

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

30 août 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## Transition énergétique : la quête perpétuelle d'équilibre pour les Etats

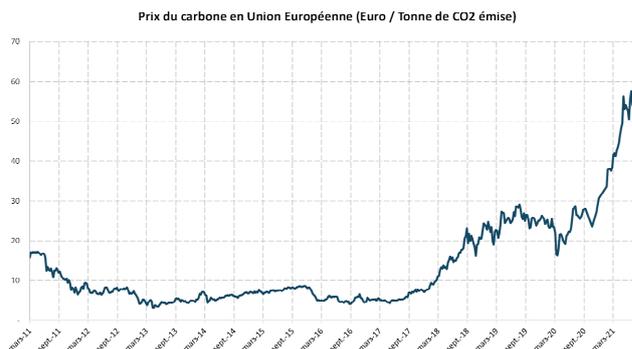
Depuis un an, les fortes variations des prix des matières premières et des entreprises concernées directement par la transition énergétique témoignent de la difficulté à en équilibrer les impacts. Les prix du pétrole, par exemple, sont revenus au niveau pré-covid. Etonnant, au vu de la dégradation des perspectives de demande. Actuellement, les prix sont soutenus à bout de bras par les Etats producteurs qui doivent panser les plaies économiques de 2020. Produire moins pour s'adapter à une demande déprimée par les restrictions sanitaires est un impératif. Mais cette coopération, mue par des intérêts aujourd'hui convergents, peut-elle résister à la baisse structurelle de la demande ? L'histoire économique des secteurs en décroissance, ou même du marché pétrolier, laisse plutôt imaginer un retour à une compétition plus vive, où les volumes vendus prédomineront. Ces pays doivent aussi gérer la perte d'influence du pétrole dans l'ordre économique mondial, statut qui leur assurait sécurité et pouvoir politique. L'équilibre actuel, qui garantit ces prix, est donc fragile.

L'or noir bénéficie également des contraintes d'investissement - dont celles de leur financement - auxquelles sont confrontées les entreprises de pays producteurs fermement engagés dans la réduction des émissions, tels que les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne. Pourtant, au sein de ces administrations, les débats sur l'octroi de nouvelles concessions en Alaska ou au large des côtes écossaises prouvent que ces pays cherchent à équilibrer cette transition. Cesser l'exploitation des champs, c'est inciter à sortir du pétrole, mais c'est aussi se priver de revenus qui pourraient financer les énergies alternatives, laisser aux autres pays le soin de décarboner ces productions, sans garantie, et surtout (re)devenir plus dépendant des autres producteurs, au risque de devoir subir leur stratégie sur les prix ! C'est exactement pourquoi l'administration américaine s'est résolue à officiellement demander à l'OPEP de produire plus. Le prix du gallon d'essence n'a plus été aussi élevé depuis 2014. Inacceptable, alors que l'objectif est de réduire les inégalités et que la confiance du consommateur est fragilisée par les mutations du virus. Trouver un équilibre qui permette de diminuer les émissions de CO2 en rendant viable économiquement les alternatives, sans que cela n'empiète sur la compétitivité et le pouvoir d'achat, est un défi auquel devront répondre également, les pays européens s'ils veulent appliquer les propositions du rapport « fit for 55 » publié par la Commission européenne cet été. Ce rapport élargit notamment la liste des secteurs concernés par les quotas d'émissions, ce qui risque d'accroître la pression sur le prix des quotas carbone (+130% depuis janvier) et, par ricochet, amplifier la hausse des prix de l'électricité qui se profile. La réaction prudente de certains gouvernements à ce rapport suggère que cette question n'est pas résolue.

Ces défis, loin d'être exhaustifs, soulignent la nécessité pour les Etats de penser des réponses industrielles globales afin de pérenniser cette transition, trouver les équilibres qui permettront aux entreprises d'adapter leur stratégie et d'allouer leurs ressources efficacement, comme nous l'avons montré lors de nos perspectives économiques et financières de juin.

Jacques-André NADAL

### Focus de la semaine



« ... Ce rapport élargit notamment la liste des secteurs concernés par les quotas d'émissions, ce qui risque d'accroître la pression sur le prix des quotas carbone ... »

Source : Bloomberg, Covea Finance

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

La semaine dernière, nous avons encore une fois assisté à un marché en 2 phases. Un premier mouvement de remontée des taux suivi d'un mouvement de reflux après l'intervention de Jackson Hole. J. Powell a entériné l'intention de la Fed de commencer à réduire son programme d'achat de dette (\$ 120 Mds/mois) sans donner de calendrier, tout en maintenant un message de politique monétaire accommodante. Il a indiqué que la Fed adaptera ses achats de dette à une économie en pleine reprise mais qui a encore besoin de taux d'intérêt très bas pour récupérer tous les emplois perdus avec la crise. Ainsi, le niveau de l'emploi américain est toujours inférieur d'environ 6 Mlns d'emplois au niveau pré-pandémique. Il a rappelé que le marché du travail avait encore besoin de mesures de stimulation monétaire. Les taux américains clôturent donc la semaine à 1,297% tandis que les taux français et allemands terminent respectivement à -0,06% et -0,423%. Les pays périphériques terminent quant à eux à 0,63% pour l'Italie, 0,29% pour l'Espagne et 0,17% pour le Portugal.

