveau très présents (31% des volumes). Les titres hybrides<sup>7</sup> confirment un regain de dynamique (15%). Enfin, les formats « responsables » conservent leur attractivité (33% des émissions, 4 opérations inaugurales). Le taux de couverture remonte, à 3.4x, les émetteurs bénéficient toujours de bonnes conditions de marchés.

### Focus : La dette américaine, « Tic toc, Tic toc », l'heure tourne.

La lettre adressée par Janet Yellen au Congrès alertant sur les risques d'une impasse de trésorerie concernant le relèvement du plafond de la dette est l'occasion pour nous de rappeler, alors que nous célébrons le triste anniversaire des 20 ans des attentats du 11/09/2001, l'ampleur de la dette américaine, à 28.529 Mds\$ en progression ininterrompue, chaque crise conduisant successivement à l'accélération de la tendance.

En parallèle, la baisse des taux d'emprunt de l'Etat fédéral a permis d'amoindrir le coût de la hausse de son endettement.

Cependant, en l'absence de relèvement du plafond de la dette par le Congrès, cette tendance serait inversée, le risque de défaut de paiement des Etats-Unis pouvant se matérialiser. Un engrenage dévastateur pourrait alors se mettre en place, avec des actions probables des agences de notation, une prime de risque croissante exigée par les investisseurs, une charge nette de la dette annuelle des Etats-Unis (345 Mds\$ en 2020) qui s'alourdirait encore davantage, financée par un besoin croissant d'émissions de dette, alors même que les investissements à venir notamment sur les infrastructures et sur les projets pour la protection du climat doivent encore être financés.

Nous n'en sommes pas encore là. La dette long terme américaine se traite aujourd'hui à 1,33%, bien que supérieure à son point bas, elle est à des niveaux historiquement bas. Le dollar reste encore la monnaie de référence des échanges commerciaux internationaux même si son poids diminue dans le temps. Le placement naturel en dollar restera l'emprunt d'Etat américain et la Federal Reserve, quant à elle, pourrait revoir ses priorités et protéger la dette en augmentant de nouveau son bilan.

<sup>1</sup> Le « *tapering* » désigne la réduction progressive de la politique d'achat d'actifs menée par la Banque Centrale.

<sup>2</sup> PEPP : *Pandemic Emergency Purchase Program*, c'est le programme d'achat d'urgence de la BCE contre la pandémie. C'est une mesure de politique monétaire non conventionnelle initiée en mars 2020 pour contrer les risques posés par l'épidémie de coronavirus.

<sup>3</sup> APP : *Asset Purchase Program*, programme d'achat d'actifs de la BCE remis en place en Novembre 2019. Le programme d'achat d'actifs (APP) de la BCE fait partie d'un ensemble de mesures de politique monétaire non conventionnelles qui comprend également des opérations de refinancement ciblées à plus long terme, et qui a été lancé initialement à la mi-2014 pour soutenir le mécanisme de transmission de la politique monétaire et assurer la stabilité des prix.

<sup>4</sup> PSPP : Programme d'achats de titres publics.

<sup>5</sup> CSPP, « *Corporate Sector Purchase Program* », programme faisant partie des différents programmes d'achat d'actifs menés par la BCE. Celui-ci s'attache à acheter les obligations émises par les entreprises.

<sup>6</sup> iTraxx : indice synthétique sur le marché du crédit

<sup>7</sup> Les *titres hybrides* sont des produits financiers qui ont les caractéristiques de plusieurs types de valeurs mobilières. Ils se situent entre la dette pure et le capital des entreprises. Par exemple, les obligations convertibles comme les titres participatifs font partie de cet univers.

## Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance de -0,83%. Après une jambe de hausse au mois d'août accompagnant la saison de publication trimestrielle, le marché marque ainsi une pause. En termes de performances sectorielles, le segment de la consommation cyclique (+0,5%) arrive en tête du classement, tiré par le rebond du luxe (LVMH +4,5%, Hermes +3,7%) qui recouvre une partie de la baisse de la semaine précédente. Autre secteur en hausse, le secteur de la Technologie (+0,5%) profite de la tendance favorable du segment des semi-conducteurs pour creuser encore l'écart depuis le début de l'année avec une performance désormais supérieure à 40%. A l'inverse, le secteur de la Santé (-3,0%) enregistre la plus forte baisse sur la

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

semaine, pénalisée par la menace de pression sur le prix des médicaments aux Etats-Unis évoquée dans un projet de loi qui sera soumis au Sénat en fin de mois. Le mouvement de hausse des taux souverains se poursuit et pénalise les secteurs des services aux collectivités (-2,9%) et de l'immobilier (-2,9%).

En termes géographiques, la Norvège (+0,5%), seul pays en territoire positif sur la semaine, progresse notamment grâce à Norsk Hydro (+7%) qui bénéficie de la hausse du cours de l'aluminium. Les Pays-Bas (-0,1%) et la France (-0,4%) baissent moins que l'indice général respectivement grâce à leur forte pondération aux secteurs des semi-conducteurs et du luxe. En bas de classement, Le Portugal (-3,3%) recule compte tenu de sa forte exposition aux services aux collectivités et la Suisse (-2,2%) est pénalisée par le poids du secteur de la santé. Enfin l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (-1,3%) sous performe l'indice général mais conserve une nette avance depuis le début de l'année.

