

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

06 septembre 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Un train chasse l'autre

La lutte contre les passagers clandestins des systèmes fiscaux mondiaux a conduit à des arbitrages entre les différentes propositions supranationales. Ceux-ci cristallisent d'ailleurs bien les rapports de force des Etats-Unis et de l'Europe. Entre l'impôt minimum mondial et la taxe européenne sur le numérique, il a fallu choisir.

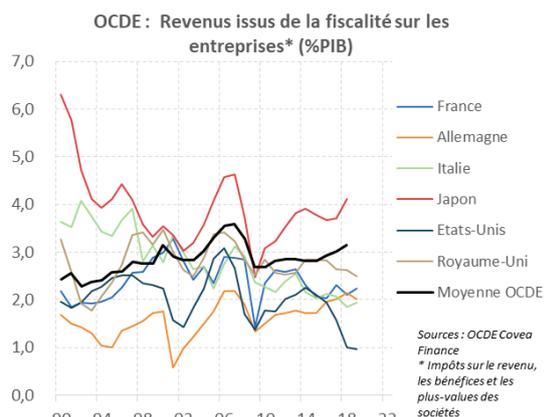
Et c'est la création d'un taux d'imposition minimum mondial qui l'emporte avec un seuil de 15%...et qui impose aux signataires la suppression de toutes taxes en place ou en projet sur les services digitaux. Un projet soutenu par les Etats-Unis dans le cadre de l'OCDE, alors que le taux effectif moyen actuel est bien supérieur (20% en 2020 contre 28.3% en 2000). Il faudra donc s'entendre, dans un cadre comptable unifié pour ce qui est du domaine des charges déductibles et crédits d'impôt, sur la nature du résultat net imposable et sur la localisation de sa facturation. C'est une étape toutefois importante alors que la mondialisation a poussé les entreprises multinationales à transférer leurs résultats « faits à l'étranger » dans des paradis fiscaux au taux d'imposition souvent inférieur à 5%. Le projet de la taxe GAFA européenne est donc suspendu bien qu'il s'inscrivait dans les ressources du plan de relance de 750Mds de l'Union européenne. Mais les Etats-Unis ont eux aussi des réformes et investissements à financer alors que nombre de bénéfices américains sont logés à l'étranger...

L'enjeu de cet accord qualifié d'historique par le G20 (mais qui devra encore se transformer en traité international ainsi qu'en droit primaire européen à l'unanimité des Etats membres) porte donc sur les profits réalisés à l'étranger. Les entreprises nationales (de plus de 750M€ de chiffre d'affaires) verront ces derniers imposés par leur Etat d'origine de la différence entre ce seuil de 15% et l'éventuel taux inférieur local. Dans un second temps, pour les multinationales dont le chiffre d'affaires est supérieur à 20Mds, le fruit de cette collecte sera redistribué (jusqu'à 25%) par l'Etat du siège social vers les Etats où la consommation finale a été effectuée. Or, les sociétés du numérique ont déjà averti qu'elles reporteraient d'éventuels surcoûts sur leurs utilisateurs et consommateurs.

Cet accord ne devrait pas remettre en cause l'organisation des chaînes de valeur mondiales des entreprises. Mais il insuffle un peu de coopération internationale, contraint la concurrence débridée en matière de taxes et participe au renouveau d'une souveraineté fiscale. Un élément essentiel à l'heure des politiques volontaristes de relocalisation industrielle.

Francis JAISSON

Focus de la semaine



« le renouveau d'une souveraineté fiscale »

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

Marché de taux

Les interventions de plusieurs banquiers centraux en zone euro, de chiffres d'inflation à 3% et l'attente de la prochaine réunion de la BCE ce jeudi, ont eu raison des taux européens qui ont connu une remontée significative après les points bas de cet été. Ainsi, le 10ans OAT est à -0,02% et le Bund à -0,36%. L'Italie est à 0,70% tandis que l'Espagne et le Portugal sont à respectivement 0,33% et 0,21%.

Sur le marché primaire, semaine d'émissions d'entreprises à 10,2Mds€ avec en particulier l'émission de Mondelez. L'émission s'est réalisée sur 3 maturités sur un format « vert »¹. Très peu d'émetteurs européens, les entreprises américaines de catégorie investissement émettant en euro ont représenté 52% des émissions. Du côté des indices synthétiques ils se sont resserrés quel que soit le segment.

Focus : La BCE, son programme d'achat et les émissions des Etats de la zone euro.

