

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

04 Octobre 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Patrimonia

Nous étions à nouveau à Patrimonia cette année. Plus de monde (congressistes et « exposants ») que l'année dernière, mais toujours moins qu'avant le début de la crise sanitaire... une différence avec les résultats publiés par les grandes sociétés cotées européennes qui affichent des chiffres surprenamment bons compte tenu de la désorganisation des économies et de la persistance de blocages multiples des productions et des logistiques de distribution !

Le thème du salon, « Ensemble, réorientons l'épargne des Français pour la faire grandir » appelait pourtant à la mobilisation générale.

Il pose surtout la question de la responsabilité des déposants de la confiance des Français. On n'insistera jamais assez sur l'importance de l'épargne de précaution chez l'assuré « médian » dans le cadre de cette poche patrimoniale. Et parler d'assurance-vie n'est pas déplacé !

Or, l'intention de fléchir l'épargne pose la question légitime de l'adéquation des nouveaux risques pris « ensemble » pour la faire « grandir » avec les efforts déployés pour la constituer individuellement en vue de faire face à des accidents de la vie ou rendre possible un projet personnel.

Certes, l'arrêt brutal de nombreuses activités marchandes et le confinement des populations ont mené à la constitution d'une épargne importante. Mais la pandémie a surtout été le révélateur d'une situation économique, financière et sociale très affectée. Et les 157Mds€ « sur-épargnés » par les ménages depuis le début de l'épidémie ne sont pas que la conséquence des confinements et des contraintes. Ils traduisent certainement une défiance dans l'avenir et une incertitude angoissante quant au retour à la prospérité pour chacun. En témoignent les réceptacles de cette épargne de précaution; les comptes courants et les livrets réglementés ! Ainsi, le livret A et le livret de Développement Durable et Solidaire ont atteint un record d'encours de 472.4Mds€ , en hausse de 6.8% sur 1 an.

En miroir, il est intéressant de noter que les intentions des PME en matière de prêts garantis par l'Etat sont de ne pas rembourser en anticipation ces PGE et de conserver elles aussi ces réserves de précaution...

Francis JAISSON

## Sommaire

### Suivi des marchés

Marchés obligataires  
Marchés actions  
Regard financier & extra-financier

p2

### Suivi macroéconomique

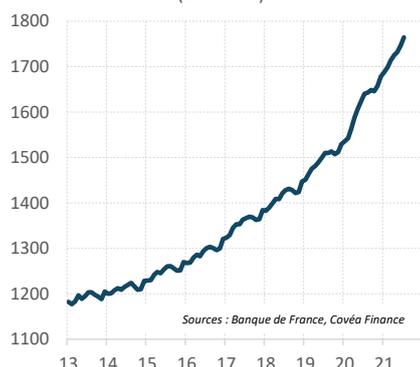
Etats-Unis  
Europe  
Asie

p5

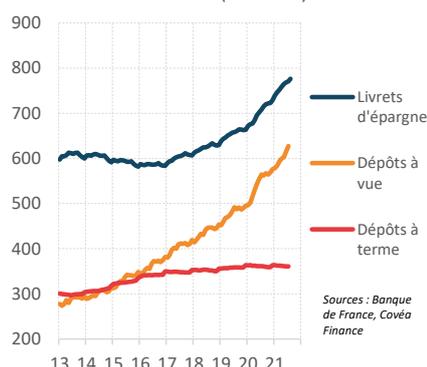
## Focus de la semaine

« ...la « sur-épargne » n'est pas que la conséquence des confinements et des contraintes, elle traduit certainement une défiance dans l'avenir... »

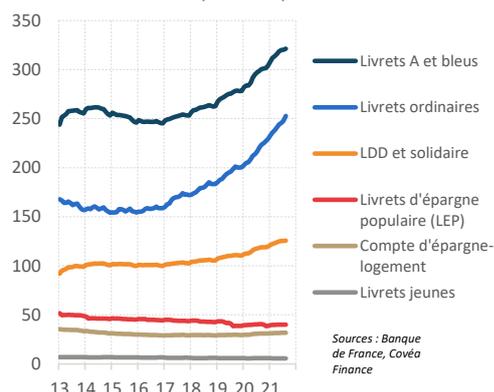
1. France : Dépôts bancaires des ménages et ISBLSM\* Résidents (en Mds€)



2. France : Composition des Dépôts bancaires des ménages et ISBLSM\* Résidents (en Mds€)



3. France : Livrets d'épargne (en Mds€)



\*ISBLSM : Institutions Sans But Lucratif au Service des Ménages

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

Après un point bas en août où le 10 ans français atteignait -0,16%, voici que cette semaine il est allé toucher le niveau de +0,15% avant de refluer vers 0,12% après l'annonce du report du Shutdown<sup>1</sup> US. Ces mouvements de hausse des taux longs font évidemment écho aux craintes de ces dernières semaines sur un dérapage inflationniste durable avec un risque de stagflation<sup>2</sup>. Dans le même temps, nous assistons à des messages de plus en plus clairs des Banques Centrales sur les réductions à venir des programmes d'achat d'actifs. Ainsi, après un point haut à 1,55%, le 10 ans américain a reflué à 1,48%. L'Allemagne, quant à elle, termine la semaine à -0,22%, l'Italie à 0,83%, l'Espagne à 0,43% et enfin le Portugal à 0,33%.

Sur le marché du crédit cette semaine, on a pu constater un léger écartement des segments Crossover (notations intermédiaires entre BBB et BB) et du haut rendement. Quant à la catégorie investissement, elle est restée stable.