Malgré la faible volatilité observée sur les marchés actions depuis le début de l'année, on compte récemment quelques baisses de fortes amplitudes lors de publications qui semblent traduire une certaine nervosité des marchés, notamment sur les valeurs à hauts multiples. On notera deux exemples récents dans l'industrie de la santé animale : Musti et Dechra qui ont perdu respectivement 15% et 10% à l'ouverture le jour de leur publication trimestrielle. Des publications qui n'étaient pourtant pas de nature à remettre en cause ni la qualité du positionnement de ces sociétés ni leur profil de croissance. La santé animale est un segment attractif compte tenu d'une moindre concurrence et d'un meilleur pouvoir de fixation des prix par rapport à la santé humaine. L'allongement de la durée de vie des animaux et l'élargissement des traitements disponibles sont autant de relais de croissance pour ces acteurs de la santé animale.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés Asiatiques

La semaine a été marquée par un rebond du marché japonais suite à l'amélioration de la situation sanitaire, à l'espoir suscité par la formation d'un nouveau gouvernement et à la publication de chiffres macroéconomiques meilleurs qu'attendus. A Hong Kong, la hausse est tirée par les valeurs bancaires et financières, profitant de la hausse des taux longs américains en début de semaine. Du côté des baisses, le léger repli des marchés chinois s'explique par la pression continue des régulateurs sur les sociétés impliquées dans la filière des jeux vidéo, de l'éducation en ligne et des plateformes internet. En Corée du Sud, les prises de profits se multiplient sur les actions, bénéficiant aux titres obligataires dont l'attractivité s'est améliorée après la hausse récente de 25bps du taux de Repo à 7 jours par la Banque Centrale. La baisse du marché australien s'explique par une détérioration de la situation sanitaire tandis que de nombreuses villes, comme Sydney et Melbourne, prolongent les mesures de confinement.

L'actualité sur les marchés asiatiques, voire mondiaux, a été dominée par le risque de défaut du promoteur immobilier chinois Evergrande. Le 31 Aout dernier, peu après avoir infligé un défaut de paiement à l'un de ses fournisseurs, le groupe Evergrande a publié des résultats semestriels qui montrent une forte dégradation des marges. Selon les comptes publiés, les fonds propres du groupe s'élèvent à 411 Milliards de yuan contre une dette brute de 572 Milliards (dont 70% à moins de 2 ans). Les liquidités sont de 87 Milliards pour des échéances à moins d'un an de 240 Mds de yuan. En outre, Evergrande affiche une dette fournisseurs (effets à payer) de 951 Milliards de yuan contre des effets à recevoir de seulement 176 Milliards. Dans ce contexte, le gouvernement a alerté sur un risque de défaut, à moins que la direction du groupe ne parvienne à vendre des actifs ou à rééchelonner sa dette. Les agences de notations ont aussi poursuivi leurs dégradations (Moody's a baissé pour la 3ème fois depuis juin 2021 la note du groupe de Caa1 à Ca et Fitch a réduit sa notation de 2 crans, passant de CCC+ à CC (probable défaut). Dans ce contexte, le marché des obligations chinoises à haut rendement est resté sous tension, sans que cela n'affecte pour autant les catégories dites Investment Grade.

Selon un article de presse, la situation du groupe semble stabilisée à court terme grâce notamment à l'autorisation donnée par le régulateur (« Financial Stability and Development Committee ») de renégocier ses échéances avec ses créanciers et fournisseurs. Certains créanciers seraient favorables à un rééchelonnement des dettes (China Minsheng Banking, China Zheshang Bank, Shanghai Pudong Development Bank) tandis que Citic Trust, son plus grand créancier non bancaire, a déjà approuvé une extension des échéances de 3 mois. Le régulateur ne s'étant pas encore prononcé au sujet d'une restructuration majeure du passif du bilan ou d'une mise en faillite du groupe, le risque de défaut semble donc repoussé en 2022.

### Marchés Américains

Semaine de consolidation à Wall Street, marquée par un recul de l'ordre de 1% du S&P500 et une baisse plus marquée des petites et moyennes capitalisations (environ -2%). La technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire ont surperformé, grâce essentiellement aux bonnes performances des grandes valeurs technologiques (GAFA). Les secteurs cycliques ont été peu recherchés : énergie, matières premières et industrielles en particulier. Parmi, les éléments notables, Intel a annoncé la construction de deux nouvelles usines de semi-conducteurs en Europe pour un investissement total de €80 milliards (sur 10 ans). Les puces seront destinées aux secteurs informatique, automobile et de l'électronique grand public, et devraient permettre à l'Europe de mieux sécuriser sa production, sur son sol. Les lieux d'implantation devraient être décidés dans les prochains mois, sachant que l'Allemagne, la France, la Belgique, la Pologne et l'Irlande (extension d'une usine existante) figurent parmi les localisations privilégiées par le groupe.

