

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

25 Octobre 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Une nouvelle tendance de fond aux Etats-Unis

Un ralentissement de la collecte obligataire et action tandis qu'un phénomène de transformation de fonds mutuels en ETF prend de l'ampleur : nous analysons les mouvements de flux de souscriptions et rachats sur les fonds américains au troisième trimestre 2021.

Les fonds obligataires collectent 149 Mds\$ de juillet à septembre, soit un ralentissement de -25% par rapport au rythme affiché depuis le début de l'année (398 Mds\$ sur les six premiers mois). Les obligations domestiques récoltent 122 Mds\$, dont 9 Mds\$ sur le crédit à haut rendement. Enfin, les flux sont positifs sur les autres catégories : sur la zone « Monde » pour 24 Mds\$ et sur la zone « Emergente » pour 3 Mds\$.

La collecte trimestrielle sur les actions ralentit également, à +66 Mds\$, un rythme 45% plus faible que celui des six premiers mois (291 Mds\$). Les fonds d'« actions mondiales » restent les favoris et reçoivent la majorité des flux (47 Mds\$). Ce sont les actions émergentes qui sont ensuite plébiscitées par les investisseurs américains pour 14 Mds\$, dont 4,5 Mds\$ sur des fonds d'actions directement exposés à la Chine, à contre tendance de la piètre performance du marché boursier chinois et notamment de ses valeurs cotées sur le Nasdaq (l'indice Nasdaq Golden Dragon China a perdu 30% au 3ème trimestre). Alors que nous évoquons un « sursaut sur l'Europe » au trimestre précédent, les actions du continent ne bénéficient que de 2 Mds\$ de souscriptions ce trimestre, et le Japon reste toujours de côté avec 1 Md\$ collectés. Nous constatons également à travers les flux que la déformation sectorielle du deuxième trimestre n'était que temporaire, les investisseurs s'exposant à nouveau à la croissance à travers les fonds du secteur de la technologie (+4 Mds\$) et de la santé (+3 Mds\$) tandis que l'industrie et la finance sont respectivement rachetées pour -2,5 Mds\$ et -1 Md\$.

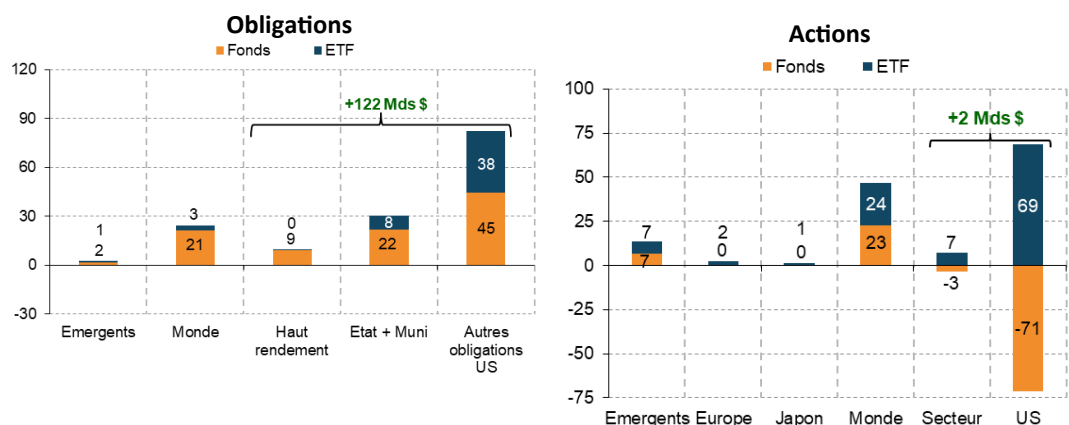
Cet été, deux gérants d'actifs américains annonçaient la conversion de près de 40Mds\$ de fonds mutuels (OPC) en ETF, évoquant une structure qui apporte davantage de transparence, optimise la taxation des actifs et offre de la liquidité durant la journée de cotation. La réglementation américaine en matière d'ETF permet de gérer activement ces véhicules, et de répondre à la demande des investisseurs en matière d'innovation dans la gestion de leur portefeuille, à l'image du succès de la collecte de la société de gestion ARK dont nous parlions dans la dernière analyse. Des analystes estiment que des centaines de milliards de dollars pourront encore être convertis de cette manière dans les prochaines années.

Francis JAISSON

Directeur général délégué
en charge de l'ensemble des gestions

Focus de la semaine

Flux nets de souscriptions sur les OPC et ETF de droit américain au T3 2021 (Mds\$)



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

On assiste, sur la semaine, à une poursuite du mouvement de hausse des taux, malgré une légère consolidation en fin de semaine, avec des niveaux de 0.23% et 1.64% sur les références à 10 ans française et américaine.

Cette tendance est alimentée par la hausse des anticipations d'inflation qui atteignent de nouveaux points hauts en zone euro, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Ces mouvements alimentent à leur tour, les anticipations de hausse de taux de la part des banques centrales, ce qui se traduit sur les courbes, par un mouvement d'aplatissement et en particulier une hausse plus marquée des rendements à 5 ans. On note, de plus, face à ces anticipations d'actions plus précoces des banques centrales, une bonne performance des parties très longues de courbes souveraines, à l'image du taux 30 ans OAT, qui est en baisse de 1pb sur la semaine à 0.89%.

Enfin, on relève un écartement marqué de l'Italie (+13pb sur le 10 ans) avant la revue de sa notation par S&P, qui s'avèrera finalement positive (BBB perspective positive). Sur le marché du crédit, les primes de risque évoluent peu.