Le volume primaire hebdomadaire a atteint 8.8 Mds€, en net recul par rapport aux 12.4 Mds€ la semaine précédente. Les émetteurs haut rendement ont représenté 19% des volumes. Si le taux de couverture moyen<sup>3</sup> reste proche de 3x, les statistiques montrent une vraie dispersion, avec des accueils différenciés selon les émetteurs, les investisseurs se sont montrés plus sélectifs.

### Focus : Perspectives 2022 d'offre et de demande de dettes souveraines

A l'heure où les banques centrales évoquent la perspective de réduire leurs achats d'actifs, il est intéressant d'examiner les premiers éléments relatifs aux programmes d'émissions des Etats pour l'année prochaine.

Les premières projections sur le financement des Etats de la zone euro pour l'année 2022 font état d'un montant d'émissions nettes (émissions brutes - remboursements) de l'ordre de 500Md€ soit une baisse d'environ 160Md€ par rapport à 2021, sous l'effet principalement d'une réduction des déficits publics mais aussi de la contribution des financements du programme Next Generation EU (NGEU).

Par pays, sans surprise, comme en 2021, l'Italie et la France contribueraient pour près de 50% aux émissions brutes et nettes de la zone euro. L'Italie verrait toutefois une diminution assez sensible de ses émissions nettes en raison de la contribution des prêts du programme européen (NGEU).

Ce montant d'émissions nettes pourrait, à nouveau, être entièrement couvert par les achats de la BCE, dans la mesure où celle-ci va sans doute, poursuivre, bien qu'à un rythme moindre, ses achats dans le cadre de ses différents programmes, au moins sur une partie de l'année 2022.

Cependant, les émissions, nettes des remboursements et après achats de la BCE, devraient être beaucoup moins négatives en 2022 qu'au cours des 2 années précédentes et seraient même légèrement positives en prenant en compte les émissions du programme NGEU de l'Union européenne.

En comparaison, compte tenu des perspectives d'arrêt et de réduction des programmes d'achats de la BOE et de la Fed, les émissions nettes des achats des banques centrales devraient être largement positives au Royaume Uni et aux Etats-Unis.

<sup>1</sup> « Shutdown » : Aux États-Unis, un arrêt des activités gouvernementales est une situation politique dans laquelle le Congrès échoue à autoriser suffisamment de fonds pour les opérations gouvernementales.

<sup>2</sup> Stagflation : Situation économique où l'on constate une hausse des prix sans que cela se traduise par de la croissance (récession).

<sup>3</sup> Taux de couverture moyen : Taux moyen des demandes d'allocations des investisseurs face à une taille donnée sur une émission primaire.

## Actions Europe : le regard du gérant

Les marchés actions européens clôturent la dernière semaine du trimestre dans le rouge. L'indice MSCI EMU recule de -2.7% la semaine dernière, l'une des plus fortes baisses depuis le début de l'année. En plus des craintes autour d'une faillite du conglomérat chinois Evergrande et ses conséquences, le ralentissement du rythme des achats d'actifs de la Reserve Federal et les tensions sur la chaîne des approvisionnements s'ajoute désormais la hausse des prix de l'énergie (pétrole, gaz et électricité). Ces éléments alimentent les pressions haussières sur l'inflation et des craintes sur la trajectoire de croissance des grandes économies du monde. La combinaison d'une croissance économique faible couplée à une inflation forte, fait son retour dans les esprits des investisseurs et pèse sur les marchés actions.

Seuls deux secteurs sont en hausse la semaine passée : l'énergie (+3.2%) dans le sillage de la hausse des prix du gaz et du pétrole et les financières (+1.2%) qui profitent de la hausse des taux réels. Il n'est donc pas étonnant de retrouver parmi les plus fortes hausses les valeurs pétrolières et les financières à l'image de Galp (pétrolière portugaise), KBC (banque belge). Les valeurs du tourisme comme les opérateurs d'aéroport (ADP, Aena) ont été recherchées profitant des assouplissements des contraintes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni à l'égard des voyageurs en provenance de l'Europe. A l'autre bout du spectre, le secteur de la technologie (-9.1%) affiche le plus fort recul, après avoir atteint des points hauts en septembre. L'industrie recule de -3.3% sur la semaine en raison des craintes sur leur trajectoire de croissance et de marge. Le secteur de la santé (-3.2%) subit des déagements suite à la remontée des taux réels. Enfin citons le secteur des services aux collectivités (-2.3%), lequel ne profite pas de la hausse des prix des énergies. En effet les marchés restent méfiants, craignant des interventions volontaristes du politique à l'image du gouvernement espagnol qui a imposé une taxe exceptionnelle sur le secteur. A ce jour, nous notons que l'initiative espagnole reste isolée en Europe. Coté valeurs, ASML, Carl Zeiss Mediatech, Sartorius Stedim Biotech ont affiché une baisse à deux chiffres la semaine écoulée. Le point commun à ces valeurs est d'avoir des niveaux de

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

valorisation élevés, lesquelles subissent des prises de profit dans le sillage de la remontée des taux.

Cette semaine nous souhaitons apporter un éclairage sur les prix actuel de l'énergie. Quel que soit la référence, le gaz, le pétrole, les certificats de CO2 et l'électricité sont sur des points hauts. Diverses explications expliquent cette situation : la forte demande asiatique en gaz naturel liquéfié alors que l'offre a été contrainte l'hiver dernier en raison du froid au Texas, l'incapacité de la Russie à augmenter ses livraisons de gaz à l'Europe en amont de la mise en opération du gazoduc Nord Stream 2, des conditions de vents faibles cet été défavorables à la production éolienne en Europe nécessitant ainsi un fonctionnement plus important des centrales à gaz, et les conséquences de l'ouragan Ida sur la production. Tout cela mis bout à bout explique qu'en Europe, nous entrons dans la saison hivernale avec des niveaux de stocks bas. Cette hausse des prix des énergies a des répercussions importantes d'abord en tant que coûts nécessaires pour la production de biens, ensuite sur le pouvoir d'achats des consommateurs et enfin sur les indices d'inflation. Ce contexte inflationniste commence déjà à avoir des impacts négatifs sur les marges des entreprises. En amont de la publication des résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre, des entreprises commencent à avertir sur leur marge pointant du doigt l'impact des matières premières. Sortiront gagnants les entreprises possédant une grande capacité d'innovation, capable de proposer des produits indispensables à leurs clients et cette innovation se traduit aussi par la capacité de fixation des prix et ainsi de répercussion du coût des entrants aux clients.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés Asiatiques