Par ailleurs, à l'issue de trois semaines de procès entre Apple et Epic Games (éditeur du jeu vidéo Fortnite), la juge fédérale Yvonne Gonzales-Rogers a conclu qu'Apple avait adopté un comportement anticoncurrentiel sans toutefois indiquer que la société abusait d'une situation de monopole. La juge n'a pas ordonné à Apple de réduire sa commission de 30 %, mais a déclaré que son ampleur n'était pas justifiée. De plus, des paiements aux éditeurs, sans passer par l'AppStore, devraient être

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

rendus possibles pour les consommateurs, ce qui pourrait affecter le modèle d'Apple. Pour rappel, Epic a déposé d'autres plaintes contre Apple (Europe, Royaume-Uni et Australie) et poursuit également Alphabet au sujet de sa boutique Google Play.

## Focus de la gestion Internationale

Les sociétés PPG Industries et Sherwin-Williams, leaders mondiaux des peintures et revêtements industriels, ont annoncé que leurs ventes et bénéfices pour le troisième trimestre 2021 seraient inférieurs aux perspectives qu'elles ont donné à l'issue de la publication des résultats du deuxième trimestre. Toutefois, tandis que PPG a retiré ses prévisions financières pour 2021, Sherwin-Williams a maintenues les siennes.

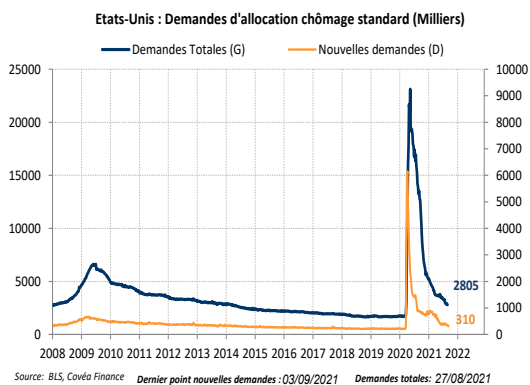
Plusieurs raisons ont été évoquées pour cet ajustement des perspectives, touchant autant des problématiques liées à l'offre qu'à la demande : difficultés d'approvisionnement et hausse des prix des matières premières (propylène et du dioxyde de titane), hausses des prix des transports, contraintes logistiques supplémentaires suite aux dégâts causés par l'ouragan Ida (arrêts de raffineries dans le Golfe du Mexique). En outre, PPG a indiqué être particulièrement impacté par la baisse de la production automobile mondiale (environ 30% des ventes), elle-même induite par la pénurie de semi-conducteurs.

Au total, malgré une demande finale robuste, des stocks peu élevés et des augmentations de prix régulières, la complexité des chaînes de production et d'approvisionnement et leurs fortes interconnexions entraînent des répercussions en cascade au sein des différents secteurs de l'économie, affectant la croissance et /ou les marges des entreprises. Malgré notre vigilance forte sur ce point précis des chaînes d'approvisionnement, nous constatons qu'il est de plus en plus difficile de trouver des sociétés immunes à ces problématiques tant les ramifications sont profondes.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le marché du travail maintient une dynamique positive »



Les données publiées cette semaine aux États-Unis concernent essentiellement le marché du travail et décrivent une poursuite des progrès en termes d'emploi. Le rapport *JOLTS* (offres d'emplois, licenciements démissions) fait état d'une forte tension sur le marché du travail en juillet, avec des offres d'emploi au plus haut historique après un 8<sup>me</sup> mois consécutif de progression. Les embauches effectives enregistrent certes un léger recul, mais celui-ci intervient après un point haut enregistré en juin. Enfin la progression des démissions suggère une capacité renforcée à retrouver facilement un emploi. Ce rapport fait donc état d'une forte demande de postes au moment où la vague épidémique liée au variant delta a touché le pays. Au regard du début d'amélioration de la situation sanitaire en septembre, une reprise des créations de postes sur la fin d'année paraît envisageable, après un rapport d'emploi décevant en août. Les données hebdomadaires de demandes d'allocation chômage vont également en ce sens. Les nouvelles inscriptions aux allocations standard maintiennent une

dynamique baissière et atteignent 310 000 personnes la semaine du 4 septembre, soit un nouveau point bas depuis le début de la crise du covid-19. Enfin, le Beige Book publié par la Réserve fédérale cette semaine (rapport sur les conditions d'activité recensées au niveau local) fait état d'un manque de main d'œuvre disponible à l'origine d'une modération de la croissance en août, en lien avec la dégradation de la situation sanitaire.

### Focus : Une rentrée budgétaire à haut risque

**La Secrétaire au Trésor Janet Yellen a signalé cette semaine dans une lettre adressée aux membres du Congrès qu'en l'absence de vote pour relever ou suspendre le plafond légal de la dette, le Trésor ne sera plus en mesure d'honorer le paiement des dépenses de l'Etat fédéral dans le courant du mois d'octobre**, exposant le pays à un risque de défaut. Cette estimation est plus pessimiste que celle publiée fin juillet par le *Congressional Budget Office* (organe budgétaire du Congrès) qui situait l'épuisement de la trésorerie de l'Etat fédéral à octobre ou novembre. Le plafond de la dette, qui correspond au montant maximum que le Congrès autorise le Trésor à emprunter, avait été réactivé au 1<sup>er</sup> août 2021 et fixé au montant de 28 530 Mds\$, après deux années de suspension. Le vote d'une nouvelle suspension nécessitera une majorité de 60 voix au Sénat, ce qui implique un accord bipartisan, tandis qu'un simple relèvement de ce plafond peut être adopté par une procédure de réconciliation budgétaire ne nécessitant qu'une majorité simple de 50 Sénateurs, soit avec le seul appui des élus Démocrates.