Focus Crédit

Assiste-t-on à quelques signaux d'essoufflement sur le marché du crédit ?

Il faut tout d'abord rappeler que l'ensemble des mesures de soutien apportées par les pouvoirs publics et les banques centrales à la crise sanitaire ont permis au marché du crédit de connaître un cycle de dégradation extrêmement court suivi d'une phase de resserrement des primes de risque très prononcé et que ces mesures sont toujours des facteurs de soutien aujourd'hui.

Ainsi, les taux de défaut, après avoir atteint des points hauts au troisième trimestre 2020 (9% aux Etats-Unis et 7% en Europe), sont revenus finalement, très rapidement, sur des niveaux pré-crise autour de 2.5%, dans ces deux zones. Ce taux est même inférieur de moitié si l'on considère les défauts en montant et non en nombre d'entreprises. Autre élément, les améliorations de notation des agences, ainsi aux Etats-Unis depuis le début de l'année, 167Md\$ de titres ont fait l'objet d'une amélioration de notation dans l'univers de la catégorie investissement et quelques 530Md\$, dans l'univers du haut rendement. Cependant, le passage d'émetteurs du haut rendement vers la catégorie investissement est encore peu fréquent cette année (+27Md\$). En comparaison, 186Md\$ de dette avait basculé dans la catégorie haut rendement en 2020.

Pour rester sur ce marché du haut rendement américain, bon indicateur de tendance, on relève une performance de l'ordre de 5% depuis le début de l'année et ce malgré des volumes d'émissions en augmentation très significative, à l'image du doublement des émissions sur le segment des prêts à effets de levier.

Ces chiffres qui traduisent une situation de reprise tout aussi brutale que l'a été la dégradation recouvrent, pour autant, une réalité sans doute plus délicate, dans laquelle un certain nombre d'entreprises survivent en raison de conditions financières qui demeurent extrêmement favorables.

Les marchés se trouvent, à présent, confrontés à un nouvel environnement de hausse des matières premières, d'inflation plus forte et d'incertitude sur le niveau des taux. Quels impacts, ces nouvelles dynamiques, vont-elles avoir sur les marges, les conditions de financement des entreprises et in fine sur les ratios des entreprises ?

Force est de constater que le marché du crédit s'interroge. Les primes de risque, après avoir connu des points bas en septembre, sont reparties à l'écartement essentiellement à ce stade, sur le segment du haut rendement. Le mouvement étant plus prononcé en Europe (+40pb par rapport au point bas) qu'aux Etats-Unis alors que la BCE laisse planer une certaine incertitude sur l'avenir de ses programmes d'achat d'actifs qui ont fortement contribué à la bonne tenue des primes.

Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) est en légère progression de 0,3%. En termes de performances sectorielles, le secteur des services aux collectivités est en progression de 2,9%, tiré par Falck Renewables, acteur dans les énergies renouvelables, qui a reçu une offre de la part d'Infrastructure Investments Fund, représentant une prime de près de 29% sur le cours des trois derniers mois. Cela témoigne de l'intérêt que revêt toujours le secteur dans le contexte des changements structurels que nous mettons en avant dans nos Perspectives Economiques et Financières. Le segment de la santé, quant à lui, est en progression de 2,2%, avec les bonnes performances de Philips et de Sartorius suite à leurs publications de résultats trimestriels. En revanche, l'énergie est en baisse de 0,8% avec quelques prises de profits suite aux bonnes performances la semaine précédente. Au niveau des valeurs, on notera que Nemetschek (éditeur de logiciels allemand) a progressé de 10,5% et EDP Renovaveis (filiale de la société portugaise EDP dans les énergies renouvelables) a pris 8,4% dans le sillage de Falck Renewables. A l'inverse, dans les plus fortes baisses, on retrouve la sphère des sociétés liées au tourisme avec Deutsche Lufthansa qui abandonne 9,1%, Amadeus 8,4% et Accor 6,5%, suite aux remontées de cas de covid-19. Enfin, en ce qui concerne les performances géographiques, l'indice danois s'adjuge la plus forte hausse à 3,5% avec Maersk à +9.3% et Vestas (énergies renouvelables) à +8.9%, et l'Irlande la plus forte baisse à -1,1% avec Ryanair à -7% et Dalata (hotels) à -6.7%

Cette semaine, nous souhaitons apporter un éclairage sur les distributeurs de mode en ligne. Au plus fort de la crise pandémique, ces acteurs avaient acquis le statut de « valeurs stars ». En effet, les mesures de restrictions (confinements, limitations des déplacements) ont eu pour conséquence d'accélérer la pénétration du commerce en ligne : selon Euromonitor, le taux de pénétration en 2020 est passé de 27% en 2019 à 40% en 2020 en Grande-Bretagne, et de 19% à 28% en Europe.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Mais sur les trois derniers mois, les actions des principaux acteurs (Zalando, Asos, Boohoo, About You) ont baissé entre 20% et 50%. L'explication principale est la normalisation à la baisse de la croissance avec une clientèle commandant moins souvent en ligne et se déplaçant plus fréquemment dans les magasins. A cela viennent s'ajouter des pressions sur les marges avec une inflation des coûts liés aux difficultés concernant les chaînes d'approvisionnement (transport, fret) et une hausse des délais de livraison. Boohoo a été le premier à tirer la sonnette d'alarme fin septembre, suivi par Asos qui a annoncé un avertissement sur résultat significatif début octobre. Les difficultés sont plus importantes pour les acteurs britanniques qui subissent des coûts additionnels liés au Brexit (pénurie de transporteurs et hausse des salaires). Néanmoins l'accumulation de vents contraires à court terme ne doit pas faire perdre de vue que le commerce en ligne continue à fidéliser de nouveaux consommateurs et à augmenter sa pénétration pour l'ensemble des acteurs du secteur, faisant écho à nos thématiques révélées lors de nos Perspectives Economiques et Financières notamment l'adaptation et les nouveaux modes de consommation.