Sur le marché primaire, reprise des émissions d'entreprises avec 9,4Mds€ avec en particulier l'émission de Vonovia qui va servir à financer l'achat de Deutsche Wohnen. L'émission s'est réalisée sur 5 maturités pour un montant total de 5Mds€ (plus de 3 fois sur-souscrite). Du côté des indices synthétiques ils se sont resserrés quelque soit le segment.

### Focus : La FED et l'abondance de liquidités sur le marché monétaire américain

En avril dernier, nous avons évoqué le déséquilibre entre l'offre et la demande de liquidités sur le marché monétaire américain. Pour rappel, cela résulte d'une combinaison d'éléments structurels qui sont : la croissance du bilan de la Fed, la baisse du solde du compte du Trésor à la Fed (Treasury General Account, TGA1) et la reconstitution des réserves excédentaires bancaires. Dans ce contexte d'abondance de liquidités, les taux courts du marché monétaire sont, depuis le début de l'année, compressés sur des niveaux historiquement bas.

La situation étant surveillée de près par la Fed, celle-ci a agi pour garantir le bon fonctionnement du marché et assurer l'efficacité de sa politique monétaire. Son action s'est concentrée sur les opérations de prises en pension<sup>2</sup> au jour le jour qui ont été très plébiscitées par les acteurs de marché pour placer leurs liquidités en dernier recours. Ainsi, la Fed a assoupli les conditions d'éligibilité et a rehaussé la taille autorisée par contreparties. Puis mi-juin, par inquiétude de voir le taux effectif des Fed Funds (EFFR)<sup>3</sup> se rapprocher de la borne basse de la fourchette de taux directeurs [0% - 0,25%], voire même de passer négatif, elle a augmenté ses taux administrés de 5 pb (IOER<sup>4</sup> à 0,15% et ON RRP<sup>5</sup> à 0,05%). L'idée sous-jacente était d'instaurer un plancher pour les taux du marché monétaire et de drainer le surplus de liquidités vers le passif de la Fed.

Jusqu'à présent, la stabilité des taux courts semblait témoigner de l'efficacité de cet outil à absorber les liquidités et à maintenir un seuil minimal. Néanmoins, depuis mi-août, les pressions à la baisse se sont renforcées avec un taux EFFR passé de 10 pb à 9 pb et celui des Bons du Trésor sous 5 pb, soit moins que le taux d'Overnight Reverse Repo (ON RRP). De plus, la demande quotidienne pour les opérations de prises en pension n'a cessé d'augmenter, enfonçant des records de jour en jour et traduisant encore plus d'excès de liquidités. Un maximum historique a été atteint à 1 147 Mds\$ le 25/08/21, contre 183 Mds\$ à fin avril et versus une demande nulle en début d'année. A noter, la diminution drastique du solde du TGA de 1 591 Mds\$ au 31/12/20 à 301 Mds\$ au 25/08/21 et donc la baisse des émissions du Trésor expliquent en partie ce phénomène. En effet, la rareté des papiers courts justifie le report vers le Repo, celui-ci étant le substitut naturel aux Bons du Trésor pour les investisseurs du marché monétaire.

Le déséquilibre sur le marché monétaire américain devrait perdurer. Le Trésor continue de réduire son offre et les incertitudes liées au plafond de la dette américaine ne permettent pas d'avoir de la visibilité sur l'évolution de ses émissions nettes. Dans ce contexte, lors des dernières minutes du FOMC, les membres de la Fed se sont dit disposés à étendre les limites par contreparties pour les prises en pension si celles-ci devenaient une source de friction importante et que les taux apparaissent excessivement sous pression. L'enjeu reste d'éviter un dysfonctionnement sur le marché monétaire qui puisse se répercuter sur les marchés de taux.

*1 Le compte général du Trésor est le compte courant utilisé par le Département du Trésor. 2 Cela consiste à mener des opérations de vente avec obligation de rachat à terme contre des liquidités. 3 Taux auquel les banques aux Etats-Unis prêtent, au jour le jour, leurs excédents de réserves obligatoires auprès de la Fed à d'autres banques sur le marché monétaire américain. 4 Taux de rémunération des réserves excédentaires bancaires. 5 Taux auquel sont empruntées les liquidités contre la mise en pension de titres auprès de la Fed.*