**Mais le plafond de la dette n'est qu'un des 4 dossiers majeurs qui devront être traités par les membres du Congrès en cette rentrée, avec de probables imbrications susceptibles d'alimenter les incertitudes.** Tout d'abord, le budget pour l'année fiscale 2021-2022 doit également être adopté d'ici le 1<sup>er</sup> octobre, date de début de la nouvelle année fiscale. En l'absence d'accord, le Congrès pourrait voter un budget provisoire (*continuing resolution*) qui permettrait de maintenir le fonctionnement de l'administration fédérale au-delà du 30 septembre. La Maison Blanche a fait une proposition en ce sens cette semaine incluant 30 Mds\$ de dépenses exceptionnelles pour couvrir les réparations des dommages liés aux ouragans suite au passage d'Ida (24 Mds\$) et 6 Mds\$ pour les coûts liés au retrait d'Afghanistan.

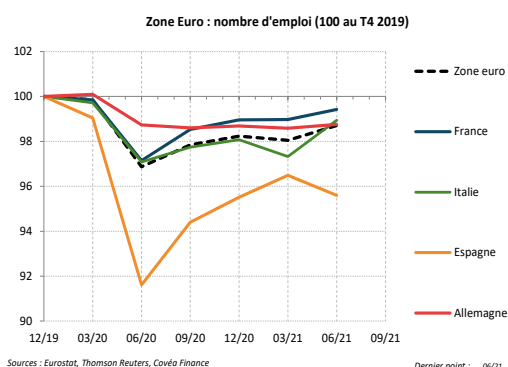
**A ces échéances budgétaires viennent s'ajouter les examens des deux plans d'investissements massifs proposés par l'administration Biden.** Courant août, une proposition de plan d'infrastructures de 1000 Mds\$ sur 5 ans, dont 550 Mds\$ de nouvelles dépenses, a été votée au Sénat avec le soutien d'une partie des élus Républicains. Après ce rare exemple d'accord bipartisan, la proposition de loi doit maintenant être votée par la Chambre des Représentants, à majorité démocrate, où le vote s'annonce plus compliqué. En effet l'aile progressiste du parti démocrate souhaite lier le vote de ce plan d'infrastructures à celui d'un plan beaucoup plus ambitieux de 3500 Mds\$ consacré à l'éducation, la famille et le climat. Si le plan de 1000 Mds\$ a fini par faire consensus, ce second plan est rejeté par l'ensemble des Républicains. Les Démocrates devront passer par la procédure de réconciliation budgétaire permettant d'adopter une loi à la majorité simple. Cette procédure a été initiée début septembre et lance l'examen du projet de loi qui pourrait s'avérer long et complexe tant ce texte touche à de multiples domaines (éducation, santé, congés payés, climat, fiscalité...). Or les représentants modérés du parti démocrate, qui souhaitent une avancée rapide sur les infrastructures, ont obtenu de Nancy Pelosi, la cheffe des Démocrates à la Chambre, qu'une date butoir au 28 septembre soit fixée pour le vote sur le plan de 1000 Mds\$. Le rapport de force risque donc de se tendre au sein du parti démocrate en fin de mois, avec en parallèle les négociations avec les Républicains portant sur le financement du budget et le relèvement du plafond de la dette. Cette conjonction d'échéances est de nature à créer de l'instabilité dans les prochaines semaines.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« L'emploi demeure largement en-deçà de ses niveaux d'avant-crise en Espagne »

**La croissance du PIB a été légèrement revue à la hausse pour le T2 2021 à 2,2% en glissement trimestriel (contre 2% en première estimation).** L'activité confirme ainsi un rebond marqué après le recul de 0,3% enregistré au premier trimestre, soutenue par l'allègement progressif des mesures de restrictions sanitaires. Le PIB trimestriel reste donc inférieur de 2,5% de son niveau du T4 2019. Par pays, la croissance de l'activité est particulièrement prononcée en Espagne (+2,8%) et en Italie (+2,7%), tandis qu'elle enregistre un gain plus modeste en France (+1,1%) et en Allemagne (+1,6%). L'Espagne, fortement touchée par la crise pandémique, demeure toutefois encore loin des niveaux d'avant crise (-7% par rapport au T4 2019). Cette dernière estimation du PIB nous apprend en outre que la croissance du deuxième trimestre a principalement été tirée par la demande intérieure, et à plus forte raison par la consommation des ménages qui progresse de 3,7% en Zone euro avec des hausses plus marquées en Espagne (6,5%) et en Italie (5%), bien devant l'Allemagne (3,2%) et la France (1%). La croissance a été plus modérée du côté de la formation brute de capital fixe (1,1% ; avec une hausse de 0,9% de l'investissement productif et de 1,2% pour le résidentiel) et ce malgré de bonne progression à 2,4% en France et en Italie, bien devant l'Allemagne (0,5%) et surtout l'Espagne où l'investissement décline (-1,5%). Enfin, la consommation des gouvernements en Zone euro a progressé de 1,2%. Le commerce extérieur ne contribue que faiblement à la hausse de l'activité sur le trimestre tandis que les stocks tirent l'activité légèrement à la baisse.