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés américains

Les marchés américains poursuivent leur rebond cette semaine, permettant au S&P 500 d'atteindre un nouveau record historique à près de 4560 points. La tendance a été portée par des publications de résultats des entreprises encourageantes. Les valeurs de technologie, de consommation discrétionnaire, de santé ainsi que les financières (hausse des rendements obligataires et bons résultats trimestriels) ont été recherchées. A l'inverse, les valeurs défensives (consommation courante et services publics) ont sous-performé. Les sociétés de matières premières et d'énergie ont subi des prises de profits en fin de semaine.

Parmi les nouvelles importantes de sociétés cette semaine, nous retenons la révision en baisse des prévisions de bénéfices d'Intel pour 2022 malgré un contexte considéré comme très porteur pour les valeurs de semi-conducteurs. Le groupe subit une diminution significative de ses flux de trésorerie libre en raison d'une explosion des dépenses d'investissement (attendues en hausse de plus de 40% sur un an à plus de 25Mds\$) nécessaires pour rattraper son retard technologique et permettre de s'imposer comme une alternative aux géants asiatiques en matière de production de puces pour l'industrie mondiale. Par ailleurs, Snapchat a publié des revenus publicitaires inférieurs aux attentes en raison de la nouvelle politique de confidentialité d'Apple qui empêche les annonceurs de mesurer l'impact de leurs campagnes publicitaires auprès des utilisateurs d'iPhones. Cette nouvelle politique d'Apple risque également d'avoir des impacts sur des groupes comme Twitter et Facebook.

De manière transverse, les sujets liés à l'automobile continuent d'occuper l'actualité. Au-delà des nouvelles annonces de réduction de production faute de disposer de suffisamment de composants électroniques (Nissan et Toyota ont de nouveau réduit leurs perspectives de production pour cette année), plusieurs groupes ont annoncé d'importants investissements sur le sol américain pour produire des batteries (Stellantis avec deux acteurs, à savoir LG Energy et Samsung SDI pour deux usines de 40 Gwh chacune à l'horizon 2030). De son côté, Toyota Motors prévoit d'investir \$3,4 milliards aux États-Unis d'ici 2030 et d'y construire sa première usine de batteries (1750 emplois). La production commencerait en 2025 et se concentrerait d'abord sur des batteries pour véhicules hybrides.

Marchés Asiatiques

Les marchés asiatiques ont dans l'ensemble largement progressé au cours de la semaine. Les marchés chinois et de Hong Kong ont surperformé au cours de la semaine, bénéficiant d'une réduction des craintes de contagion liées à l'éventuelle faillite d'Evergrande (cf. annonce par le gouverneur de la PBOC (Nanque Populaire de Chine) que les risques pour le système financier étaient contrôlables et peu susceptibles de se propager) et d'un possible allègement de la pression réglementaire sur les valeurs internet. Les marchés chinois ont également bénéficié des annonces du gouvernement en matière de sécurisation des approvisionnements d'énergie pour cet hiver (achats de charbon et gaz en Russie), tout en tentant de faire baisser les prix du charbon en annonçant des inspections sur les positions spéculatives sur le marché domestique du charbon. Du côté des baisses, le marché indien a souffert de prises de profit en raison d'une valorisation élevée. Enfin, la forte dépréciation du Yen devrait alourdir encore davantage la facture énergétique et a ainsi pénalisé le marché japonais.

Au cours de la semaine, plusieurs éléments sont venus réaffirmer les priorités stratégiques des Etats. Ainsi, Alibaba Cloud a dévoilé un prototype de puce 5G pour les serveurs, cohérent avec la volonté chinoise de se réapproprié le savoir-faire en matière de semi-conducteurs (même si la technologie cœur restera basée sur une architecture Arm). Par ailleurs, lors de son discours devant les membres du Parti Communiste, le Président Xi a réitéré l'importance de l'innovation dans les technologies cœurs pour atteindre l'autosuffisance. Il appelle aussi à une accélération du développement d'une infrastructure intelligente de grande vitesse et sécurisée pour connecter tous les aspects de l'économie numérique. Les domaines cités incluent l'internet, le big data, le cloud computing, l'intelligence artificielle, la blockchain.... Il appelle aussi à une meilleure intégration de l'industrie traditionnelle avec la nouvelle économie numérique.

Le focus de la semaine : les choix stratégiques des constructeurs automobiles dictés par des enjeux industriels, économiques et géopolitiques.