La BCE va se réunir ce jeudi. Va-t-elle annoncer une réduction de son programme d'achat ? Plusieurs membres de la BCE la semaine dernière ont exprimé un avis.

Philip Lane et François Villeroy de Galhau, ont précisé que la BCE n'est pas pressée pour prendre une décision structurelle sur les perspectives à moyen terme de l'APP² et du PEPP³. La BCE a ancré ses anticipations à 1 850 milliards d'euros. Au 8 septembre, la BCE aura acheté 1 368 milliards d'euros d'obligations dans le PEPP (sur la base de 80Mds€ par mois). Il restera donc 482 milliards d'euros d'ici mars prochain soient 72 milliards d'euros par mois. On devrait donc en déduire que la BCE pourrait réduire son rythme dans les prochains mois pour atteindre son objectif déclaré.

Par ailleurs, nous avons les programmes d'émissions des Etats de la zone Euro. Compte tenu de ce qui reste à émettre et les échéances à venir, même si la BCE réduit son programme d'achat, les émissions nettes des tombées face aux achats de la BCE impliqueront un déficit de titres disponibles pour les investisseurs sur le marché ce qui milite pour qu'il n'y ait pas une forte remontée des taux européens d'autant que certains pays comme la France et l'Italie sont sous la barre des 33% de détention par la BCE.

¹ Les obligations vertes sont des obligations émises dans le but de financer des projets ou activités identifiés à bénéfice environnemental (exemples : réduction de l'émission de gaz à effet de serre, réduction de la consommation d'eau, etc.). Ces émissions présentent un risque financier identique à toutes autres obligations émises par ces émetteurs. Elles respectent les principes des obligations vertes déterminés par l'ICMA (Association des Marchés de Capitaux Internationaux) et sont auditées par des auditeurs externes.

² APP : *Asset Purchase Program*, programme d'achat d'actifs de la BCE remis en place en Novembre 2019. Le programme d'achat d'actifs (APP) de la BCE fait partie d'un ensemble de mesures de politique monétaire non conventionnelles qui comprend également des opérations de refinancement ciblées à plus long terme, et qui a été lancé initialement à la mi-2014 pour soutenir le mécanisme de transmission de la politique monétaire et assurer la stabilité des prix.

³ PEPP : *Pandemic Emergency Purchase Program*, c'est le programme d'achat d'urgence de la BCE contre la pandémie. C'est une mesure de politique monétaire non conventionnelle initiée en mars 2020 pour contrer les risques posés par l'épidémie de coronavirus.

Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance modeste (+0,2%) où la session de vendredi a effacé les gains de la semaine en marge de statistiques économiques suggérant un impact du variant Delta sur l'activité. A ce titre, on constate une rotation sectorielle marquée, opposant des secteurs à la hausse tels que la consommation cyclique (+1,5%) et les services aux collectivités (+1,2%) contre des secteurs plus défensifs tels que l'immobilier (-4,0%) et les services de communication (-2,2%). Sur le plan des titres, la société de génération électrique verte, EDP Renovaveis, arrive en tête de classement avec une progression de 8,5% suite à son programme d'investissement et des recommandations favorables de courtiers. A l'inverse, Carrefour corrige de près de 8,1%, souffrant de l'annonce de la cession de la participation de 5,7% de la financière Agache après 14 ans de détention. En termes géographiques, l'indice portugais progresse le plus (+3,1%) grâce à ses expositions dans les services aux collectivités. En fin de tableau, l'indice suisse ferme la marche avec un recul de 1,7% en raison de la baisse de ses composantes pharmaceutiques et agroalimentaires. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap maintient son avance (+22,5%) devant le MSCI EMU (18,2%) ou le MSCI Europe (+17,9%).

Cette semaine, nous souhaitons apporter un éclairage sur les enjeux de la réforme de l'indice boursier phare de la cote allemande notamment en termes d'attractivité. En effet, le fournisseur d'infrastructure de marché et propriétaire du « DAX », Deutsche Boerse a lancé des consultations afin de redynamiser le baromètre de la bourse outre-rhin. Depuis sa création en 1988, l'indice a connu une performance annualisée (en monnaie locale) de 8.2% au 3 septembre 2021 contre 11.3% pour le S&P 500, 6.5% pour le FTSE 100 et 8.5% pour le CAC40.