## Actions Europe : le regard du gérant

La semaine passée est marquée par de faibles volumes et un marché actions européen quasiment stable jusqu'au discours de Jerome Powell à Jacksonhole en fin de semaine. Discours à la suite duquel la majeure partie de la hausse de la semaine (+0,9% sur le MSCI EMU dividendes non réinvestis) a été réalisée, les investisseurs semblant rassurés par les propos tenus à cette occasion. Cela se reflète dans la hiérarchie des performances sectorielles que nous observons, montrant une nette préférence pour les secteurs cycliques au détriment des secteurs considérés comme défensifs. Ainsi, la technologie (+2,8%) l'industrie (+1,5%) et les matériaux (+1,4%) s'affichent dans le haut du tableau alors que la santé (-1,1%) et les services aux collectivités (-2,7%) ferment la marche et, pour le dernier, efface même quasiment toute la hausse de la semaine précédente. Le secteur, qui se comporte le mieux sur la semaine est l'énergie (+3,9%) porté par les rebonds des matières premières sous-jacentes au premier rang desquels le baril de pétrole, référence Brent, et le minerai de fer qui progressent de plus de 10% sur la même période.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Nous vous proposons cette semaine de revenir sur BHP Billiton, le leader mondial de l'exploitation minière, et sur l'annonce de plusieurs décisions stratégiques majeures en marge de la publication de ses résultats semestriels. Ces annonces mettent en avant la capacité d'adaptation des sociétés que nous évoquons au travers de nos perspectives économiques et financières. D'une part, le groupe a choisi de sortir de son périmètre ses derniers actifs pétroliers en proposant de les apporter à la société australienne Woodside Petroleum dans le cadre d'un rapprochement. BHP indique vouloir se concentrer sur des matières premières d'avenir comme le cuivre ou le nickel mais cela lui permet surtout de répondre aux enjeux soulevés par les problématiques ESG dans le secteur. Par ailleurs, le groupe a annoncé sa volonté de simplifier sa structure duale de cotation entre le Royaume-Uni et Australie qui datait du rapprochement entre les entités BHP et Billiton en 2001. L'objectif est de ne conserver qu'une seule entité, BHP Group Limited, immatriculée en Australie afin d'être plus efficace et agile dans les prises de décisions. Cela implique que le groupe abandonne sa cotation principale à Londres alors même qu'il représente aujourd'hui la deuxième plus grosse capitalisation boursière du FTSE 100, et remettrait en cause une des spécificités de l'indice britannique phare. Cela pose malgré tout la question de l'impact de la fiscalité sur les dividendes, plus favorable en Australie qu'au Royaume-Uni, sur la décision de BHP. En 2018, Unilever avait dû faire marche arrière sur son projet d'unification aux Pays-Bas, après la réticence de ses actionnaires, avant de finalement le réaliser au Royaume-Uni, en sera-t-il de même pour BHP ?

## Actions Internationales : le regard du gérant

**Marchés Asiatiques** : semaine de hausse pour les marchés asiatiques, portés par des marchés américains enregistrant de nouveaux records. Taiwan figure parmi les marchés les plus dynamiques suite à l'annonce de Taiwan Semiconductors Corp qui prévoit d'augmenter ses prix de 10 à 20% d'ici la fin d'année, portant l'ensemble des valeurs technologiques. En Chine, et ce malgré le durcissement de la réglementation dans plusieurs secteurs de son économie, le marché est en hausse sur la semaine, tiré par les valeurs industrielles et énergétiques. La réouverture du port de Ningbo, l'un des principaux ports mondiaux pour le fret, a permis aux valeurs industrielles de fortement progresser, tandis que les bons résultats des groupes pétroliers chinois ont permis au secteur énergétique de rebondir. En Thaïlande, nous assistons à un rebond du marché grâce aux annonces du gouvernement d'une potentielle réouverture du pays d'ici la fin d'année. Au Japon, les valeurs technologiques ont largement contribué à la hausse de l'indice, bénéficiant de l'annonce du plan d'investissements du groupe coréen Samsung Electronics (effets induits positifs pour les champions Japonais). Cette hausse s'est faite malgré l'extension de l'état d'urgence dans 8 préfectures japonaises. Par ailleurs, notons que la Banque Centrale de Corée a relevé ce jeudi son taux d'intérêt directeur de 0,25 point à 0,75%, marquant la première hausse de son taux à l'ère pandémique, afin de lutter contre l'inflation et freiner l'endettement des ménages. Enfin, la Chine a annoncé qu'elle libérerait son troisième lot de métaux des réserves d'État le 1er septembre dans le cadre de sa campagne en cours pour contrôler les prix et empêcher l'inflation des matières premières de nuire à sa croissance.

Parmi les principales nouvelles émanant des sociétés, notons que la filière automobile continue d'annoncer des difficultés d'approvisionnement pour les trimestres à venir. Ainsi, le PDG de Rohm (fabricant japonais de semi-conducteurs) a déclaré que les semi-conducteurs essentiels pour l'automobile et les machines industrielles resteront probablement en pénurie au moins tout au long de l'année prochaine. De son côté, le groupe Hyundai Motor a suspendu la production dans sa principale usine coréenne en raison d'une pénurie de pièces causée par une épidémie de Covid chez un fournisseur.

**Marchés Américains** : aux Etats Unis, le S&P500 progresse de plus de 1,5%, franchissant un niveau record à 4500 points porté notamment par un rebond assez marqué des secteurs les plus cycliques et alors que les déclarations de Jérôme Powell confirment, sans grande surprise, que la politique monétaire restera accommodante, profitant ainsi aux actions. En outre, la stabilisation de la situation sanitaire liée au variant Delta soutient le secteur de l'énergie (Devon, Occidental) et les financières, alors que les services aux collectivités et la consommation de base (General Mills, Campbell Soup), la santé (illumina, Pfizer) et l'immobilier évoluent en baisse.

On observera que le marché pétrolier a également été soutenu par les perspectives de perturbations de l'offre, plusieurs compagnies pétrolières ayant commencé à arrêter leur production dans le golfe du Mexique en prévision d'une tempête tropicale, susceptible de se renforcer en ouragan. Sur le front sanitaire et après que l'agence américaine du médicament ait entièrement validé les vaccins, il semble que la FDA étudie une recommandation pour une troisième dose de vaccin au moins six mois après la deuxième, au lieu du délai de 8 mois initialement envisagé. Alors que les régulateurs augmentent la pression pour accélérer la vaccination, des acteurs privés prennent également des initiatives pour contraindre leurs salariés à faire de même. Delta Airlines va ainsi imposer une surcharge de 200\$ par mois à ses employés non vaccinés au titre de la hausse des coûts d'assurance santé, 25% des quelques 75 000 employés de la compagnie ne l'étant pas encore.