En Asie, les marchés ont été marqués par la poursuite de pressions inflationnistes, notamment constatées au travers de l'envolée des prix de l'énergie (gaz naturel et charbon thermique). Au Japon, à Taiwan et en Corée du Sud, la baisse est accentuée par une méfiance envers les secteurs de la technologique et de l'industrie.

Du côté des hausses, la progression des marchés chinois s'explique par un fort rebond des valeurs immobilières en fin de semaine. Les investisseurs ont été temporairement rassurés par l'annonce du promoteur immobilier Evergrande de la cession de 20% de sa filiale bancaire pour \$1.55 milliard. Les recettes de cette vente devraient être suffisantes pour payer tous les coupons échus en 2021 (\$663 millions). Dans le détail, le groupe Evergrande va vendre 20% de ses participations dans la banque provinciale Shengjing Bank au gouvernement de la province de Liaoning. Néanmoins, au-delà de 2021, les échéances obligataires vont s'accélérer et portent sur des montants très conséquents : \$7,38 milliards en 2022, puis \$9,78 milliards en 2023. Pour limiter les conséquences financières de cette débâcle, le gouvernement chinois a demandé aux institutions financières d'aider les gouvernements locaux à stabiliser rapidement le marché immobilier, tout en réduisant les restrictions qui avaient été mises sur les prêts immobiliers aux particuliers. De même, le régulateur chinois a demandé aux banques de ne pas couper les crédits aux promoteurs et de poursuivre les soutiens financiers aux projets en cours de construction.

Par ailleurs, dans le contexte d'envolée des prix de l'énergie, le gouvernement chinois a demandé aux producteurs de charbon chinois de produire au maximum de leur capacité, même s'ils doivent dépasser leurs quotas. La Chine demande aussi à ses importateurs de faire tout ce qui est nécessaire pour sécuriser les ressources énergétiques pour cet hiver quel que soit les coûts. Sur un autre sujet, nous notons également que la Chine a relevé de 20% le quota de production sur les terres rares de 140 000 tonnes à 168 000 tonnes.

Enfin, le marché indonésien termine également la semaine en hausse, tiré par le secteur de l'énergie (mines de charbon), le pays étant un des principaux exportateurs de charbon (notamment vers la Chine). Le prix des contrats futurs sur le charbon thermique à la bourse de marchandises de Zhengzhou en Chine a progressé de près de 12% sur la semaine (+50% sur un mois et plus de 100% depuis le début de l'année).

### Marchés Américains

Aux Etats-Unis, le S&P 500 finit la semaine sur une baisse de plus de 2% marquée par une sous performance très nette des valeurs technologiques et de santé qui subissent d'importantes prises de profits. A l'inverse, le secteur de l'énergie, et en premier lieu les valeurs pétrolières, ressort comme le seul secteur en progression. Cette semaine aura été marquée par la multiplication des risques, soit associés à la hausse des coûts de production, soit aux incertitudes sur le plan politique. Toutefois, sur le plan sanitaire, l'annonce vendredi de la sortie prochaine d'un traitement expérimental par voie orale contre la Covid (le molnupiravir du laboratoire Merck) a suscité un certain optimisme dans un contexte de montée des doutes sur l'efficacité des stratégies vaccinales et permis aux indices de se reprendre.

Alors que la saison de publications de résultats approche, l'incertitude quant à la trajectoire des marges des entreprises est palpable puisqu'au-delà des hausses de coûts de l'énergie, les entreprises doivent encore naviguer avec des difficultés d'approvisionnement et de recrutement et plusieurs d'entre elles ont encore alerté la semaine dernière sur leurs difficultés à maintenir leurs objectifs de résultats. Sherwin Williams (fabricant de peintures) a par exemple indiqué souffrir de hausses de coûts et de difficultés de transport et d'approvisionnements de matières premières alors que McCormick (leader mondial des épices) a dû réviser à la baisse ses perspectives de croissance, malgré une demande forte (contraintes d'approvisionnement).

### Focus international de la semaine : Des fissures chez les GAFA ?

Facebook fêtait la semaine dernière les 10 ans de son introduction en bourse. 10 ans durant lesquels le groupe s'est hissé au rang de géant du numérique, attirant quotidiennement près du tiers de la population mondiale. Facebook capte ainsi une part considérable des dépenses publicitaires mondiales après Google. L'anniversaire est toutefois troublé par une vaste polémique relative à son impact négatif sur la santé mentale des adolescents (sur sa plateforme Instagram) qui fait écho aux critiques auxquelles font aussi face les plateformes chinoises quant à leur nocivité à l'égard des jeunes générations. Dans les suivis de