**La croissance de l'emploi au T2 a également été révisée à la hausse à 0,7% (contre 0,5% à la dernière estimation).** Ainsi, le nombre d'emplois en Zone euro reste inférieur d'environ 2 millions à son niveau d'avant crise (soit 1,6% de moins qu'au T4 2019). Cela concerne en particulier l'Espagne où la destruction nette d'emploi depuis le début de la crise a été de 760 000 (-4,4%), notamment en lien avec la spécialisation du pays dans les services, et en particulier le tourisme, qui ont fortement souffert de la crise. Dans les autres pays, 564 000 destructions nettes d'emplois s'observent en Allemagne (-1,2%) par rapport aux niveaux d'avant-crise, 270 000 en Italie (-1,1%) et 166 000 en France (-0,6%). Depuis le début de la crise pandémique, les mesures de chômage partiel ont permis de limiter les destructions d'emplois. La levée de ces mesures exceptionnelles au cours des semaines et mois à venir fait donc peser un risque sur les perspectives d'emplois.

**Du côté de l'industrie, la production manufacturière progresse en juillet en Allemagne, en France et en Italie mais recule en Espagne.** La croissance observée en France et en Allemagne ne suffit toutefois pas à combler le recul enregistré par l'industrie depuis la crise. La production reste ainsi inférieure de 5% environ par rapport au T4 2019 dans ces deux pays. En Italie et en Espagne, la production se porte un peu mieux et se situe aux alentours des niveaux d'avant-crise. **Le secteur industriel reste marqué par d'importants problèmes d'approvisionnement, qui touchent en particulier le secteur automobile.** Ces tensions se manifestent particulièrement en Allemagne où l'écart entre les nouvelles commandes, dynamiques au cours des derniers mois, et la production industrielle est très élevée.

**Au mois de juillet, la reprise de l'économie britannique s'essouffle quelque peu alors que l'activité s'inscrit en quasi-stagnation après 5 mois consécutifs de progression.** Le PIB enregistre un gain de 0,1% par rapport à juin, en lien avec une forte augmentation de la production de pétrole, consécutive à la réouverture d'un champ pétrolifère. En revanche, la production manufacturière stagne sur la période, tirée à la baisse par une chute de la production des machines et équipements. La production de matériel de transport enregistre une forte progression (+10%), qui ne suffit pas à effacer l'écart de la production par rapport à ses niveaux d'avant-crise (elle demeure ainsi inférieure de 17% par rapport à février 2020). Du côté des services, l'activité reste stable après la forte progression du mois précédent. L'institut statistique britannique note que les services les plus exposés aux consommateurs (notamment la distribution) ont enregistré une baisse de leur activité sur la période, la première depuis janvier. Le ralentissement de l'activité britannique, qui transparait également dans les indicateurs de climat des affaires, semble montrer que l'économie, après une forte phase de reprise, a atteint un pic. Le secteur des services a pu être pénalisé par la très forte hausse des cas de Covid sur la période. En août, le ralentissement de l'épidémie a pu permettre un rebond de la distribution.

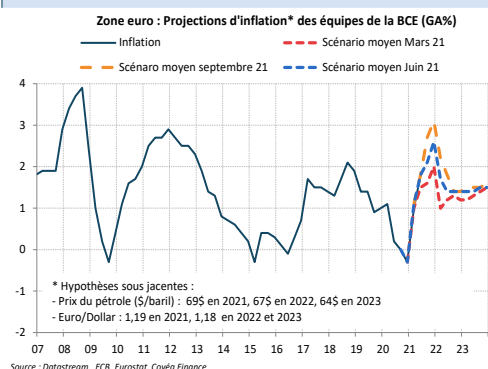
**Sur le plan politique, le gouvernement britannique a demandé un nouveau report de la mise en place des contrôles douaniers entre l'Irlande du Nord et le reste du Royaume-Uni. La période de grâce dont disposait le Royaume-Uni doit en effet prendre fin le 1er octobre. Le gouvernement britannique souhaite par ailleurs renégocier l'accord obtenu pour l'Irlande du Nord, accord qui suscite une très nette désapprobation du côté des unionistes nord-irlandais.** De son côté, la Commission Européenne s'oppose à toute forme de renégociation et rappelle que le Royaume-Uni comme l'UE sont « tenues légalement de remplir leurs obligations ».