Concernant les géants du numérique, et alors qu'Apple et Google sont de plus en plus en friction avec les communautés de développeurs vis-à-vis desquelles les mesures visant à forcer le paiement de commissions passent mal, les lignes semblent évoluer en faveur des développeurs cette semaine. En effet, une commission parlementaire sud-coréenne s'est prononcée en faveur d'un amendement à une loi existante afin d'interdire à Apple et Google d'imposer leurs systèmes de paiement aux développeurs de logiciels dans le cadre des achats d'applications sur les boutiques en ligne (App Store). En outre, Apple va désormais permettre aux éditeurs d'applications mobiles de proposer à leurs clients des moyens de paiement en-dehors de l'App Store, un revirement qui s'apparente à une manœuvre qui éviterait de perdre un procès sur la base d'une infraction aux règles de la concurrence. Le nouvel accord prévoit aussi de donner plus de marge aux développeurs pour fixer les prix de leurs applications, des abonnements ou des achats au sein des applications. Apple est par ailleurs toujours en procès avec Epic Games sur ce sujet.

Enfin, parmi les derniers résultats d'entreprises, nous notons que Medtronic, le géant de l'instrumentation médicale qui avait

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

été pénalisé durant de long mois par les décalages ou annulations de certaines procédures dans les hôpitaux, voit ses ventes progresser de plus de 29% et ses profits plus que doubler. Le groupe estime que les infections Covid atteindront un pic entre fin août et début septembre et que la capacité des unités de soins intensifs s'améliorera quelques semaines plus tard (permettant une reprise des procédures classiques). Chez Salesforce.com, les revenus progressent de plus de 20% et bénéficient du phénomène massif de numérisation au sein des entreprises, notamment en Europe. Le management observe la généralisation du travail à distance qui se traduit par un faible niveau de retour dans les bureaux chez les salariés du tertiaire.

**Focus Gestion Internationale :** comme nous l'évoquons régulièrement depuis le début de cette pandémie, la pression exercée sur les chaînes d'approvisionnement affecte de nombreux secteurs de l'économie et plus particulièrement celui des semi-conducteurs. Même si le ressenti chez le consommateur reste limité, les industriels et autres fabricants d'équipements électroniques sont affectés par l'impossibilité de pouvoir satisfaire une demande pourtant au rendez-vous. Si pour certains, comme Apple, les pénuries ne feront que brider la croissance, d'autres, comme les constructeurs automobiles, voient leurs logistiques complexes mises à mal par l'absence de composants. Dans ce contexte, le pouvoir de négociation de quelques grands fabricants de micro processeurs s'en trouve sensiblement renforcé, mais ces derniers renâclent à augmenter sensiblement leurs capacités de production, inquiets qu'une fois la situation normalisée, la cyclicité de leur activité risque de provoquer une élasticité prix défavorable. De son côté, le leader Taiwanais, TSM Corp investit massivement, même dans des technologies à faible valeur ajoutée, mais impose en retour des hausses de prix immédiate de 10 à 20%. Le Coréen Samsung n'est pas en reste, et vient de préciser les contours d'un programme de près de 200 milliards d'investissement sur 5 ans, dont 80% devrait se faire dans les semis. La presse lui prête même des intentions de rachat du fabricant de semi-conducteurs NXP Semiconductors pour plus de 60 milliards de dollars. Cela illustre la poursuite de la concentration dans un secteur hautement stratégique, une concentration qui pourrait également s'accélérer avant la mise en bourse du Japonais Kioxia (issue de la scission des activités de mémoires de Toshiba, actuellement la propriété du fonds de private equity américain Bain Capital). Prévue à l'automne, l'introduction en Bourse de Kioxia était censée rapporter \$20 milliards, mais de nombreux groupes (notamment les américains Western Digital et Micron) ont témoigné leurs intérêts pour prendre le contrôle d'un acteur stratégique au sein d'un secteur des mémoires déjà particulièrement consolidé (renforçant encore le pouvoir de négociation vers les acteurs de la chaîne des semis au détriment des clients).



## Le regard de l'analyste

### Celui qui sème ne récolte pas toujours

Dans le Suivi Hebdomadaire de nos Perspectives Economiques et Financières du 2 août, nous évoquons les phénomènes météorologiques frappant de nombreuses régions du globe. Tandis que le Canada, premier producteur de blé dur, souffrait de la sécheresse, les terres européennes subissaient au même moment des inondations. Quant aux récoltes russes, celles-ci n'ont pas échappé non plus à une importante révision à la baisse.

Parallèlement, la demande mondiale en blé dur (élément de base pour les pâtes) et en blé tendre (essentiel pour le pain) n'a aucune raison de faiblir, entraînant des craintes de pénuries et la flambée des cours :