A l'instar, d'autres indices européens, le DAX demeure fortement ancré aux valeurs financières et industrielles avec peu d'expositions sur la technologie hormis l'éditeur de progiciels SAP. Cette révision peut également trouver ses sources dans le besoin de régénérer l'indice qui comptait encore la société de paiement Wirecard dans sa composition jusqu'à sa faillite en juin 2020, caractérisée comme l'une des escroqueries financières les plus retentissantes en Europe. Ainsi, le 20 septembre 2021, la composition du DAX s'allongera pour passer de 30 à 40 membres à l'instar de notre « CAC 40 » et sera revue 2 fois par an ; parallèlement, l'indice des moyennes valeurs, le MDAX, sera réduit de 60 à 50 constituants. Le caractère industriel de l'indice sera encore prédominant à l'image de ses nouveaux entrants (Airbus, Brenntag, Porsche Automobil Holding et Siemens Healthineers), mais le fournisseur laisse une place de choix à d'autres secteurs comme les nouvelles vedettes de l'internet à

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

l'image d'HelloFresh et Zalando mais également les sciences de la vie (Qiagen et Sartorius), la consommation (Puma) ou les saveurs et parfums (Symrise). Cet élargissement indicial fait écho à nos thématiques révélées lors de nos Perspectives Économiques et Financières notamment l'adaptation et les nouveaux modes de consommation. Enfin, le comité de sélection a introduit des règles plus strictes d'éligibilité comme un flottant minimal de 10%, l'obligation de publication de résultats trimestriels, la présence d'un comité d'audit indépendant et la nécessité d'avoir 2 exercices bénéficiaires (au niveau de l'EBE), interdisant l'accès de facto aux start-up vedettes de l'internet se caractérisant par des rythmes de croissance d'activité soutenus et la promesse d'une profitabilité future.

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés Asiatiques

En Asie, nous assistons à une semaine de forte hausse marquée par le rebond de la Chine qui reste par ailleurs très en retard depuis le début de l'année sur les autres marchés internationaux. Malgré la publication d'indicateurs économiques mal orientés, les anticipations de baisse de taux en Chine, ainsi que les importants soutiens aux PME en difficultés (46 milliards de refinancement) alimentent des mouvements d'achats sur les actions. Le Japon figure également parmi les marchés affichant les plus fortes hausses de la semaine, notamment soutenu par la réaction positive des investisseurs à la nouvelle de non représentation du premier ministre Suga à la tête du LPD (le parti au pouvoir). Compte tenu de la faible popularité de Suga, les investisseurs entrevoit dans ce changement la possibilité d'un nouveau plan de relance budgétaire. L'Inde bénéficie d'une forte reprise de l'activité économique, au premier trimestre (PIB en hausse de plus de 20 %). A l'inverse, l'Australie est impactée par la baisse du minerai de fer après que le gouvernement chinois ait décidé de libérer des stocks stratégiques afin de limiter l'appréciation des prix.

En Chine, le sujet de la reprise en main de l'environnement des sociétés par le pouvoir central continue de dominer l'actualité. D'un côté, le régulateur de l'audiovisuel, de l'édition et de la radiodiffusion a annoncé qu'il allait limiter la pratique des jeux vidéo pour les moins de 18 ans à trois heures par semaine (uniquement entre 20h et 21h les vendredis, samedis et dimanches). D'un autre côté, les sociétés Didi et Meituan (respectivement leader sur le transport avec chauffeur et sur la livraison) ont 4 mois pour améliorer les conditions de travail de leurs employés.

Enfin, alors que les constructeurs automobiles du monde entier décalent leurs perspectives de retour à la normale de leur production compte tenu des pénuries de composants (General Motors et Tesla cette semaine), les employés de la firme Coréenne HMM, la plus grande société de transport maritime du pays, ont menacé de faire grève, risquant d'accentuer les problématiques d'approvisionnement dans les prochains mois. A noter que dans ce contexte de pénuries, Samsung poursuit la stratégie de hausse des prix initiée par TSM la semaine dernière, et envisage des hausses de 20% de certains composants électroniques.

Marché Américain

Aux Etats Unis, le S&P 500 progresse de près de 0,6% sur une semaine marquée par une surperformance très nette des secteurs défensifs (immobilier, services publics, santé) alors que les secteurs plus cycliques comme les financières, l'énergie et l'industrie évoluent en baisse. Au niveau microéconomique, malgré ces chiffres décevants sur l'emploi, les difficultés de recrutement se font encore sentir dans certains secteurs et s'illustrent par la nécessité au sein des grands groupes de distribution de concéder à d'importantes hausses de salaires (nouvelle hausse de 1\$ du salaire pour 565.000 salariés chez Walmart, passant le salaire moyen à \$16,4. Le salaire minimum progressant à \$12, toujours inférieur aux \$15 proposés par Target et Amazon).