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

nos Perspectives Economiques et Financières, nous mettons régulièrement en évidence les ruptures initiées par les géants du numérique et, à ce titre, la place qu'ils ont prise dans l'écosystème d'Internet, suscitant des préoccupations des régulateurs mais aussi de leurs clients vis-à-vis desquels leur prédominance peut, à terme, engendrer des liens de dépendance voire des vulnérabilités. Le Cloud computing illustre à sa manière ce phénomène, AWS (filiale d'Amazon) ayant révolutionné le marché du stockage, de la gestion et de l'utilisation des données. Le groupe est en effet parvenu à dominer son marché en appliquant le principe des effets d'échelle qui permet, à partir d'une base de coûts fixes importante mais amortie sur un nombre infini d'utilisateurs, de générer des marges importantes. Commercialisé en 2006, AWS a durant près de 10 ans régné en maître sur le marché de l'infrastructure dématérialisée avant d'être rejoint par d'autres géants. Microsoft (Azure) et Alphabet (Google Cloud) remettent en effet en question son pouvoir de fixation des prix depuis quelques temps. Mais, dans ce qui ressemble finalement à une forme d'oligopole, un challenger peu connu du grand public mais reconnu par les développeurs a, la semaine dernière, affirmé vouloir émerger comme la quatrième plateforme de cloud public en lançant une application de stockage, appelée R2 (commercialisée par Cloudflare). Sa particularité est d'attaquer celle d'AWS, appelée S3, tout en étant compatible et accessible aux clients de ce dernier. Cloudflare cible pour cela les points de souffrance qu'AWS fait subir à ses clients (la tarification des frais de transfert de leurs données hors de la plateforme cloud qui constitue une forme de barrière à la sortie). S'il est à ce stade difficile d'augurer du succès d'une telle ambition, il est intéressant sur le plan stratégique de voir comment, à un certain stade de maturité d'un marché, un concurrent pourrait parvenir à percer en retournant contre Amazon son crédo historique d'aller capturer les marges trop importantes de ses principaux concurrents.

## Le regard de l'analyste

### De l'importance de la chaîne d'approvisionnement... et du financement des stocks

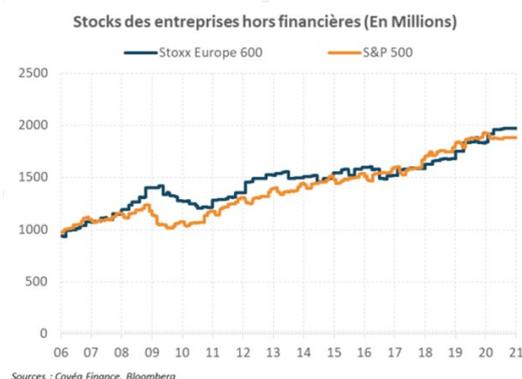
La récente crise COVID a mis en lumière une conséquence importante pour les entreprises : une forte spécialisation par zone / pays, entraînant une dépendance en approvisionnements. La nécessité de relocalisation s'est imposée, tant aux Etats qu'aux entreprises, avec une réponse à la fois tactique (constituer des stocks / trouver des substituts) et stratégique (innover, flexibiliser, diminuer les coûts et répondre aux exigences de traçabilité mais aussi de respect de l'environnement), ce qui pourrait signifier une potentielle remise en cause du modèle de production du « juste à temps ».

Attardons-nous sur le sujet des stocks : accumuler du stock coûte cher. Ces coûts principalement sont liés au fait de le conserver et de l'entretenir sur une certaine durée, coûts qui sont généralement estimés à environ un quart de la valeur de ce stock disponible. Mais s'ils sont une grosse dépense, ils sont également un actif important pour l'entreprise (et donc inscrit justement à l'actif de leur bilan). Enfin leur gestion est une problématique majeure, en ce qu'elle a un impact significatif sur la trésorerie.

En effet, elle oblige les sociétés à immobiliser des capitaux, l'argent nécessaire à l'achat de ces stocks, qui ne rapportent pas tant que les ventes n'ont pas eu lieu, d'où possiblement une perte d'opportunité, dans la mesure où ces capitaux auraient pu être investis dans des projets plus rentables. Elle peut forcer une entreprise à céder son surplus au rabais, voire à perte, afin d'éviter d'accumuler les frais de stockage, ce qui pèsera sur ses marges. Bien sûr l'impact direct d'un stock trop significatif induira une hausse du besoin en fond de roulement, se traduisant lui-même par un besoin accru de financement. Dernier point : une entreprise disposant d'un stock important s'expose à un risque d'obsolescence, en fonction de la qualité et des caractéristiques des produits stockés.

La marge de manœuvre des entreprises est donc relativement étroite, et chaque secteur d'activité aura des problématiques et enjeux différents. Les analystes de Covéa Finance, dans leurs travaux, sont donc particulièrement attentifs à ce poste, à sa composition (entre matières premières, en-cours de production et produits finis), à l'évolution de cette répartition en historique, à son poids et à sa rotation, et bien sûr à son financement.

Enfin, s'il est trop tôt pour affirmer que la crise COVID a eu une inflexion sur le poids des stocks au bilan des entreprises, rappelons qu'une hausse de ce poste est également, et logiquement, concomitante avec une hausse de leur activité.



# Suivi Macroéconomique

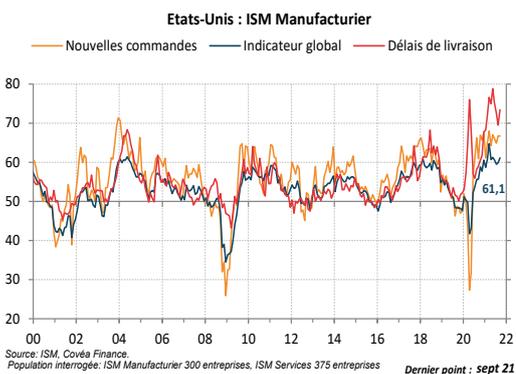
## États-Unis

« Le Congrès franchit une étape, mais les principaux enjeux budgétaires restent en suspens »