A l'occasion de nos dernières Perspectives Economiques et Financières, nous évoquons la transition électrique qui constitue une rupture à laquelle les constructeurs automobiles traditionnels s'adaptent avec plus ou moins de facilité. Début octobre, General Motors, qui a très tôt anticipé la transition, démontrait les bienfaits de sa technologie de batterie dite « Ultium » faite en partenariat avec le Coréen LG, en misant notamment sur des combinaisons chimiques dites NCM et NCA (Nickel Cobalt Manganèse Aluminium). Ces technologies, développées et bientôt produites aux Etats Unis, offrent des performances et une autonomie très élevées, faisant jeu égal voire dépassant celles de Tesla. Or ce dernier, initiateur en la matière depuis une

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

décennie, vient d'annoncer son intention de généraliser une autre technologie de batteries, dite LFP (Lithium Fer Phosphate) déjà utilisée pour ses modèles en Chine. Cette technologie, issue d'un brevet américain, quoique moins performante, a le mérite de fournir des batteries abordables et sobres en matériaux rares, facilitant un déploiement sur un marché de masse. Elle est toutefois dominée par les géants chinois CATL et BYD qui jouissent depuis une dizaine d'années d'un droit d'exploitation exclusivement en Chine. Alors que les brevets LFP viennent d'expirer, ces batteries devraient se généraliser à l'international, justifiant la décision de Tesla, dont la stratégie ne consiste plus à cibler un marché de niche mais un marché de masse. Si le LFP répond bien aux enjeux économiques et résout certaines contraintes écologiques et industrielles, n'utilisant peu ou pas de Cobalt ni de Nickel, il soulève une problématique géopolitique dans la mesure où les chinois ont acquis une avance avec un effet d'échelle considérable. Ces considérations mettent donc en évidence la nécessité pour les occidentaux de progresser rapidement en matière de recherche et développement pour disposer de batteries compétitives, performantes et fiables et répondant aux enjeux de souveraineté en matière d'emplois et de dépendances aux ressources.

Le regard de l'analyste

Nous avons déjà évoqué précédemment les bouleversements auxquels les entreprises font face aujourd'hui, notamment dans la gestion de leur chaîne de production. Dans un contexte où, de plus en plus, entités publiques mais aussi privées luttent pour la captation des ressources, matières premières bien sûr, mais également talents, maintenir et contrôler ses coûts devient un enjeu de plus en plus difficile.

Lors de l'élaboration de son compte de résultat, une société peut faire le choix de présenter ses coûts par nature ou par fonction, son choix étant souvent dicté par ce qui est le mieux adapté à son activité. Naturellement, les deux modèles aboutissent au même résultat final, mais ils se distinguent dans la présentation des différents postes. Ainsi, dans le cas du compte de résultat par nature, les produits et charges sont présentés par grandes catégories : stocks, achats et ventes de marchandises, frais de personnel etc... Alors que dans le cas du compte de résultat par fonction ou par destination (souvent privilégié par les entreprises anglo-saxonnes) on retrouvera plutôt des dénominations telles que coût des ventes, coûts administratifs etc...

Quelle que soit la méthode retenue, beaucoup d'obstacles se dressent aujourd'hui face au nécessaire contrôle des coûts : le prix du pétrole Brent, à titre d'exemple, est passé depuis le début de l'année 2021 de 51 dollars à près de 85 dollars, ce qui impacte directement et indirectement les charges des entreprises : coût de l'énergie, coût du transport, coûts de stockage... avec parallèlement un renforcement du dollar vs euro alourdissant encore la facture. Parallèlement, et paradoxalement, alors que le chômage persiste, certains secteurs sont affectés par une pénurie de talents, et doivent faire le choix d'augmenter les salaires proposés afin de se montrer attractifs, et/ou de renforcer leur budget interne de formation.

Sans chercher à être exhaustifs, nous pouvons également citer un certain nombre d'autres dépenses subies : loyers immobiliers, coûts liés à la montée des différentes normes, pénuries de matières premières diverses... mais il convient de ne pas faire l'impasse sur l'indispensable innovation, qui est un facteur stratégique différenciant et un challenge supplémentaire, même si elle est davantage un investissement qu'une charge (si tant est que cette innovation se concrétise et soit créatrice de valeur). Car dans un contexte économique où l'on recommence à parler d'inflation, seules les sociétés capables d'innover, à défaut de pouvoir répercuter sur leurs prix de vente, et donc sur leurs clients, l'alourdissement de leurs coûts, seront les survivantes voire les gagnantes de demain.

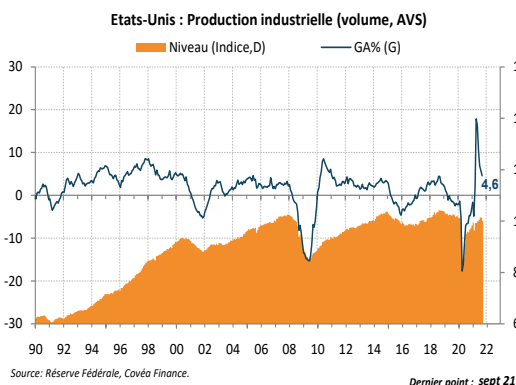
C'est un point soulevé maintes fois dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières, et nos équipes d'analystes, dans leurs échanges avec les dirigeants des sociétés, sont particulièrement vigilantes sur ce point, dans le cadre des « due-diligence » leur permettant de mieux connaître et comprendre les entreprises et leurs modèles économiques et stratégiques.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les difficultés d'approvisionnement et de recrutement pénalisent la croissance de l'activité »

La production industrielle américaine a marqué le pas en septembre. Le recul de 1,3% enregistré sur le mois reflète une contraction généralisée de l'activité, touchant autant le manufacturier, les mines que les services aux collectivités. Si les difficultés d'approvisionnement restent le principal frein à l'activité, les intempéries ont aussi joué un rôle important dans la déconvenue de septembre. La Réserve fédérale (Fed) estime à 0,6% l'impact de l'ouragan Ida sur le niveau de la production. Dans le manufacturier (-0,7%), le secteur automobile fait toujours face à des pénuries de semi-conducteurs et voit sa production chuter de 7,2% sur le mois. En rythme annuel la production du secteur se contracte de près de 14%. Hors



équipements de transport, la contraction du secteur manufacturier s'établit à -0,3%. Par ailleurs l'estimation de la production industrielle du mois d'août a été révisée en baisse, confirmant une modération de la dynamique d'activité. Ainsi malgré des stocks toujours bas, les problèmes sur la chaîne d'approvisionnement, illustrés par la congestion des ports et les pénuries, pénalisent de façon significative la sphère industrielle américaine, au-delà du seul secteur automobile.