Dans un environnement propice aux concentrations, plusieurs opérations ont encore été annoncées cette semaine, notamment le rachat de Hill Rom par Baxter donnant naissance à un leader dans la fourniture d'équipements pour les hôpitaux et la santé à domicile. Le conglomérat Fortive, spécialisé notamment sur l'instrumentation industrielle et les solutions de transport rachète ServiceChannel, un leader de solutions de gestion des installations multi sites via une plate-forme d'automatisation. Alors que l'on croyait que les affaires de Wells Fargo étaient reléguées au passé, notamment depuis le changement de management intervenu il y a deux ans, plusieurs régulateurs bancaires ont signifié à la banque que les efforts pour remédier aux défaillances restaient encore insuffisants concernant l'indemnisation de victimes de pratiques commerciales inappropriées. De nouvelles sanctions pourraient intervenir, en sus des \$5 milliards d'amendes déjà infligées.

Le focus de la semaine: Apple, face aux développeurs et aux régulateurs, des concessions s'imposent.

Il ne se passe plus une semaine dans le monde sans qu'une enquête ou qu'une plainte ne soit annoncée à l'encontre d'un géant de l'internet. Facebook, via sa filiale WhatsApp, vient d'écopier d'une amende de 225 millions d'euros par l'autorité irlandaise chargée de la protection des données, qui l'accuse de partager les données des utilisateurs avec d'autres applications du groupe. Facebook est par ailleurs dans le collimateur de la FTC (Federal Trade Commission) qui tente, non sans mal, de démontrer son abus de position dominante. Cette semaine, le cas de Facebook ne doit pas éclipser une affaire autrement plus flagrante d'abus de position dominante, à savoir Apple et sa gestion de l'App Store. Apple impose en effet à ses développeurs et partenaires une règle qui exige d'utiliser les moyens de paiement de la firme pour la vente de contenus numériques au sein des applications, permettant au passage de prélever des commissions de 15 à 30 %. Apple les justifie par le service incomparable qu'il procure aux développeurs, leur ouvrant l'accès à plus d'un milliard d'utilisateurs dans des conditions sécurisées, ergonomiques et conformes à la réglementation en matière de respect de la vie privée. Si ces demandes ne sont pas illégitimes, elles se heurtent aux intérêts de ses partenaires dès lors que ces derniers se retrouvent en compétition avec les offres internes d'Apple, non soumises à la dite commission. Ainsi et sans doute pour éviter de se retrouver débouté, Apple va laisser aux

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

applications dites «reader» (Presse, musique, vidéos) la possibilité d'orienter leurs utilisateurs vers des solutions de paiements en dehors de l'App Store et d'éviter ainsi sa commission. Si le manque à gagner pour Apple reste limité à quelques milliards de dollars par an, il pourrait en être autrement si le groupe devait aussi faire marche arrière avec les développeurs de jeux vidéo qui lui contestent également ses commissions. Nul ne doute que pour Apple, un choix devra s'imposer assez rapidement et il sera, dans tous les cas, pénible à faire (aller devant les tribunaux face aux éditeurs de jeux et risquer de perdre un procès retentissant, ou, accepter en amont de changer ses pratiques, donc son modèle d'entreprises et ses larges revenus associés).



Le regard de l'analyste

Le Code Afep-Medef recommande la prise en compte de critères extra financiers dans la rémunération variable des dirigeants. En 2020, sur un périmètre englobant les sociétés du CAC 40 et du SBF 120, [le cabinet Avanty Avocats](#) a établi que les critères RSE (Responsabilité Sociale et Environnementale) représentaient 30% des variables des dirigeants et sont liés à des éléments tels que taux de féminisation, la santé-sécurité au travail, la satisfaction client ou l'environnement.

Pour être précis, deux tiers des dirigeants du CAC 40 disposent d'un bonus qui dépend des objectifs liés au climat (économie circulaire, notation *Carbon Disclosure Project*, réalisations et objectifs fixés en matière de réduction des externalités etc.). Le poids de ce critère dans le bonus pèse pour 13% de la part variable 2021. Un quart des dirigeants du CAC 40 disposent d'un bonus qui dépend de la féminisation en entreprise (indicateurs de diversité, de parité, taux de féminisation selon le niveau dans l'entreprise, aux organes de direction, etc.) sachant que le poids de ce critère dans le bonus constitue 5% de la part variable 2021.