# Suivi Macroéconomique

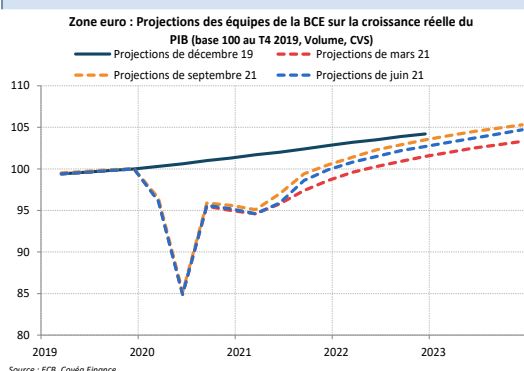
## Focus : La BCE annonce une réduction de son rythme d'achats

Lors de sa dernière réunion, la Banque Centrale Européenne a annoncé une réduction du rythme d'achats nets d'actifs dans le cadre de son programme PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) par rapport aux deux derniers trimestres. Le Conseil des gouverneurs estime que les conditions financières ont évolué favorablement cet été et qu'elles pourront être maintenues sur des niveaux jugés satisfaisant avec un rythme « légèrement plus faible » d'achats nets d'actifs au cours du trimestre à venir. Concrètement, le rythme d'achat de la BCE dans le cadre du PEPP, à 80 Mds€ par mois depuis mars 2021, sera réduit pour atteindre, selon les prévisions d'analystes, entre 60 et 70 Mds€ par mois. **Cet ajustement ne peut toutefois pas être directement comparé aux politiques de ralentissement des achats de titres entrepris par la Fed en 2013. La Présidente de la BCE, Christine Lagarde, a d'ailleurs insisté sur ce point.**

En effet, le programme PEPP mis en place, comme son nom l'indique, pour faire face à la crise du Covid se différencie des programmes précédents de la BCE dans la mesure où il s'agit d'une enveloppe de 1850 Mds€ et non d'un programme d'achat mensuel (comme l'est l'APP). Le PEPP dispose d'une flexibilité, à travers le temps et les juridictions, qui a permis à la BCE d'ajuster sa politique d'achat en fonction des circonstances. En ajustant, légèrement à la baisse, son rythme d'achat, la BCE utilise donc pleinement la flexibilité du PEPP. **Avec un rythme d'achat légèrement inférieur à 80 Mds€, la BCE devrait utiliser pleinement l'enveloppe du PEPP d'ici à la fin du programme, prévue à mars 2022. Cet ajustement ne remet donc pas en cause l'ampleur du soutien monétaire prévu par la BCE.** Les autres paramètres de la politique monétaire de la BCE ont été laissés inchangés, avec un rythme d'achat mensuel dans le cadre de l'APP fixé à 20 Mds€ par mois.



Lors de cette réunion, la BCE a également révisé à la hausse ses projections macroéconomiques. Les projections de croissance ont été légèrement augmentées, à 5,0% en 2021 (+0,4 points de pourcentage par rapport aux prévisions de juin), 4,6% en 2022 (-0,1 pp) et 2,1% en 2023 (inchangé). La BCE souligne une reprise économique plus importante que prévue et estime que la Zone euro retrouvera son niveau d'activité d'avant-crise d'ici à la fin de l'année. La consommation des ménages devrait être le fer de relance de cette reprise, soutenue par l'utilisation de l'excédent d'épargne accumulée au cours de la crise. La BCE souligne que ce scénario est conditionné à une normalisation des conditions sanitaires et une dissipation progressive des tensions sur les chaînes d'approvisionnement.



Du côté des prix, la BCE a également revu à la hausse des anticipations d'inflation. Elle estime que cette dernière atteindrait 2,2% en 2021 (+0,3 pp par rapport à juin), 1,7% en 2022 (+0,2 pp) et 1,5% en 2023 (+0,1 pp). Outre la vigueur de la demande et la reprise plus forte qu'anticipée, la BCE attribue cette révision haussière à la dynamique des prix de l'énergie, aux tensions sur les chaînes d'approvisionnement et à la récente dépréciation de l'euro. La dynamique de l'inflation sous-jacente devrait rester modérée, avec une hausse progressive pour atteindre 1,5% en 2023. La hausse actuelle de l'inflation continue donc d'être perçue comme largement temporaire par la BCE, qui note que les pressions salariales demeurent, pour l'instant, modérées. Dans son communiqué, Christine Lagarde souligne toutefois que « si les goulets d'étranglement au niveau de l'offre se prolongent et alimentent des hausses de salaires plus élevées qu'attendu, les tensions sur les prix pourraient être plus persistantes. ».

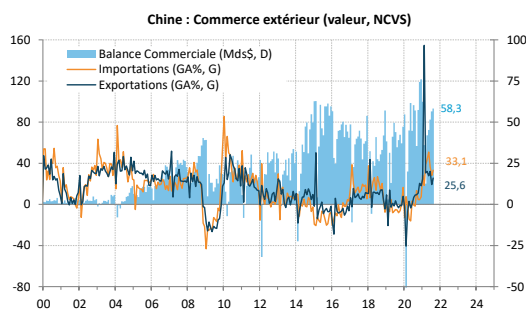
**La question de la sortie du programme PEPP, en mars prochain, n'a pas été discutée par le Conseil et toutes les questions portant sur ce sujet ont donc été éludées.** C. Lagarde a en effet précisé que les modalités de la politique monétaire, post-PEPP, serait abordées lors de la réunion du 16 décembre. En la matière, les interrogations sont nombreuses. En effet, avec la fin du PEPP, la BCE va perdre un outil. En l'absence du PEPP, le Conseil des gouverneurs reviendra à son programme précédent, l'APP, dans le cadre duquel la BCE achète actuellement 20 Mds€ par mois. En l'absence d'une augmentation de l'APP, ou de l'annonce d'un nouveau programme, le soutien monétaire serait donc considérablement réduit. Mais au-delà du montant mensuel des achats, c'est surtout leur répartition qui risque de poser problème. En effet, l'APP ne dispose pas de la flexibilité du PEPP et ne concerne pas la Grèce. **En l'absence d'une modification des caractéristiques de l'APP, la BCE se retrouvera confrontée à la question de la limite de détention des dettes (la BCE ne doit pas détenir plus de 33% de la dette obligataire d'un pays).** Or, elle est très proche de cette limite pour plusieurs des pays dits du Nord, notamment l'Allemagne. Certains membres du conseil des gouverneurs, notamment Weidman et Knot, ont d'ores et déjà déclaré leur opposition à une extension des caractéristiques du PEPP à l'APP.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Les exportations chinoises se redressent au mois d'août. »