Les tensions dans les approvisionnements sont également soulignées dans le Beige Book publié par la Réserve fédérale. Ce rapport, qui décrit l'évolution de l'activité économique dans les 12 districts des Fed régionales sur la période allant de septembre à début octobre, fait état d'un ralentissement de l'activité sous l'effet des perturbations de la chaîne d'approvisionnement, des pénuries de main-d'œuvre et de l'incertitude liée à la progression du variant Delta. Si les perspectives à court terme restent

positives, certains districts notent une incertitude plus élevée et un optimisme plus prudent qu'au cours des mois précédents. Le manque de main d'œuvre disponible a conduit à des croissances soutenues des salaires dans la majorité des districts et la plupart d'entre eux signalent une hausse significative des prix, alimentée par la demande de biens et de matières premières. Le *Beige Book* corrobore ainsi les différents indicateurs économiques publiés sur la période récente faisant part d'une croissance pénalisée par les contraintes d'offre et d'un renforcement des pressions inflationnistes. A ce titre, l'indicateur d'enquête PMI manufacturier s'est dégradé en octobre (59,2 après 60,7) sur fond d'allongement des délais de livraison et de hausse des prix payés. Dans les services, l'indice PMI enregistre un rebond (58,2 après 54,9) en lien avec le ralentissement de l'épidémie de covid-19.

Les données de mises en chantier et permis de construire font part d'une nouvelle contraction en septembre, à rebours de l'amélioration signalée dans les indicateurs d'enquête auprès des professionnels du secteur (indice NAHB). Les mises en chantier enregistrent une baisse mensuelle de 1,6% et les permis de construire, qui s'étaient repris au cours de l'été, chutent de 7,7%. Ce recul provient essentiellement de la partie immeuble d'habitation (-18,3%), tandis que les maisons individuelles enregistrent une baisse plus modérée (-0,9%). Cette dichotomie se constate également sur le marché de l'ancien où les ventes de logements ont nettement rebondi en septembre (+7% en glissement mensuel), tirées par les maisons individuelles (7,7%), alors que les appartements ne progressent que de 1,4%. Après avoir atteint un niveau record au printemps, le prix moyen d'un logement recule pour le 3^{ème} mois consécutif (-1,4% sur le mois), une dynamique habituelle à cette période de l'année (données non corrigées des variations saisonnières). Le repli affiché en cette période de rentrée est moins prononcé que les années précédentes, signe d'une demande encore soutenue faisant face à une offre toujours contrainte.

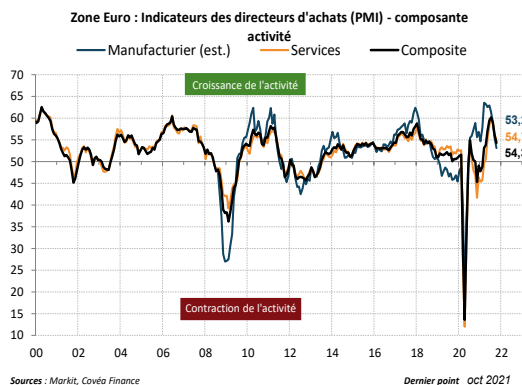
Sur le marché du travail, les nouvelles demandes d'allocation chômage poursuivent leur décrue et atteignent un nouveau point bas depuis le début de la crise sanitaire (290 000 la semaine du 16 octobre). Les demandes totales d'indemnités chômage au titre des programmes standards sont également en recul à 2,48 millions d'allocataires.

Les discussions au sein du camp démocrate sur plan Build Back Better (santé, famille, climat) se sont intensifiées et semblent converger vers un montant de dépenses réduit à 2000 Mds\$, contre 3500 Mds\$ initialement. Le financement de ces dépenses reste un point de friction, notamment du fait de l'opposition de la Sénatrice démocrate d'Arizona, Kyrsten Sinema, à toute hausse du taux d'imposition sur les sociétés (IS) ou du taux d'imposition sur le revenu des ménages les plus aisés. Dans la version du plan présentée par les Démocrates à la Chambre des Représentants, le passage du taux d'IS de 21% à 26,5% permettrait d'augmenter de 540 Mds\$ les recettes fiscales sur 10 ans, tandis que les augmentations du taux d'imposition sur le revenu et des gains en capital rapporteraient près de 300 Mds\$. L'administration Biden ayant besoin de chacun des 50 Sénateurs Démocrates pour adopter le plan, des mesures alternatives d'augmentation des recettes fiscales sont envisagées, avec pour objectif de procéder au vote d'ici la fin du mois.