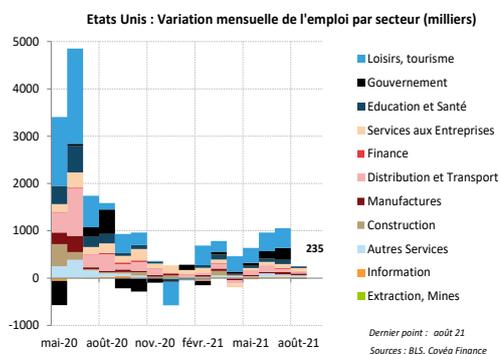
Dans son rapport sur les rémunérations des dirigeants du CAC 40, [le prestataire en vote Proxinvest](#) indique que les sociétés s'appuient sur 55% de critères quantitatifs et 45% de critères qualitatifs parmi lesquels 40% de ces critères ne sont toutefois pas vérifiables ni mesurables. Des expressions comme « économie circulaire », « performance environnementale » ou « égalité femmes-hommes » demeurent encore des éléments qualitatifs qui sont approximatifs et difficiles à apprécier. De leur côté les agences de conseil en vote aux AG avancent également à petits pas. A ce jour, l'agence *ISS* ne revendique pas la présence de critères extra financiers dans les rémunérations tandis que *Proxinvest* vote systématiquement contre les rémunérations des sociétés françaises qui n'en comportent pas.

L'usage des critères RSE dans les rémunérations reste donc en cours d'intégration et devrait continuer à se développer.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Net ralentissement des créations de postes en août aux Etats-Unis »



La croissance de l'emploi a marqué le pas en août, l'économie américaine n'ajoutant que 235 000 postes, après 1 053 000 en juillet (943 000 en première estimation), sur fond de propagation du variant delta. Ce trou d'air est lié à deux secteurs ayant été particulièrement dynamiques ces derniers mois : le secteur public qui détruit 8000 postes contre une création nette de 255 000 le mois précédent (essentiellement dans l'éducation) et les loisirs et tourisme qui n'ont pas enregistré de créations de postes sur le mois après en avoir créé 415 000 en juillet. L'augmentation marquée du nombre de cas de covid-19 au cours du mois d'août en lien avec la propagation du variant delta a pu alimenter les incertitudes dans ce secteur où les employés sont en contact direct avec le consommateur. Les embauches demeurent mal orientées dans la construction (-6 000 postes) où les difficultés d'approvisionnement en matériaux sont un facteur limitant l'activité. Le secteur manufacturier reste à l'opposé bien orienté avec 37 000 nouveaux postes (+88 000 en juillet), dont 24 000 dans le seul secteur

automobile, suggérant une amélioration des problématiques sur la chaîne logistique. Par ailleurs, les services aux entreprises affichent des créations stables et solides avec 74 000 nouveaux postes sur le mois. Du côté des rémunérations, la dynamique reste haussière, le salaire horaire moyen affichant une progression mensuelle de 0,6% (après +0,4% en juillet), ce qui pousse la croissance annuelle du salaire horaire à 4,3%. Enfin le taux de chômage poursuit sa décrue et s'établit à 5,2% après 5,4% en juillet et le taux de participation à la population active est resté stable à 61,7%. **Le ralentissement des embauches pourrait conforter la Réserve Fédérale dans son approche prudente quant au calendrier de réduction du programme d'achat.** La probabilité d'une annonce lors de la réunion du 21 et 22 septembre s'en voit réduite.

Toujours concernant le marché du travail, les données hebdomadaires d'allocation chômage font état d'une poursuite de la décrue des nouvelles demandes, qui s'établissent à 340 000 la semaine du 28 août (354 000 la semaine précédente) et touchent un nouveau point bas depuis le début de la crise du covid-19. Les demandes totales au programme standard d'allocation chômage sont également en baisse à 2,748 millions au 21 août, après 2,908 millions la semaine précédente. Les programmes exceptionnels d'allocations chômage (prime de 300\$ par semaine, éligibilité pour les indépendants, prolongation des aides standards) prennent fin le 6 septembre dans les Etats les ayant maintenus jusqu'au bout. Depuis juin, 26 Etats ont déjà mis un terme aux programmes d'allocations exceptionnels, estimant qu'ils constituaient un frein à la reprise de l'emploi. Les données d'emploi par Etat ne permettent pas pour le moment de déceler une augmentation plus rapide des créations d'emplois dans ces Etats, relativement à ceux ayant maintenu les aides jusqu'au 6 septembre.