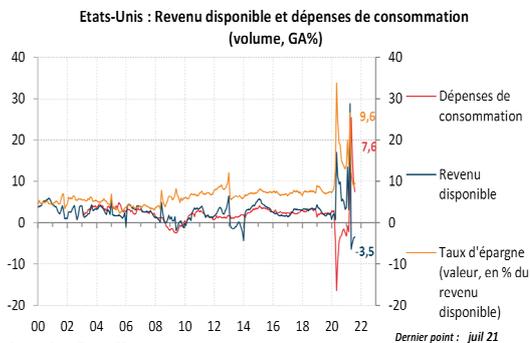


Les fabricants français de pâtes alimentaires ont déclaré, par le biais d'un [communiqué de presse](#), que le dérèglement climatique mettait ainsi en danger leur industrie et sont allés jusqu'à demander aux pouvoirs publics un « plan d'urgence » pour leur permettre d'assurer leur approvisionnement en blé français. Côté consommateurs, l'impact inflationniste se fera moins ressentir : la FNSEA, syndicat majoritaire des agriculteurs, estime que la hausse du prix des pâtes sera autour de 12 centimes par kilo. Le marché des céréales n'est pas le seul à être mis sous tension ; des pénuries prochaines de vin et de café sont également évoquées. Ces crispations au sein des chaînes d'approvisionnement de l'industrie agroalimentaire viennent encore plus souligner l'importance de l'optimisation des ressources naturelles et de la réduction du gaspillage alimentaire, autant de thématiques soutenues par notre fonds Covéa TERRA.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« La Réserve fédérale pourrait réduire ses achats d'actifs au quatrième trimestre 2021 »



Sources: Covea Finance, BEA

L'épargne personnelle est la différence entre revenu personnel disponible (Revenu personnel - Impôts sur le revenu et cotisations sociales) et les dépenses personnelles (dépenses de consommation, paiements d'intérêts et transferts courants). Définition différente de la FED qui considère l'identité Epargne Investissement.

de stabilisation des prix ayant connu une forte hausse, iii) une croissance des salaires cohérente avec l'évolution de la productivité et la cible d'inflation de 2% et v) des pressions désinflationnistes structurelles (numérisation, démographie, mondialisation...) persistantes. A partir de ce constat, M. Powell a souligné qu'un resserrement monétaire en réaction à une fluctuation transitoire des prix serait contreproductif pour l'atteinte des objectifs d'inflation et d'emploi. Au-delà du débat sur le calendrier de la réduction des achats, qui pourrait intervenir en novembre ou décembre, M. Powell a tenu une nouvelle fois à dissocier cette étape de tout mouvement sur le taux directeur, précisant que la réduction des achats ne doit pas être vue comme un signal direct concernant le moment du relèvement du taux directeur.

**Les revenus des ménages ont augmenté de 1,1% en juillet en glissement mensuel.** En particulier, les salaires et traitements ont augmenté de 1%, poursuivant ainsi une tendance positive amorcée en mars, grâce notamment au retour de l'emploi. En outre, les transferts sociaux ont augmenté de 2,9%, en lien avec le versement anticipé d'une aide aux familles, mais restent bien inférieurs au pic du premier semestre lié à la distribution des chèques. **La progression des dépenses de consommation des ménages a ralenti en juillet à +0,3%** sur le mois après +1,1% en juin. En termes réels (ajustée de l'inflation), l'évolution est même légèrement négative (-0,1%). La rotation des dépenses vers les services se poursuit avec une augmentation de cette composante de 1%, tandis que les achats de biens, particulièrement dynamiques pendant la période de restrictions sanitaires, se contractent de 2,3% sur le mois.

**Dans l'industrie, les commandes de biens durables ont très légèrement reculé en juillet** (-0,1% en glissement mensuel), en lien avec une chute des commandes dans l'aviation (-49%). Hors défense et aviation, les commandes sont restées stables par rapport au niveau de juin, qui a toutefois été révisé en hausse. Les livraisons de biens durables hors aviation et défense, qui approchent les dépenses en équipements des entreprises, accélèrent assez nettement (+0,7%), ce qui pourrait suggérer un début d'amélioration des conditions sur la chaîne logistique.

Les indicateurs d'enquête PMI s'inscrivent en repli au mois d'août, avec une baisse particulièrement marquée dans les services, pour lesquels l'indice passe de 59,9 à 55,2. Ce déclin s'inscrit dans un contexte de propagation du variant Delta, les États-Unis étant frappés davantage que l'Europe par cette nouvelle vague épidémique. Dans le manufacturier, le PMI enregistre un recul plus modéré et s'établit à 61,2, après 63,4 en juillet. Les difficultés d'approvisionnement restent significatives et les prix poursuivent leur progression, tant sur les facteurs de production que sur les prix facturés.

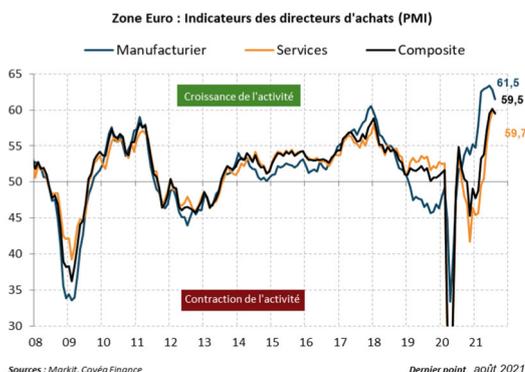
Dans l'immobilier neuf, les ventes se reprennent en juillet, après 3 mois consécutifs de fort recul. La progression mensuelle de 1% porte le nombre de ventes en données annualisées à 708 000, un niveau proche du niveau d'avant crise, mais très inférieur au pic atteint en janvier 2020 à près de 1 million. Du côté des prix, la dynamique reste haussière avec une progression de 3,8% sur le mois et une croissance annuelle à près de 17%. Dans l'ancien, les ventes de logements enregistrent une progression de 2% en juillet. La forte dichotomie entre les maisons individuelles (+2,7% GM) et les appartements (-2,7%) se renforce.