**En Chine, les exportations du mois d'août se montrent plus dynamiques que prévu et enregistrent une accélération prononcée, avec +25,6% de croissance en glissement annuel, après +19,3% en juillet.** Par



destination, les ventes vers les pays développés accélèrent de façon particulièrement prononcée en août, avec une croissance de +30,7% vers l'Union européenne, de +20,1% vers le Japon et de 15,5% vers les Etats-Unis. Au niveau des produits, ce sont les biens de consommation à faible valeur ajoutée (comprenant notamment le textile, les chaussures et les jouets) qui se redressent en août. Cette accélération des exportations est surprenante dans la mesure où le mois d'août a été caractérisé par des contraintes d'approvisionnement toujours fortes et par la fermeture temporaire d'un terminal du port de Ningbo, le deuxième port du pays pour les conteneurs. L'accélération contraste également plutôt avec les récentes enquêtes PMI pour le mois d'août qui indiquaient un ralentissement des commandes à l'export. Le bon chiffre des exportations chinoises pour le mois d'août pourrait s'expliquer d'une part par des commandes pour la saison de Noël passées particulièrement en avance par les entreprises des pays développés, de façon à limiter les risques de retards de livraison dans un

contexte de chaînes d'approvisionnement toujours tendues et d'une désorganisation persistante du fret maritime. D'autre part, la Chine pourrait avoir bénéficié de la situation sanitaire dégradée dans les pays de l'ASEAN, qui aurait accru les difficultés de production dans ces pays et redirigé une partie de la demande mondiale vers la Chine. L'hypothèse d'un report de la demande vers la Chine est appuyée par le recul des exportations vietnamiennes au mois d'août (-5,4%) ainsi que par le dynamisme des exportations de biens de consommation à faible valeur ajoutée vendus par la Chine en août, une catégorie de produits typiquement produite en ASEAN. Les importations chinoises sont également dynamiques en août, avec une croissance de +33,1% en glissement annuel, en accélération après +28,1% en juillet. Les importations chinoises de matières premières et notamment de minerai de fer se sont notamment redressées au mois d'août. Dans l'ensemble, les chiffres des exportations du mois d'août constituent un rare signal positif, alors que la conjoncture reste difficile et que les autres indicateurs font part d'un ralentissement de l'ensemble des moteurs de la croissance.

**Les prix à la production chinois enregistrent une nouvelle accélération au mois d'août, s'établissant à +9,5% en glissement annuel en août, après +9,0% en juillet.** C'est le rythme de croissance le plus rapide depuis 2008. Comme lors des mois précédents, les prix à la production sont tirés avant tout par la hausse du prix des matières premières, avec une augmentation de +41,8% dans le secteur minier et de +18,3% pour les autres matières premières. Par secteur d'activité, ce sont les entreprises du charbon qui augmentent leurs prix le plus rapidement (+57,1%), ce qui serait lié aux restrictions de production sur les industries polluantes mises en place par les autorités chinoises, qui continuent de peser sur l'offre. La forte hausse des prix à la production ne concerne par contre toujours pas les biens destinés à la consommation, qui progressent de seulement +0,3% en glissement annuel en août, ne présageant pas de pression sur les prix à la consommation pour les mois à venir. Les prix à la consommation demeurent effectivement peu dynamiques en août, avec une inflation à +0,8% en glissement annuel, en ralentissement après +1,0% en juillet. Les prix du porc affichent toujours un recul substantiel en glissement annuel (-44,9%) du fait d'un effet de base lié à l'épidémie de grippe porcine qui avait rehaussé les prix l'année précédente. Les prix de l'énergie jouent quant à eux en sens inverse du fait de la hausse des prix du pétrole. Au total, l'inflation sous-jacente n'est que légèrement plus élevée que l'inflation totale, à +1,2% en glissement annuel. L'écart entre les prix à la consommation et les prix à la production demeure donc important, ce qui continuerait d'exercer une pression baissière sur les marges des entreprises chinoises et est susceptible de pénaliser l'activité et l'investissement. Il est également possible que les entreprises chinoises répercutent une partie de ces hausses de prix dans leurs prix à l'exportation, alimentant les hausses de prix dans les pays développés et notamment aux Etats-Unis.