Concernant les données d'enquête, **l'indicateur ISM dans le secteur manufacturier décrit une activité robuste au mois d'août.** L'indice passe de 59,5 à 59,9 points et les sous-composantes font état d'une dynamique favorable, à l'image des nouvelles commandes (66,7 après 64,9) et de la production (60 après 58,4). Les délais de livraison, bien que toujours très élevés, se réduisent de façon désormais significative par rapport au pic de mai, tout comme les prix payés. Le repli de ces deux composantes et la hausse de celle relative aux stocks (54,2 après 48,9) suggèrent l'amorce d'une amélioration de la situation sur la chaîne logistique.

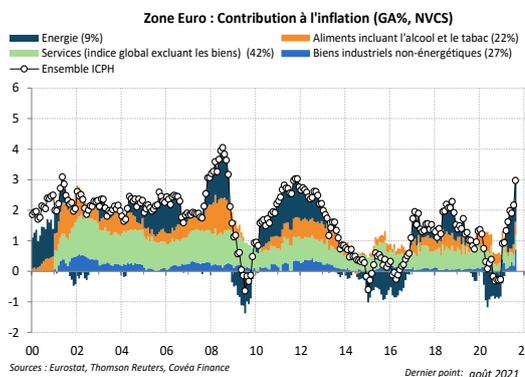
A l'image des données d'emploi, le secteur des services est nettement plus sensible que le manufacturier à la situation sanitaire au mois d'août. L'indicateur ISM services s'inscrit en baisse à 61,7, après 64,1 en juillet, un niveau qui demeure toutefois compatible avec une croissance encore solide de l'activité.

Du côté des ménages, l'indicateur de confiance du consommateur du Conference Board enregistre un repli, passant de 125,1 (révisé en baisse de 4 points) à 113,8 en août, sur fond d'inquiétudes autour du variant delta. La chute de l'indicateur concerne autant l'évaluation de la situation présente que les perspectives futures. Un tel fléchissement avait déjà été observé avec l'indicateur de l'université du Michigan précédemment publié pour le mois d'août. Les personnes interrogées sont nettement moins optimistes sur les conditions d'affaires, tandis que l'appréciation du marché du travail, bien qu'en légère dégradation, reste plutôt positive.

Suivi Macroéconomique

Europe

« L'inflation poursuit son accélération sous l'effet des prix de l'énergie et de facteurs temporaires »



Au mois d'août, l'inflation poursuit son accélération et atteint, en glissement annuel, 3,0%, un plus haut depuis 2011, contre 2,2% le mois précédent. L'accélération des prix reste liée à celle des prix de l'énergie, dont la croissance annuelle atteint 15,4%. Cet effet est particulièrement visible en Espagne, où la hausse du prix du pétrole, mais aussi de l'électricité, ont poussé l'inflation à la hausse à 3,3% en rythme annuel. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation atteint tout de même 1,6%. Au-delà de la dynamique de l'énergie, l'accélération des prix découle principalement d'effets transitoires. Le changement de la TVA allemande, temporairement abaissée au cours du deuxième semestre 2020, entraîne un effet haussier considérable sur les prix allemands, dont la croissance annuelle atteint 3,4% sur le mois. La Bundesbank estime que l'inflation allemande pourrait, sous l'effet de l'ajustement de TVA, dépasser les 4% au cours de l'année. Le décalage des soldes entraîne également des distorsions importantes dans le prix des biens industriels non-énergétiques

notamment en Italie et en France où l'inflation atteint 2,6% et 2,4% respectivement. La hausse des prix actuelle reste donc un phénomène a priori temporaire. Les difficultés sur les chaînes d'approvisionnements et les frictions entre offre et demande demeurent toutefois des sources potentielles de tensions sur les prix.