Suivi Macroéconomique

Europe

« Jens Weidmann quitte la présidence de la Bundesbank »



En Zone euro, l'indice de climat des affaires PMI, construit à partir d'une enquête auprès des directeurs d'achat, signale une modération de l'activité en octobre, alors que la production manufacturière souffre des contraintes d'approvisionnement. L'indice PMI sur la production manufacturière se replie ainsi à 53,2. Le recul est particulièrement marqué en France, où l'indice correspondant atteint 46,2, un niveau indiquant une contraction de la production. En Allemagne, l'indice atteint 51,1. Reflet de ces contraintes d'offre, les délais de livraisons ont de nouveau augmenté tandis que les prix enregistrent des hausses sans précédent. On observe également une modération de la demande, avec un moindre part des entreprises reportant une hausse des nouvelles commandes. En ce qui concerne les services (hors distribution), la dynamique se modère également mais reste à un niveau relativement élevé (à 54,7). La baisse de l'indice des services est toutefois marquée en Allemagne, où il passe de 56,2 à 52,4, alors qu'il augmente en France (56,6 contre 56,2 en septembre). Enfin, on observe

une hausse des intentions d'embauche dans les deux secteurs et au sein des différents pays. Du côté des ménages, l'indice de confiance des consommateurs de la Commission Européenne en Zone euro se replie quelque peu au mois d'octobre mais demeure sur un niveau légèrement supérieur à celui d'avant-crise. En France, l'indice de climat des affaires INSEE décrit un comportement relativement similaire du côté du commerce de détail et de la distribution d'automobile.

En ce qui concerne la politique monétaire, Jens Weidmann, président de la Bundesbank, a annoncé sa démission et quittera donc son poste d'ici le 31 décembre 2021. J. Weidmann était un des membres de la BCE les plus réticents aux différents programmes d'assouplissement quantitatifs. Il quitte la Bundesbank pour raisons personnelles, 2 ans après le renouvellement de son mandat qui devait se terminer en 2027. Dans le communiqué de presse annonçant sa démission, M. Weidmann note toutefois que la BCE doit faire attention aussi bien au risque de déflation qu'au risque d'emballage inflationniste. Il ajoute par ailleurs qu'il est important que la politique monétaire respecte les limites de son mandat et demeure indépendante vis-à-vis des développements financiers ou budgétaires. Il appartient désormais au futur nouveau gouvernement de nommer son successeur. Si aucun gouvernement n'est formé d'ici au 31 décembre, c'est la vice-présidente qui prendra temporairement la place de Weidmann. Difficile de savoir quel sera le profil de la personne désignée par une future coalition menée par les socio-démocrates, tant le FDP diverge du SPD et des Verts sur les questions budgétaires et, a priori, monétaires.

Au Royaume-Uni, l'indice de climat des affaires PMI, construit à partir d'une enquête auprès des directeurs d'achat, décrit une croissance plus importante qu'attendu en octobre. L'activité apparaît toutefois tirée essentiellement par les services (hors distribution) avec un indice qui atteint 58 (contre 55,4 le mois précédent). À l'inverse, la production manufacturière continue de s'essouffler avec un indice à 50,6 (contre 52,7 en août), sur un niveau indiquant une quasi-stabilisation. L'écart entre le secteur manufacturier, fortement contraint par les difficultés d'approvisionnement, et celui des services hors distribution s'agrandit donc alors que l'activité se normalise, et qu'une partie de la consommation se réoriente vers les services. Les embauches dans les deux secteurs continuent à un rythme soutenu. L'économie fait toutefois face à d'importantes difficultés de recrutement et de livraison qui conduisent à un allongement des délais de livraison et à des hausses de prix significatives.

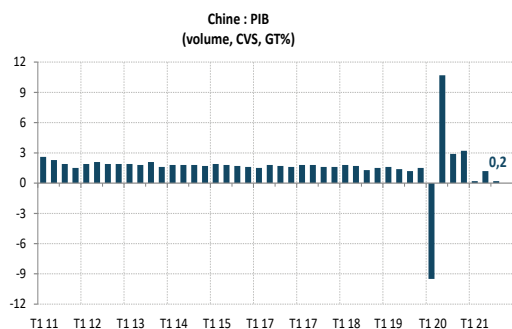
Les ventes au détail reculent de 0,2% en septembre, marquant ainsi le cinquième mois consécutif de repli de la consommation de biens. Sur le trimestre, les ventes au détail s'inscrivent en baisse de 4%, avec un recul marqué des ventes de produits d'équipements et par internet. Malgré ces mauvaises performances les ventes au détail demeurent 4% au-dessus des niveaux d'avant-crise. L'essoufflement de la dynamique des ventes au détail peut refléter une rotation des biens vers les services. Néanmoins, on observe également une dégradation de la confiance des consommateurs, en particulier de leur perception de la situation économique du pays. Les intentions d'épargne demeurent pour leur part sur des plus hauts historiques.

La croissance des prix ralentit légèrement en septembre et atteint, en rythme annuel, 3,1% (contre 3,2% le mois précédent). La composante restauration et hôtellerie explique la plus grande partie de cette modération. Elle résulte du contrecoup du dispositif « Eat out to Help out » mis en place en 2020 pour encourager la reprise et qui a entraîné un recul des prix en août 2020 puis une reprise en septembre. Cette légère modération des prix n'est donc que passagère. Par ailleurs, le niveau de l'inflation britannique demeure très élevé. Les prix de l'énergie tirent la dynamique mais le renchérissement demeure généralisé. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation recule quelque peu mais demeure élevée à 2,9%. Les frictions liées à la réouverture de l'économie affectent certains secteurs, notamment celui des voitures d'occasion, où les prix enregistrent une nette hausse. Dans les mois à venir, l'inflation devrait poursuivre son accélération. Plusieurs facteurs vont en effet contribuer à la hausse des prix. Tout d'abord, la baisse de la TVA (de 20% à 5%) sur l'hôtellerie et la restauration, en place depuis juillet 2020, sera partiellement compensée en octobre, avec un retour de la TVA à 12,5%. Deuxièmement, les prix de l'électricité, revus deux fois par an (en avril et en octobre), vont augmenter de 12% en octobre. La dynamique des prix de l'énergie, et notamment du pétrole, va continuer de tirer l'inflation à la hausse. La récente augmentation des prix du gaz pourrait entraîner une revalorisation significative du tarif de l'électricité en avril prochain.