**Sur le plan budgétaire, une première étape a été franchie par les Démocrates pour l'examen du plan de 3500 Mds\$ (éducation, famille, santé, climat) proposé par l'administration Biden.** La Chambre des Représentants a accepté de justesse (220 voix contre 212) de lancer la procédure de réconciliation budgétaire qui devrait permettre aux Démocrates d'adopter le plan sans le soutien des Républicains. Au sein des Démocrates, l'aile progressiste souhaite que ce plan soit adopté conjointement avec le plan d'infrastructures de 1000 Mds\$ voté au Sénat courant août. Les démocrates centristes exigeaient eux un vote immédiat sur le plan d'infrastructures. L'accord finalement conclu entre les deux bords du parti prévoit finalement le lancement de la procédure de réconciliation pour le plan de 3500 Mds\$ et une date butoir fixée au 27 septembre pour organiser un vote sur le plan d'infrastructure de 1000 Mds\$.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Le climat des affaires reste bien orienté en août »



**Les indicateurs de climat des affaires demeurent bien orientés au mois d'août mais semblent avoir atteint un pic.** L'indice PMI Composite, qui mesure l'évolution de l'activité du secteur privé hors distribution relativement au mois précédent, perd 0,7 point par rapport à juillet et atteint 59,5, un niveau qui reste proche du sommet de 15 ans et qui indique un rythme de croissance encore soutenu. Malgré les craintes sur la situation sanitaire et la diffusion du variant « Delta », l'indice de l'activité dans les services n'enregistre qu'un faible recul et atteint 59,7 (contre 59,8 en juillet). Du côté de la production industrielle, l'indice correspondant perd 0,9 point pour atteindre 59,2, un niveau encore historiquement élevé. Les tendances identifiées au cours des derniers mois demeurent avec des frictions encore importantes entre l'offre et la demande liées aux difficultés d'approvisionnement, des frictions qui entraînent de nettes tensions sur les prix. Les indices de confiance nationaux (IIFO pour l'Allemagne et l'indice INSEE pour la France) montrent également un recul de la confiance au mois

d'août, reste à savoir si cette baisse résulte d'une modération, mécanique, de l'activité après la forte reprise enregistrée cette année ou d'un ralentissement plus conséquent lié aux développements sanitaires.

**Les prêts bancaires au secteur privé ralentissent légèrement en lien avec une moindre dynamique des prêts aux entreprises qui contraste avec la vigueur des prêts immobiliers.** En effet, la croissance des prêts au secteur privé est passée de 3,1% en juin à 3% en juillet en glissement annuel et reste loin des 4,7% de décembre 2020. Ce ralentissement observé au cours du premier semestre 2021 reflète à la fois un certain essoufflement par rapport à la forte dynamique de 2020 et aussi, au cours du deuxième trimestre, un effet de base défavorable en lien avec la forte progression des prêts bancaires qu'avait provoqué le début de la crise pandémique et les dispositifs de prêts garantis déployés à cette occasion. Dans le détail, la croissance des prêts aux entreprises non financières poursuit son ralentissement progressif à 1,2% en glissement annuel en juillet (contre 6,5% en février) malgré des flux mensuels qui se maintiennent en territoire positif pour un deuxième mois consécutif après les déclinés d'avril et de mai. En revanche, la croissance des prêts aux ménages se maintient à 4,5% en glissement annuel, soit un point haut depuis 2008. Cette évolution historique reflète principalement la vigueur des prêts hypothécaires (+5,7%), qui fait écho aux résultats de l'enquête de la BCE sur les prêts bancaires, alors que la croissance des prêts à la consommation ralentit (+0,4%). Sur le plan géographique, le crédit au secteur privé reste très dynamique en France et en Allemagne, alors que l'Espagne et surtout l'Italie observent une contraction annuelle des encours de crédits au secteur privé. Dans ce contexte, la croissance de la masse monétaire se maintient à des niveaux élevés malgré un ralentissement de l'agrégat M3 (7,6%), qui reste principalement tiré par la croissance de M1 (11%) qui a également ralenti en juillet.