Sur le plan monétaire, les membres de la Banque Centrale Européenne (BCE) ont multiplié les déclarations à la veille de la prochaine réunion de politique monétaire, qui se tiendra le 9 septembre, et ouvrent la porte à une réduction du rythme d'achats d'actifs pour le trimestre à venir. L. De Guindos, Vice-Président de la BCE, a ainsi souligné que l'amélioration récente des indicateurs d'activité sera reflétée dans les nouvelles projections de la BCE, qui seront dévoilées lors de la prochaine réunion. Il a par ailleurs ajouté qu'il serait logique que la politique monétaire se normalise graduellement si l'inflation et la croissance se reprennent. Deux autres membres de la BCE, R. Holzman, le gouverneur de la Banque Centrale Autrichienne, et K. Knot, celui de la Banque des Pays-Bas, ont pour leur part adopté une rhétorique plus restrictive et appellent à une réduction du rythme d'achat lors de la prochaine réunion. K. Knot a par ailleurs ajouté qu'il était peu favorable à une extension des caractéristiques du PEPP au programme APP. Autrement dit, il ne souhaite pas que la flexibilité du PEPP, tant sur le volume des achats que sur leur répartition, soit étendue au programme APP qui devrait redevenir le programme principal de la BCE lorsque le PEPP arrivera à son échéance en mars 2022. M. Weidman, gouverneur de la Bundesbank, a fait écho à ce message en déclarant que la flexibilité du PEPP ne se justifiait que par les circonstances exceptionnelles de la crise et s'est prononcé en faveur d'un retrait progressif du programme.

Les indicateurs de sentiment économique de la Commission Européenne rapportent un ralentissement de l'activité sur le mois d'août. A l'instar des indicateurs PMI, l'enquête de la Commission décrit une expansion de l'activité toujours robuste mais en phase de normalisation après les points hauts des dernier mois. Ce ralentissement semble aussi refléter la progression du variant delta. L'indicateur de sentiment économique recule donc à 117,5 en août après 119 points en juillet. Ce repli s'est généralisé à la plupart des sous-composantes mais il reste beaucoup plus marqué dans les services (-2,1 points), alors qu'on note des baisses moindres au niveau de la confiance des consommateurs (-0,7) et de l'industrie (-0,6), où la production reste limitée par les contraintes d'offre malgré une demande toujours très forte. En outre, la sous-composante « ventes au détail » reste plutôt stable (-0,1) et la seule progression a été enregistrée du côté de la construction (+1,2) grâce au dynamisme de la demande. L'indice pour les perspectives d'embauche conserve une bonne dynamique (+1,2 point à 112,8) grâce au dynamisme de l'emploi dans la construction (où l'enquête rapporte un niveau record de pénurie de main d'œuvre), les ventes au détail et les services alors que dans l'industrie l'indice n'évolue pas mais se maintient à un niveau historiquement élevé. Par ailleurs, les perspectives sur les prix ont atteint des nouveaux sommets pour l'industrie, le commerce de détail et la construction alors qu'elles baissent légèrement pour les services. Parmi les plus grandes économies européens, l'indicateur de sentiment économique a fortement chuté en France (-4,5 points) et dans une moindre mesure en Italie (-1,9) et en Espagne (-1,2) alors que le recul a été bien plus modeste en Allemagne (-0,3).

Du côté du marché du travail, les améliorations se poursuivent sur le mois de juillet. En juillet, le taux de chômage s'inscrit en recul de 0,2 point de pourcentage par rapport à juin pour atteindre 7,6%. Le marché du travail profite ainsi de la réouverture de l'économie durant l'été mais ces chiffres restent masqués par les mesures de chômage partiel qui devraient être progressivement levées en Zone euro au cours du deuxième semestre. Ce recul du chômage s'est généralisé au niveau des plus grosses économies, avec un taux qui a atteint 3,6% en Allemagne, à 7,9% en France, à 9,3% en Italie et à 14,3% en Espagne.

Les données d'activité sur les ventes au détail sont toutefois moins bien orientées et enregistrent une baisse mensuelle de 2,3% en juillet en Zone euro. En particulier, les ventes au détail ont diminué de 3,5% pour la composante des produits non-alimentaires, de 1,6% pour les carburants et de 0,7% pour le secteur « alimentation, boissons et tabac ». Le recul est resté très marqué, pour un deuxième mois consécutif, concernant les ventes par correspondance et internet (-7,3%) qui pâtissent de la réouverture des magasins. Ces baisses peuvent refléter la fin d'un effet de rattrapage observé les mois précédents et probablement une rotation de la consommation des biens vers les services en lien avec la levée des restrictions sanitaires. Au niveau des principales économies, ce recul a été particulièrement observé en Allemagne (-5,1%), où le chiffre est souvent très volatile, devant la France (-0,7%), alors que les ventes sont restées stables en Espagne et qu'Eurostat ne communique pas encore sur les données italiennes de juin.