Suivi Macroéconomique

Asie

« Comme attendu, la croissance chinoise marque le pas au 3^{ème} trimestre. »



Le PIB chinois ralentit substantiellement au 3^{ème} trimestre, avec une croissance de 4,9% en glissement annuel, après 7,9% lors du trimestre précédent. En variation trimestrielle, le ralentissement est également marqué, avec un PIB croissant de seulement +0,2%, après +1,2% au deuxième trimestre. La croissance de l'activité chinoise au T3 demeure donc nettement en-deçà de son rythme tendanciel pré-crise, proche de +1,3% par trimestre en variation trimestrielle. **Ce ralentissement était attendu et est le résultat de plusieurs facteurs adverses affectant l'économie chinoise lors des derniers mois, qui sont également visibles dans les indicateurs économiques pour le mois de septembre publiés en même temps que le PIB.** La croissance chinoise a d'abord été pénalisée par le durcissement des réglementations pesant sur le secteur immobilier, qui a affaibli l'investissement dans ce secteur en limitant les flux de crédit et a exacerbé les difficultés financières de certains promoteurs comme Evergrande. Ce durcissement entraîne notamment une contraction de

l'investissement en actifs fixes en septembre, avec un recul de -1,8% en glissement annuel, après +1,1% en août. Au sein de l'investissement en actifs fixes, l'investissement dans l'immobilier se contracte de -3,5% en septembre (après +0,3% en août) et explique la totalité de la baisse, tandis que l'investissement manufacturier et l'investissement en infrastructures sont en progression. Ensuite, la consommation peine à rebondir du fait des restrictions sanitaires imposées dans plusieurs provinces dans le cadre du maintien de la politique dite « zéro Covid » de la Chine. En septembre, la croissance des ventes au détail s'établit ainsi à +4,4% en glissement annuel en septembre après +2,5% en août, une accélération qui est le contrecoup d'un mois d'août particulièrement marqué par les restrictions sanitaires, mais un rythme toujours bien inférieur à la tendance d'avant-crise. Enfin, la production industrielle chinoise a souffert des restrictions gouvernementales portant sur les secteurs les plus polluants, ainsi que des perturbations liées aux difficultés d'approvisionnement et aux coupures d'électricité. La production industrielle enregistre ainsi un ralentissement prononcé en septembre, la croissance s'établissant à +3,1% en glissement annuel après +5,3% en août, l'impact négatif des pénuries d'électricité et des restrictions sur les industries polluantes faisant plus que compenser le dynamisme des exportations de septembre.

Au Japon, l'indice PMI provisoire pour le mois d'octobre témoigne d'un rebond de l'activité : les indices PMI pour le secteur manufacturier pour les services sont en hausse et s'établissent tous les deux au-dessus du seuil de 50 points (qui dénote une expansion de l'activité) pour la première fois depuis le début de la pandémie. L'indice PMI manufacturier s'établit ainsi à 53,0 points, en hausse de 1,6 point par rapport au niveau du mois précédent. Dans le détail, l'indice pour le secteur manufacturier fait part d'une hausse de la production (+2,6 points), des nouvelles commandes (+1,8 point) et des commandes à l'export (+0,5 point). Les contraintes d'approvisionnement demeurent toutefois importantes, l'enquête PMI faisant part d'un nouvel allongement des délais de livraison, malgré un niveau déjà très dégradé. Dans les services, l'indice PMI progresse de 2,9 points pour s'établir à 50,7 points, dépassant le seuil de 50 points pour la première fois depuis janvier 2020 et le début de la pandémie. Cette amélioration serait principalement liée à la levée de l'état d'urgence sur la totalité du territoire à partir du 1^{er} octobre, en lien avec les progrès de la campagne de vaccination, plus de 75% de la population japonaise ayant reçu au moins une dose de vaccin. Les entreprises de services demeurent fortement optimistes quant aux perspectives d'activité futures, la sous-composante associée demeurant stable à 58,1 points, le niveau le plus élevé depuis près de 10 ans.

Les exportations japonaises poursuivent leur dégradation en septembre et se contractent de -6,5% en variation mensuelle en termes réels en septembre, après un premier recul de -3,7% en août. Les exportations automobiles sont la principale explication de cette baisse, puisqu'elles enregistrent un recul marqué de -21,8% en variation mensuelle en volume, après une baisse déjà importante en août (-14,6%). Les ventes automobiles avaient bien résisté à la pénurie de semi-conducteurs jusqu'en juillet avec l'écoulement des stocks, mais les difficultés d'approvisionnement se sont fait ressentir de façon plus aiguë à partir du mois d'août. La production automobile japonaise pourrait commencer à se redresser à partir du mois de novembre. Au-delà de l'automobile, les exportations de biens d'équipement et de produits informatiques sont par contre en hausse en septembre, de respectivement +1,6% et +3,7%. Comme lors des mois précédents, les ventes de machines utilisées pour la fabrication de semi-conducteurs sont particulièrement dynamiques, notamment à destination des Etats-Unis. Les importations japonaises sont quant à elles quasiment stables en septembre avec une croissance de +0,1% en variation mensuelle en volume.