**Le compte-rendu de la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de la BCE met à nouveau en lumière des désaccords sur la politique à suivre.** Cette réunion de juillet était la première à prendre en compte les résultats de la récente revue stratégique de la BCE et la mise en place d'un nouvel objectif d'inflation symétrique. A cette occasion, la BCE n'avait pas opéré de modification sur ses outils de politique monétaire mais avait assoupli son guidage prospectif. Elle avait ainsi indiqué que les taux d'intérêt directeurs resteraient à leur niveau actuel, ou à un niveau inférieur, jusqu'à ce que le Conseil anticipe que l'inflation atteigne 2% avant la fin de son horizon de projection et de manière durable pour le reste de cet horizon. En outre, la BCE avait indiqué que cela pourrait générer une période transitoire pendant laquelle l'inflation serait modérément supérieure à l'objectif, sans apporter d'indication sur la durée ou le niveau d'un éventuel dépassement. Si cette communication peut sembler impliquer une levée plus tardive des taux, le compte-rendu rapporte au contraire qu'elle devrait, selon la BCE, permettre de limiter les temps passés à des niveaux de taux d'intérêt très faibles et les externalités négatives associées. Le compte-rendu évoque également la vision de certains membres selon laquelle ce guidage plus souple permettrait de limiter le recours à d'autres instruments. Néanmoins, si une large majorité de membres soutiendrait ces nouvelles orientations, le compte-rendu rapporte les réserves de quelques membres considérant qu'elle ne répond pas suffisamment à leur préoccupation concernant le risque d'un dépassement persistant de la cible d'inflation. Ces derniers alertent notamment sur le fait que la possibilité que s'offre la BCE de dépasser temporairement la cible d'inflation, sans préciser explicitement l'ampleur ou la durée de ce dépassement, pourrait limiter les marges de manœuvre de la politique monétaire. Les questions du resserrement de la politique monétaire et de la fin du programme d'achats d'actifs d'urgence pandémique (PEPP) n'ont pas encore été traitées par la BCE lors de cette dernière réunion. Toutefois, **certaines précisions ont été apportées par le Chef économiste, Philip Lane**, à l'occasion d'une interview à Reuters le 25 août. Il a souligné que, lorsque le PEPP prendra fin et que la BCE s'appuiera uniquement sur le programme APP pour ses politiques d'achats d'actifs, les principaux déterminants de la politique monétaire seront (i) l'écart entre les projections d'inflation et l'objectif à moyen terme de 2 % ; (ii) l'offre nette d'obligations, qui devrait se réduire dans la mesure où les déficits enregistrés par les Etats pendant la crise étaient exceptionnels et (iii) la demande des investisseurs qui avait été fortement affectée par la crise sanitaire. Philip. Lane indique donc qu'un recul de l'offre et un redressement de la demande d'obligations sur les marchés pourraient impliquer le maintien de conditions financières favorables et un retour à la cible d'inflation avec des achats d'actifs moindre de la part de la BCE.

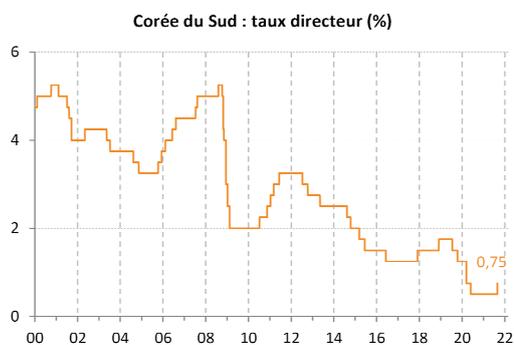
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La Banque de Corée rehausse son taux d'intérêt directeur pour limiter les risques financiers. »

**Au Japon, l'indice PMI composite pour le mois d'août a enregistré un repli substantiel. Il s'établit ainsi à 45,9 points, après 48,8 points en juillet.** La contraction du secteur des services est responsable de l'essentiel de cette dégradation. En effet, l'indice PMI retraçant l'activité économique dans le secteur des services se dégrade de 3,9 points, soit son déclin mensuel le plus fort depuis avril 2020. L'indice s'établit donc à 43,5 points en août, son niveau le plus faible depuis mai 2020, indiquant une forte contraction de l'activité. Cette dégradation dans les services est liée à la poursuite de la détérioration de la situation sanitaire japonaise avec un nombre de cas quotidiens qui s'établit à un niveau historiquement élevé en août, dépassant largement le pic des vagues épidémiques précédentes. La quasi-totalité des principales composantes du PMI services semblent avoir pâti des évolutions sanitaires, avec notamment un fort retrait des nouvelles commandes et des perspectives d'activité future. Seule la composante de l'enquête liée à l'emploi détonne, avec une légère progression en août. Contrairement au secteur des services, l'industrie manufacturière fait preuve d'une relative stabilité, avec un recul mineur de -0,6 points, qui porte l'indice PMI manufacturier pour le mois d'août à 52,4 points. Les contraintes d'approvisionnement continuent d'être fortes, avec des délais de livraison qui enregistrent une nouvelle hausse, en dépit d'un niveau déjà dégradé. Ces délais se répercutent sans doute sur la production elle-même, qui recule de 0,8 point en août. Du côté des prix, les coûts des intrants perdent nettement en dynamisme (-4,5 points), en lien avec le recul du prix des matières premières. Les prix à la production accélèrent néanmoins, reflet de la hausse du prix des intrants enregistrés lors des mois précédents.

Lors de sa réunion de politique monétaire du mois d'août, **la Banque de Corée a rehaussé son taux d'intérêt directeur de 25 points de base, passant de 0,5% à 0,75%.** Le taux de la Banque de Corée était demeuré stable au niveau historiquement bas de 0,5% depuis le mois de mai 2020. La Corée est ainsi la première économie développée à mettre en œuvre une hausse du taux d'intérêt directeur depuis le début de la pandémie. Cette hausse du taux d'intérêt a avant tout pour objectif de limiter les risques financiers, dans un contexte où le prix de l'immobilier et l'endettement des ménages ont tous les deux fortement progressé depuis le début de l'année. Cette décision est cohérente avec les signaux transmis par les *minutes* de la réunion de politique monétaire de juillet, lors de laquelle le gouverneur de la Banque de Corée s'était exprimé en faveur d'une hausse du taux d'intérêt directeur à court terme. Lors de la réunion d'août, un seul membre du comité de politique monétaire a voté contre une hausse des taux. La décision de hausse du taux directeur intervient toutefois dans un contexte de reprise du nombre de cas de Covid-19, qui s'établissent au mois d'août à un niveau historiquement élevé. En dépit de la dégradation récente de la