**Le Congrès a fini par voter le prolongement du financement de l'état fédéral, et ainsi éviter la fermeture partielle du gouvernement fédéral (government shutdown),** à la veille du début de la nouvelle année fiscale (1<sup>er</sup> octobre 2021- 30 septembre 2022). Dans un vote bipartisan (65 pour, 35 contre), Démocrates et Républicains ont voté un budget provisoire qui permet de continuer à financer le gouvernement fédéral jusqu'au 3 décembre 2021. **Il ne s'agit là que d'une étape, et plusieurs dossiers majeurs restent à être examinés par les membres du Congrès dans les prochains jours.** Tout d'abord, le plan d'infrastructures de 1000 Mds\$ dont le vote était prévu le 30 septembre à la Chambre des Représentants, a finalement été repoussé, les dissensions au sein du parti démocrate étant encore trop fortes. Le projet de loi s'est heurté à l'opposition de l'aile progressiste qui refuse de voter ce plan tant que le Sénat n'a pas adopté le plan de dépenses sociales et environnementales de 3500 Mds\$. Or ce second plan, rejeté par l'ensemble des Républicains, n'a pas non plus la faveur de l'aile centriste du parti démocrate, en raison de son coût trop élevé. Le Sénateur démocrate centriste Joe Manchin a répété qu'il ne voterait pas un second plan dont le montant excéderait 1500 Mds\$. Les responsables Démocrates ont dû se résoudre à reporter le vote sur les infrastructures et consacrer plus de temps pour aplanir les divergences. Ensuite, **la question du plafond de la dette n'est toujours pas réglée, alors que la Secrétaire au Trésor Janet Yellen a prévenu que le Trésor ne serait plus en mesure d'honorer les paiements de l'Etat fédéral au-delà du 18 octobre.** Le temps presse donc pour que le Congrès passe à l'action. Les Républicains refusent toujours de voter pour un relèvement (solution de court terme) ou une suspension du plafond (solution de moyen terme), estimant que les Démocrates peuvent agir sans leur soutien. Deux possibilités s'offrent désormais aux Démocrates : soit ils optent pour le bras de fer avec les Républicains et attendent jusqu'au 17 octobre pour que les Républicains, face au risque de défaut, acceptent de suspendre le plafond de la dette ; soit ils s'engagent dans une procédure de réconciliation budgétaire qui leur permettrait de relever le plafond de la dette avec une majorité simple au Sénat, donc sans l'appui des Républicains. Le recours à cette procédure longue et complexe, accaparera les débats pour les 3 prochaines semaines, ce qui présente l'avantage d'un point de vue Républicain de repousser encore un éventuel vote sur les deux plans de relance voulus par l'administration Biden.

Concernant la politique monétaire, le Président de la Réserve fédérale de Boston, Eric Rosengren, et celui de la Réserve fédérale de Dallas, Robert Kaplan ont démissionné cette semaine suite à des révélations sur des opérations financières réalisées lors de la crise du covid-19. Le remplacement de ces deux membres qui étaient clairement en faveur d'une hausse rapide des taux pourrait venir rebattre les cartes au sein du comité de politique monétaire. Ces deux membres étaient non votants en 2021, mais M. Rosengren devait devenir membre votant en 2022 et M. Kaplan en 2023.

**Dans l'industrie, les commandes de biens durables atteignent un nouveau point haut en août à la faveur d'une progression mensuelle de 1,5%,** tirée par l'aviation civile (+52% en glissement mensuel). Ce secteur, particulièrement éprouvé depuis 3 ans par les difficultés de Boeing puis par la crise sanitaire, est mieux orienté ces derniers mois, avec des commandes au plus haut depuis fin 2019. Les commandes dans l'industrie automobile peinent par contre toujours à se redresser et enregistrent un recul de 3,1%, la pénurie de semi-conducteurs limitant toujours la production du secteur. Les commandes de biens intensifs en capital, hors défense et aviation, progressent de 0,5% sur le mois, suggérant le maintien d'une dynamique favorable pour l'investissement des entreprises, bien qu'en modération par rapport à la première phase de la reprise. En rythme annuel, les commandes de biens durables affichent une croissance de 18% et dépassent de 14% les niveaux d'avant crise. **L'indicateur d'enquête ISM dans le secteur manufacturier suggère le maintien d'une dynamique favorable en septembre,** avec une progression de 1,2 point à 61,1. Cette hausse repose sur une amélioration de la composante stocks et emploi, mais aussi sur un allongement des délais de livraison, signal que les problématiques de chaînes d'approvisionnement restent prégnantes. La sous-composante nouvelles commandes reste à un niveau élevé (66,7) et la production s'éffrite légèrement à 59,4, un niveau toujours très robuste.

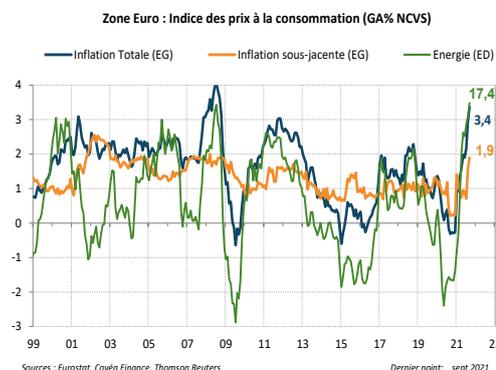


**Du côté des ménages, les dépenses de consommation en volume ont enregistré un gain mensuel de 0,4% en août, mais les données de juillet ont été révisées assez nettement en baisse (-0,5% contre -0,1% en première estimation), confirmant une dynamique de consommation plus mesurée au cours de l'été.** La publication du mois d'août fait part d'une poursuite de progrès dans les services (+0,3% en glissement mensuel) et a contrario, de difficultés persistantes de l'automobile qui enregistre un 4<sup>ème</sup> mois consécutif de recul (-6,8% sur le mois). Ce secteur pénalise les dépenses en biens durables qui se contractent de 1,3%, tandis que les dépenses en biens non durables se reprennent (+1,7%) grâce à l'alimentaire et les vêtements (+2,3% et +1,8% respectivement). Le revenu disponible réel des ménages enregistre un léger repli de 0,3% sur le mois, et le taux d'épargne recule à 9,4% du revenu disponible, un niveau toujours supérieur au niveau d'avant crise (7,7% en 2019). Enfin l'inflation mesurée par les prix des dépenses personnelles de consommation maintient une tendance haussière et s'établit à 4,3% en rythme annuel, tandis que l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) se stabilise à une croissance annuelle de 3,6%.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Les incertitudes se renforcent sur le caractère temporaire de la hausse des prix »