Au niveau des prix, l'inflation japonaise s'établit à +0,2% en glissement annuel en septembre, en accélération après -0,4% en août, principalement du fait de la hausse du prix des produits alimentaires et de l'énergie. L'inflation sous-jacente, qui exclut ces deux composantes, demeure quant à elle en territoire largement négatif en septembre avec -0,8%, un rythme proche de celui d'août (-0,7%). En excluant l'impact des mesures gouvernementales (comprenant notamment la réduction du prix des forfaits téléphoniques à partir de 2021), l'inflation sous-jacente est légèrement positive à +0,6% en septembre, soit la même augmentation qu'en août. L'inflation sous-jacente est sur une tendance légèrement haussière depuis le début de l'année, à mesure que la hausse du coût des intrants, notamment alimentaires, se répercute sur les prix à la consommation. En excluant l'impact temporaire des mesures gouvernementales, la croissance des prix à la consommation est désormais similaire à sa tendance d'avant la pandémie.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		mai-21	juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21	oct.-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	16,4	10,2	6,9	5,7	4,6			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	15,1	9,3	7,3	7,0				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	614	962	1091	366	194			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	34,5	20,1	10,0	8,0				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	1,9	3,7	4,0	4,0	4,6			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,0	5,4	5,4	5,3	5,4			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4758,9	4754,1	4763,2	4750,8			
		Taux de chômage (%de la population active)	8,0	7,8	7,6	7,5			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	2,0	1,9	2,2	3,0	3,4		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	104,0	103,5	101,8	99,8	98,8		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	0,2	5,5	0,9	0,8			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	55,2	26,3	26,3	11,3			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	36,6	20,0	15,7	10,9			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,0	106,4	104,2	103,4	99,7		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	5,7	4,2	4,6	5,2	6,3		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	7,6	-2,4	-4,6	-5,4			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	20,5	7,1	3,9	3,9			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	40,2	27,1	14,2	19,4			
	Italie	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	21,2	13,8	7,2	-0,1			
		PMI Manufacturier (Indice)	62,3	62,2	60,3	60,9	59,7		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	38,5	23,3	18,7	16,4			
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	24,7	10,8	3,3	1,8			
		PMI Manufacturier (Indice)	59,4	60,4	59,0	59,5	58,1		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	56,6	22,3	16,3	20,7			
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	23,4	10,3	4,4	3,7			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	24,3	8,6	1,2	-0,2	-1,3		
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	2,1	2,5	2,0	3,2	3,1		
	Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	11,8	-3,8	1,5	-3,5		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	50,8	47,0	36,7	26,9	12,2	
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	1,9	0,0	0,6	0,6		
Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)			-0,7	-0,4	-0,3	-0,4	0,2		
Chine		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	8,8	8,3	6,4	5,3	3,1		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	39,0	29,4	22,7	16,5	11,4		
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	51,6	36,9	28,2	33,1	17,6		
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	24,3	12,8	1,5	-1,6			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	8,1	8,4	9,0	9,7	10,3		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	11,8	10,3	7,1	4,7			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,0	6,5	6,5	6,7	7,4		

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	22/10/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	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	6,25	4,25	2,00
		Russie	4,25	5,50	6,75	2,50	1,25
		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	1,63	0,72	0,13
		France OAT	-0,34	0,16	0,23	0,57	0,08
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,11	0,46	0,09
		Italie	0,54	0,82	1,00	0,46	0,18
		Royaume-Uni	0,20	0,78	1,15	0,95	0,37
		Japon	0,02	0,06	0,10	0,08	0,03
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,41	0,68	0,33
		Brésil	3,22	3,71	4,73	1,51	1,02
		Russie	6,01	7,09	7,71	1,70	0,61
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	241,6	-1,04	-0,54
Marchés des changes	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,16	-4,7	-2,2
		Sterling	0,89	0,86	0,85	-5,3	-1,0
		Yen	126,2	131,2	132,2	4,8	0,7
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1177	7,8	4,1
		Real brésilien	5,2	5,0	5,7	8,7	12,8
		Rouble	74,0	72,3	70,3	-5,0	-2,8
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,9	2,5	2,1
		Yuan	6,5	6,4	6,4	-2,2	-0,2
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4545	21,0	7,7
		Japon - Nikkei 300	382	413	420	9,8	1,7
		France - CAC 40	5551	6666	6734	21,3	1,0
		Allemagne - DAX	5954	6653	6568	10,3	-1,3
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	151	17,5	1,4
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7205	11,5	0,7
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3006	6,6	-7,9
		Brésil - Bovespa	119409	128057	106296	-11,0	-17,0
		Russie - MICEX	3275	3819	4197	28,2	9,9
		Inde - SENSEX	47751	52502	60822	27,4	15,8
		Chine - Shanghai	3473	3518	3583	3,2	1,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	26127	-4,1	-8,1
		MSCI - BRIC	1296	1350	1270	-2,1	-5,9
	Euro	S&P (€)				27,0	10,1
		Nikkei 300 (€)				4,8	1,0
		FTSE 100 (€)				17,7	1,8
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	538	11,2	-15,0
		Indice CRB**	444	555	568	28,1	2,5
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	86	65,1	17,0
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1774	1796	-5,3	1,2
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9704	25,0	4,2

*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.