Sources : BoK, Covéo Finance

situation sanitaire, la Banque de Corée prévoit que la reprise de l'économie demeure dynamique, avec une croissance du PIB toujours prévue à +4,0% pour l'année 2021. La banque centrale se montre notamment optimiste sur la consommation privée, estimant qu'elle devrait poursuivre sa reprise malgré la hausse du nombre de cas. Pour ce qui est de l'inflation, la croissance des prix à la consommation devrait en 2021 être proche de la cible de 2% fixée par la banque centrale. La Banque de Corée anticipe ainsi une croissance des prix à la consommation de +2,1% en 2021, soutenue notamment par la hausse des prix du pétrole, avec une inflation sous-jacente plus faible à +1,5%. Une nouvelle hausse du taux d'intérêt directeur est une possibilité dans les mois à venir, étant donné la persistance probable de déséquilibres financiers liés au secteur de l'immobilier et dans un contexte de début de resserrement de la politique monétaire de la Réserve fédérale américaine. Une nouvelle hausse du taux directeur ne sera toutefois envisageable que si l'impact économique de la vague actuelle de Covid-19 demeure effectivement mineur.

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		mars-21	avr.-21	mai-21	juin-21	juil.-21	août-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	1,7	17,8	16,5	9,9	6,6			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	9,6	25,5	15,0	9,2				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	785	269	614	938	943			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	4,8	31,9	34,5	20,0				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,3	0,3	1,9	3,7	4,0			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	2,6	4,2	5,0	5,4	5,4			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4778,7	4756,4	4758,8	4754,4			
		Taux de chômage (%de la population active)	8,1	8,1	8,0	7,7			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,3	1,6	2,0	1,9	2,2		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	104,1	103,2	103,8	103,4	101,8		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	7,9	7,6	-0,1	4,9			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	29,2	80,7	55,2	25,9			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	13,0	47,9	36,6	20,0			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	104,5	106,3	106,5	106,9	104,7		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-3,1	3,1	5,7	4,2	4,6		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	16,7	31,7	7,6	-2,4			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	14,2	43,9	20,5	7,1			
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	12,8	70,5	40,5	26,9			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	38,3	78,1	21,2	13,7			
		PMI Manufacturier (Indice)	59,8	60,7	62,3	62,2	60,3		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	22,4	96,4	38,5	23,3			
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	13,2	48,6	25,0	11,1			
		PMI Manufacturier (Indice)	56,9	57,7	59,4	60,4	59,0		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	27,8	75,7	56,5	22,1			
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	3,1	27,5	20,7	8,4			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	6,9	42,1	24,1	9,1	2,4		
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,7	1,5	2,1	2,5	2,0		
	Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	6,9	13,0	11,0	-4,5		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	13,5	37,2	51,2	47,2	37,1	
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	0,6	1,4	1,9	-0,2		
Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)			-0,4	-1,1	-0,7	-0,4	-0,3		
Chine		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	14,1	9,8	8,8	8,3	6,4		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	68,1	51,1	39,0	29,4	22,7		
	Importations (valeur, NCVS, GA%)	38,7	43,5	51,0	36,7	28,1			
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	8,6	32,2	24,1	13,1			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,1	6,8	8,1	8,4	9,0		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	2,3	7,7	12,3	10,6			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,8	5,5	6,0	6,5	6,5		

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

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	17/06/21	20/08/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	4,25	5,25	3,25	1,00
		Russie	4,25	5,50	6,50	2,25	1,00
		Inde	<b>4,00</b>	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	1,26	0,34	-0,25
		France OAT	-0,34	0,16	-0,15	0,19	-0,30
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,50	0,07	-0,30
		Italie	0,54	0,82	0,55	0,00	-0,27
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,52	0,33	-0,25
		Japon	0,02	0,06	0,01	-0,01	-0,05
		Corée du Sud	1,73	2,08	1,85	0,12	-0,23
		Brésil	3,22	3,71	3,96	0,74	0,25
		Russie	6,01	7,09	6,91	0,90	-0,18
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	246,0	0,74	1,25
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,17	-4,2	-1,8
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-3,9	0,4
		Yen	126,2	131,2	128,4	1,8	-2,1
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1180	8,0	4,4
		Real brésilien	5,2	5,0	5,4	3,5	7,4
		Rouble	74,0	72,3	74,3	0,3	2,7
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,4	1,8	1,5
		Yuan	6,5	6,4	6,5	-0,4	1,6
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4442	18,3	5,2
		Japon - Nikkei 300	382	413	394	3,1	-4,5
		France - CAC 40	5551	6666	6626	19,4	-0,6
		Allemagne - DAX	5954	6653	6682	12,2	0,4
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	150	16,9	0,9
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7088	9,7	-0,9
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3061	8,5	-6,3
		Brésil - Bovespa	119409	128057	118053	-1,1	-7,8
		Russie - MICEX	3275	3819	3833	17,0	0,4
		Inde - SENSEX	47751	52502	55329	15,9	5,4
		Chine - Shangaï	3473	3518	3427	-1,3	-2,6
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	24850	-8,7	-12,6
		MSCI - BRIC	1296	1350	1179	-9,0	-12,6
	Euro	S&P (€)				23,5	7,1
		Nikkei 300 (€)				1,3	-2,4
		FTSE 100 (€)				14,2	-1,3
	<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	539	11,3
Indice CRB**			444	555	560	26,2	1,0
Energétiques		Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	65	25,8	-10,8
Métaux précieux		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1781	-6,0	0,4
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9037	16,4	-3,0

\*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 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.