**Au mois de septembre, l'inflation poursuit son accélération et atteint 3,4% en glissement annuel, un plus haut en 13 ans, après 3% en août.** L'accélération des prix reste surtout tirée par les prix de l'énergie, dont la croissance annuelle atteint 17,4% (+2 pts par rapport à août) et reflète notamment le dynamisme des prix de l'électricité et la hausse stratosphérique des prix du gaz naturel. Des mesures gouvernementales ont déjà été annoncées en France, Italie, Espagne et Grèce pour limiter l'impact de ces hausses sur les consommateurs. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) accélère plus modestement à 1,9% (+0,3 pt) mais atteint néanmoins un niveau historiquement élevé. La progression des prix hors énergie a principalement été tirée par les services à 1,7% (+0,6 pt) alors que les prix des biens industriels a nettement ralenti à 2,1% (-0,5 pt). Outre les prix de l'énergie, ces pressions inflationnistes restent principalement dominées par des effets a priori temporaires, liés à la baisse temporaire de la TVA en

Allemagne au deuxième semestre 2020 et à la réouverture de l'économie suite aux confinements. Les difficultés sur les chaînes d'approvisionnements et les frictions entre offre et demande demeurent toutefois des sources de tensions sur les prix qui pourraient s'avérer plus durables qu'initialement estimés par la BCE, dont les projections d'inflation de septembre anticipent un point haut sur l'année 2021 à 2,2% avant un recul progressif à 1,5% en 2023 (soit bien en-dessous de la cible de 2%). Si ces hausses de prix ne semblent pas encore se répercuter sur les négociations salariales il s'agit d'une de leur conséquence envisageable dans les prochains trimestres ce qui alimenterait en retour des tensions plus durables sur les prix. L'évolution des salaires reste toutefois conditionnée aux améliorations sur le marché du travail qui, en dépit des améliorations récentes, pourrait souffrir de la levée des mesures de soutien dans les prochains mois. Par ailleurs, la question de la transmission des hausses de prix de la production à la consommation pourrait aussi influencer significativement sur l'évolution future de l'inflation. Par pays, l'accélération des prix a été particulièrement élevée en Allemagne à 4,1% (+0,7 pt) et en Espagne à 4% (+0,7 pt) mais des hausses significatives ont également été enregistrées en Italie à 3% (+0,5 pt) et en France à 2,7% (+0,3 pt).

**L'indice de sentiment économique de la Commission européenne se maintient à des niveaux historiquement élevés en septembre.** L'indicateur progresse très légèrement à 117,8 (+0,2 pt) en septembre mais reste en deçà du point haut de juillet dernier. Contrairement au mois d'août, où l'indice avait décliné, les résultats de l'enquête de la commission contrastent avec ceux de l'enquête PMI sur le mois de septembre qui continue de décrire un ralentissement marqué de l'activité en lien avec les contraintes d'offre et la normalisation de la demande. En outre, l'enquête de la Commission rapporte une hétérogénéité assez marquée au niveau des sous-composantes de l'indice avec des reculs marqués dans les services (-1,4 pt) et dans la distribution (-2,8 pts) alors que la construction (+1,8 pt) et la confiance des consommateurs (1,1 pt) progressent. L'activité industrielle stagne selon l'enquête, entre les contraintes sur l'offre et une demande toujours dynamique. Par ailleurs, l'indice pour les perspectives d'embauche maintient une dynamique positive (+1 pts à 113,6), surtout tiré par les services et la construction (où d'importantes pénuries de main d'œuvre continuent d'être signalées), alors que l'indicateur recule dans le secteur des ventes au détail. Au niveau des grandes économies européennes, l'indice composite a chuté en France (-1,3 pt) et dans une moindre mesure en Italie (-0,9 pt) alors qu'il progresse en Allemagne (+0,8 pt) et rebondi en Espagne (+1,7 pt).

**Les données de masse monétaire du mois d'août décrivent une poursuite du ralentissement des crédits aux entreprises non-financières en Zone euro.** La croissance annuelle des prêts aux entreprises atteint ainsi 1,0% (contre 6,5% en 2020, sous l'effet des dispositifs de prêts garantis étatiques). Ce ralentissement reflète d'abord un important effet de base. Les liquidités accumulées par les entreprises en 2020 peuvent également expliquer des besoins de financement moindres. La tendance des prêts aux ménages est inverse, avec un taux de croissance annuel qui reste stable à 4,5%, un plus haut depuis 2008. Le dynamisme des prêts aux ménages s'explique par la forte croissance des prêts immobiliers (5,8% en rythme annuel), qui profitent de conditions de financement avantageuses.