**Au Japon, la croissance du PIB du deuxième trimestre a été substantiellement révisée à la hausse.** Elle s'établit désormais à +0,5% en variation trimestrielle, par rapport à +0,3% lors de la première estimation. Cette révision à la hausse traduit notamment un plus grand dynamisme de la demande intérieure, comprenant à la fois la consommation et l'investissement. La révision à la hausse est particulièrement marquée pour la consommation publique (+1,3% contre +0,5% lors de la première estimation) mais concerne également la consommation privée, quoique dans une ampleur moindre (+0,9% contre +0,8%). Au total, la contribution de la demande intérieure à la croissance du deuxième trimestre s'établit désormais à +0,8 pt (contre +0,6 pt précédemment). La croissance japonaise devrait ralentir au troisième trimestre, avec une pression accrue sur les hôpitaux au mois d'août. Comme attendu, le gouvernement a annoncé jeudi la prolongation de l'état d'urgence sanitaire jusqu'au 30 septembre.



# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		avr.-21	mai-21	juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	17,8	16,5	9,9	6,6				
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	25,4	15,1	9,3	7,6				
	Créations / Destructons nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	269	614	962	1053	235			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	31,9	34,5	20,1	9,8				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	0,3	1,9	3,7	4,1	4,3			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,2	5,0	5,4	5,4				
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4756,2	4758,8	4753,6	4761,5			
		Taux de chômage (%de la population active)	8,2	8,0	7,8	7,6			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,6	2,0	1,9	2,2	3,0		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	103,3	103,8	103,4	101,7	99,8		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	7,6	-0,1	4,9	-0,3			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	80,6	55,1	26,3	24,7			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	48,0	36,6	20,0	15,6			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,3	106,5	106,9	104,7			
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	3,1	5,7	4,2	4,6	5,1		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	31,7	7,5	-2,4	-4,6			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	44,0	20,5	7,3	4,1			
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	70,7	40,4	26,9	14,1			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	78,3	21,4	13,8	6,9			
		PMI Manufacturier (Indice)	60,7	62,3	62,2	60,3	60,9		
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	96,4	38,5	23,3				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	48,5	24,8	11,0	3,4			
		PMI Manufacturier (Indice)	57,7	59,4	60,4	59,0	59,5		
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	75,7	56,5	22,1				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	27,5	20,7	8,4	3,8			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	42,1	24,1	9,1	2,4			
	Asie	Japon	Inflation (prix à la consommation, GA%)	1,5	2,1	2,5	2,0		
			Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	14,0	11,8	-3,8	1,5		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	37,2	51,2	47,2	37,1		
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	1,4	1,9	0,0	1,0		
Chine		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-1,1	-0,7	-0,4	-0,3			
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	9,8	8,8	8,3	6,4			
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	51,1	39,0	29,4	22,7			
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	43,5	51,0	36,7	28,1	33,2		
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	32,5	24,1	12,9	1,4			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,8	8,1	8,4	9,0	9,7		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	7,1	11,8	10,3	6,7			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,5	6,0	6,5	6,5	6,7		

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	10/09/21	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	0,75	0,25	0,25
		Brésil	2,00	4,25	5,25	3,25	1,00
		Russie	4,25	5,50	6,50	2,25	1,00
		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	1,34	0,43	-0,16
		France OAT	-0,34	0,16	0,00	0,34	-0,16
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,33	0,24	-0,14
		Italie	0,54	0,82	0,70	0,16	-0,12
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,76	0,56	-0,02
		Japon	0,02	0,06	0,05	0,03	-0,02
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,00	0,26	-0,09
		Brésil	3,22	3,71	3,87	0,65	0,17
	Russie	6,01	7,09	6,96	0,95	-0,13	
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	244,4	0,09	0,60
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,18	-3,3	-0,8
		Sterling	0,89	0,86	0,85	-4,5	-0,2
		Yen	126,2	131,2	129,9	2,9	-1,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1169	7,0	3,4
		Real brésilien	5,2	5,0	5,2	0,9	4,8
		Rouble	74,0	72,3	73,2	-1,1	1,2
		Roupie indienne	73,1	73,3	73,5	0,6	0,2
		Yuan	6,5	6,4	6,4	-1,3	0,7
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4459	18,7	5,6
		Japon - Nikkei 300	382	413	436	14,2	5,8
		France - CAC 40	5551	6666	6664	20,0	0,0
		Allemagne - DAX	5954	6653	6596	10,8	-0,9
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	150	17,2	1,2
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7029	8,8	-1,7
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3126	10,8	-4,3
		Brésil - Bovespa	119409	128057	114286	-4,3	-10,8
		Russie - MICEX	3275	3819	4003	22,2	4,8
		Inde - SENSEX	47751	52502	58305	22,1	11,1
		Chine - Shanghai	3473	3518	3703	6,6	5,3
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	26206	-3,8	-7,8
		MSCI - BRIC	1296	1350	1278	-1,4	-5,3
	Euro	S&P (€)				22,7	6,4
		Nikkei 300 (€)				10,9	6,9
		FTSE 100 (€)				13,9	-1,6
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	503	3,9	-20,6
		Indice CRB**	444	555	556	25,3	0,3
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	73	40,8	-0,2
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1790	-5,6	0,9
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9695	24,8	4,1

\*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.