**Du côté du marché du travail, le taux de chômage en Zone euro poursuit son recul au mois d'août et retrouve, après avoir atteint un pic 8,6% en juillet 2020, son niveau d'avant-crise à 7,5%.** Les dispositifs de chômage partiel ont permis de limiter la dégradation de l'emploi et biaise donc encore l'appréciation du marché du travail européen. Le recours à ces dispositifs est toutefois en nette baisse depuis le début de l'été. Par pays, le taux de chômage reste stable en Allemagne (3,6%), en France (8,0%) et en Italie (9,3%) et recule en Espagne (14%, soit un recul de 0,5 points de pourcentage). Malgré un taux de chômage en baisse et des intentions d'embauche élevées, une accélération franche des pressions salariales apparaît encore incertaine. En effet, on n'observe, à ce stade, pas d'accélération du côté des salaires (l'indice des salaires négociés reste stable au deuxième trimestre 2020). L'emploi total était par ailleurs encore en-deçà de son niveau d'avant-crise au deuxième trimestre (-1,3% relativement au T4 2019) avec des disparités importantes entre les pays (l'écart de l'emploi espagnol par rapport à son niveau d'avant-crise reste conséquent). Enfin, la fin des dispositifs de chômage partiel, prévu en septembre dans la plupart des pays de la zone, pourrait pénaliser la reprise de l'emploi.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Le Parti Libéral Démocrate choisit Kishida, un candidat de la continuité, pour succéder à Suga. »

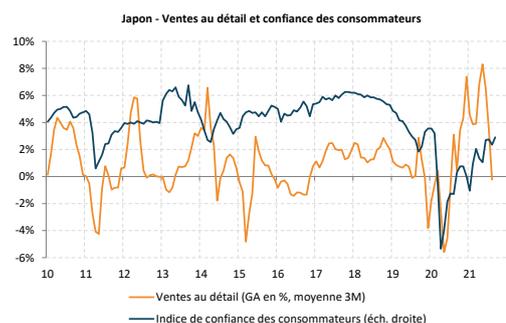
**En Chine, l'indice PMI officiel du NBS pour le mois de septembre, qui mesure le dynamisme de l'activité du secteur manufacturier, enregistre un troisième mois consécutif de repli avec une baisse de 0,5 point.** Il s'établit à 49,6 points, en territoire négatif pour la première fois depuis le mois de février 2020 lors du choc initial de la pandémie. Le repli du PMI manufacturier en septembre s'étend à l'essentiel des principales sous-composantes de l'indice. Le recul est toutefois particulièrement marqué dans la production, qui perd 1,5 point, tandis que les nouvelles commandes et les commandes à l'export enregistrent une baisse plus mineure de respectivement 0,3 point et 0,5 point. De ce point de vue, la contraction du secteur manufacturier au mois de septembre traduirait avant tout les mesures fortement restrictives prises par les gouvernements locaux pour limiter la consommation d'énergie de l'industrie. Ces restrictions se sont intensifiées à la fin du mois d'août, après que l'agence de planification gouvernementale NDRC a annoncé que seules 10 provinces sur 30 avaient atteint leur objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre (GES) lors de la première moitié de l'année et a durci les pénalités pour les provinces n'atteignant pas les objectifs environnementaux fixés par le gouvernement central. Dans le détail sectoriel du PMI manufacturier de septembre, on constate effectivement que les secteurs à forte consommation d'énergie comme l'acier, l'aluminium ou le ciment sont ceux dont la production se dégrade de la façon la plus marquée.

**Il faut noter que l'indice PMI Caixin pour le secteur manufacturier, également publié cette semaine, fait part d'une tendance différente de l'indice officiel et décrit une amélioration de la situation du secteur manufacturier,** avec un indice en hausse de 0,8 point à 50,0 points. Cette divergence serait liée aux différences dans l'échantillon d'entreprises interrogées : les entreprises privées des provinces de l'est de la Chine, moins exposées aux restrictions environnementales, sont surreprésentées dans l'indice Caixin, tandis que l'indice du NBS accorde un poids plus important aux industries lourdes du nord du pays.

**Pour ce qui est du secteur non-manufacturier, l'indice PMI officiel du NBS enregistre un fort rebond au mois de septembre et s'établit à 53,2 points, après 47,5 points en août.** Cette amélioration est le contrecoup de la forte dégradation constatée au mois d'août (-4,8 points), causée par les restrictions sanitaires mises en œuvre suite au rebond de l'épidémie de Covid-19. Le rebond du PMI non-manufacturier de septembre reflète à l'inverse le relâchement des contraintes sanitaires dans les provinces les plus touchées lors de l'été, en premier lieu le Jiangsu. Le rebond du PMI non-manufacturier est uniquement le fait des services (+7,2 points après -7,3 points en août), tandis que la construction perd en dynamisme (-3,0 points).

**Au Japon, le Parti Libéral Démocrate (PLD) a choisi Fumio Kishida pour prendre sa tête et succéder à Yoshihide Suga au poste de Premier ministre.** Kishida a battu son principal rival Taro Kono lors du second tour d'un scrutin interne au PLD avec 257 voix contre 170. Kishida, considéré comme un candidat consensuel et modéré, a bénéficié d'un fort soutien des députés du PLD, tandis que Kono bénéficie d'une plus grande popularité auprès des militants du Parti et de la population japonaise dans son ensemble. Kishida sera désigné par le Parlement japonais pour succéder effectivement à Suga au poste de Premier ministre lors d'une session exceptionnelle prévue le 4 octobre. Des élections législatives générales devront ensuite se tenir d'ici la fin du mois de novembre, même si la date exacte n'est pas encore fixée. Le PLD mené par Kishida est, comme à l'accoutumée, largement favori pour remporter ces élections. En termes de politique économique, Kishida s'inscrit dans la continuité d'Abe et Suga. Il a notamment mentionné lors de la campagne précédant le scrutin interne du PLD sa volonté de mettre en œuvre un nouveau plan de relance d'un montant d'environ 4% du PIB, tout en mettant en avant les inégalités de revenu comme un problème majeur rencontré par la société japonaise. Kishida soutient par ailleurs la politique monétaire ultra accommodante menée par la Banque du Japon.

**La production industrielle japonaise a enregistré un repli de 3,2% en variation mensuelle en volume au mois d'août.** Ce deuxième mois consécutif de recul reflète toujours l'impact des pénuries de semi-conducteurs sur l'industrie automobile. La production automobile, en recul de 15,2%, explique ainsi l'essentiel de la baisse de la production industrielle. Contrairement au mois précédent, la production industrielle est toutefois également pénalisée par un repli de plus de 10% dans les machines électriques et dans les équipements de communication. La baisse de la production de ces secteurs refléterait à nouveau des difficultés d'offre, liées principalement à l'impact du Covid-19 sur la production industrielle en ASEAN lors du mois d'août, qui a perturbé les chaînes de valeur internationalisées dont les entreprises japonaises dépendent.



Source : Ministry of Economy, Trade and Industry (METI) ; Cowi Finance

**Les ventes au détail enregistrent également un repli prononcé au mois d'août avec une baisse de 4,1% en variation mensuelle en termes nominaux.** Cette baisse n'est pas surprenante au vu de la forte dégradation de la situation sanitaire lors du mois d'août, avec un nombre historiquement élevé de cas quotidiens de Covid-19 et une forte tension sur le système hospitalier. Les ventes au détail devraient toutefois être en mesure de rebondir dès le mois de septembre, avec le recul du nombre de cas et les progrès de la vaccination. L'indice de confiance des consommateurs publié cette semaine appuie cette possibilité puisqu'il rebondit en septembre pour s'établir à son niveau le plus élevé depuis le début de la pandémie. L'état d'urgence a par ailleurs été levé jeudi 30 septembre dans l'ensemble du pays, laissant ouverte la possibilité d'un rebond plus durable de la consommation.

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		mai-21	juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21	oct.-21	
<b>Etats-Unis</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	16,3	10,1	6,6	5,9			
	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	1053	235			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	34,5	20,1	9,8				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	1,9	3,7	4,1	4,3			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,0	5,4	5,4	5,3			
<b>Europe</b>	<b>Zone euro</b>	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4758,9	4754,1	4763,2	4750,8		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,0	7,8	7,6			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	2,0	1,9	2,2	3,0	3,4	
	<b>Allemagne</b>	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	0,6	0,4		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	55,1	26,3	24,7			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	36,6	20,0	15,7			
	<b>France</b>	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,4	106,9	104,7	104,0		
		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	7,3	4,1			
	<b>Italie</b>	Exportations (valeur, CVS, GA%)	40,4	26,9	14,1			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	21,4	13,8	6,9			
		PMI Manufacturier (Indice)	62,3	62,2	60,3	60,9	59,7	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	38,3	23,2	18,5			
	<b>Espagne</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	24,8	11,0	3,4			
		PMI Manufacturier (Indice)	59,4	60,4	59,0	59,5	58,1	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	56,5	22,3	16,4			
	<b>Royaume-Uni</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	20,7	8,4	3,8			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	24,6	9,1	1,9	0,0		
Inflation (prix à la consommation, GA%)		2,1	2,5	2,0	3,2			
<b>Asie</b>	<b>Japon</b>	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	11,8	-3,8	1,5			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	51,2	47,1	37,1	27,3		
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	1,9	0,0	0,6			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,7	-0,4	-0,3	-0,4		
	<b>Chine</b>	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	8,8	8,3	6,4	5,3		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	39,0	29,4	22,7	16,5		
	Importations (valeur, NCVS, GA%)	51,2	36,8	28,2	33,1			
<b>Autres émergents</b>	<b>Brésil</b>	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	24,1	12,9	1,4			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS,GA%)	8,1	8,4	9,0	9,7		
	<b>Russie</b>	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		

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	01/10/21	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	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	1,46	0,55	-0,04
		France OAT	-0,34	0,16	0,12	0,46	-0,03
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,22	0,35	-0,03
		Italie	0,54	0,82	0,81	0,27	-0,01
		Royaume-Uni	0,20	0,78	1,00	0,81	0,23
		Japon	0,02	0,06	0,06	0,04	0,00
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,25	0,52	0,17
		Brésil	3,22	3,71	4,32	1,10	0,62
		Russie	6,01	7,09	7,29	1,28	0,20
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	243,4	-0,31	0,20
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,16	-5,1	-2,6
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-4,2	0,1
		Yen	126,2	131,2	128,8	2,1	-1,9
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1188	8,8	5,1
		Real brésilien	5,2	5,0	5,4	3,2	7,1
		Rouble	74,0	72,3	72,7	-1,8	0,6
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,1	1,5	1,1
		Yuan	6,5	6,4	6,4	-1,3	0,7
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4357	16,0	3,2
		Japon - Nikkei 300	382	413	416	8,9	0,9
		France - CAC 40	5551	6666	6518	17,4	-2,2
		Allemagne - DAX	5954	6653	6404	7,6	-3,7
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	146	13,5	-2,0
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7027	8,8	-1,8
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3019	7,0	-7,5
		Brésil - Bovespa	119409	128057	112900	-5,5	-11,8
		Russie - MICEX	3275	3819	4079	24,5	6,8
		Inde - SENSEX	47751	52502	58766	23,1	11,9
		Chine - Shanghai	3473	3518	3568	2,7	1,4
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	24576	-9,8	-13,6
		MSCI - BRIC	1296	1350	1218	-6,0	-9,7
	Euro	S&P (€)				22,2	6,0
		Nikkei 300 (€)				6,7	2,8
		FTSE 100 (€)				13,6	-1,8
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	542	11,9	-14,5
		Indice CRB**	444	555	556	25,3	0,3
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	79	53,1	8,5
		Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1774	1757	-7,3
	Prix de la tonne de cuivre		7766	9316	9128	17,5	-2,0

\*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 Économiques 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.