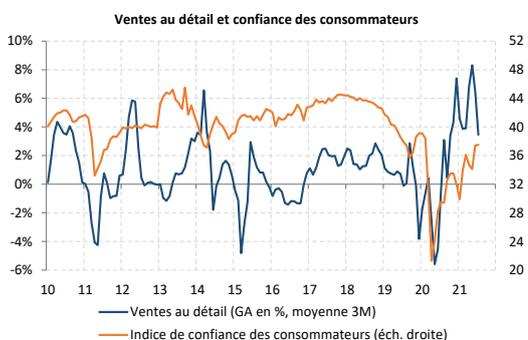
Suivi Macroéconomique

Asie

« Les enquêtes confirment le ralentissement de l'économie chinoise au 3^{ème} trimestre »

En Chine, les enquêtes PMI pour le mois d'août s'inscrivent dans la lignée des indicateurs économiques de juillet et semblent confirmer le ralentissement de l'économie chinoise. Dans le secteur manufacturier, l'indice PMI officiel recule une nouvelle fois et perd 0,3 point ; il s'établit à 50,1 points, son niveau le plus faible depuis mars 2020. Les entreprises manufacturières chinoises font part d'une légère baisse de la production (-0,1 point), mais d'une dégradation plus marquée des composantes prospectives, avec une dégradation des nouvelles commandes (-1,3 point) et des commandes à l'exportation (-1,0 point). Le secteur manufacturier enregistre un recul plus notable, avec un PMI officiel qui perd 5,8 points pour s'établir en territoire négatif à 47,5 points. Cette chute s'explique avant tout par l'imposition de nouvelles restrictions sanitaires strictes au niveau local du fait du rebond de l'épidémie, même si le nombre officiel de nouveaux cas quotidiens demeure relativement faible. Sans surprise, les entreprises des secteurs traditionnellement exposés aux restrictions sanitaires comme l'hôtellerie, le transport ou la restauration font part d'une dégradation particulièrement marquée de l'activité. En écho au PMI officiel du National Bureau of Statistics, l'enquête PMI Caixin publiée lors de la semaine fait également part d'une dégradation des perspectives du secteur manufacturier, avec un indice en recul de 1,1 point en août pour atteindre un niveau de 49,2 points, le plus faible depuis février 2020. L'ensemble des signaux d'enquête semblent donc confirmer la possibilité d'un fort ralentissement de l'économie chinoise au 3^{ème} trimestre. Le recul plus marqué du PMI Caixin comparé au PMI officiel pourrait s'expliquer par le fait qu'une plus grande part des entreprises interrogées par Caixin sont situées dans le sud-est de la Chine, une région particulièrement touchée par le rebond épidémique de l'été.

Au Japon, la production industrielle recule de -1,5% en variation mensuelle lors du mois de juillet, après avoir progressé de +6,5% en juin. Elle est pénalisée principalement par la production automobile, qui perd -3,1%, toujours affectée par les contraintes d'approvisionnement dans le secteur des semi-conducteurs, en cohérence avec les délais de livraison toujours records dont font part les entreprises japonaises dans les enquêtes PMI du mois d'août. En miroir des difficultés dans l'automobile, la production de machines destinées à la fabrication de semi-conducteurs se montre par contre particulièrement dynamique en juillet, avec une progression de +14,2% en variation mensuelle. La production d'équipements électroniques est également en hausse (+0,9%). Les industriels japonais interrogés à l'occasion de la publication des chiffres de juillet sont par ailleurs optimistes quant à la demande future et anticipent une hausse de la production en août et en septembre, malgré le repli de juillet.



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

Les ventes au détail japonaises demeurent allantes en juillet. Elles progressent de +1,1% en variation mensuelle, confirmant la bonne dynamique du mois de juin lors duquel elles avaient cru de +3,1%. Cette hausse intervient à rebours d'une très forte augmentation du nombre de cas de Covid-19 lors du mois de juillet, qui ne s'est toutefois traduite que par une baisse limitée de la fréquence de déplacements des personnes vers les lieux de consommation. L'impact de la situation sanitaire sur la consommation pourrait être plus prononcé lors du mois d'août, au cours duquel la pression sur les hôpitaux a notamment été plus forte qu'en juillet. L'indice de confiance des consommateurs également publié cette semaine enregistre ainsi effectivement un léger retrait en août, perdant 0,8 point, même si l'indice demeure nettement supérieur au niveau qui était le sien au printemps 2021 lors de la vague épidémique précédente. La situation sanitaire demeure dégradée au Japon au début du mois de septembre, avec un nombre de nouveaux cas quotidiens toujours fortement élevé, en dépit d'un léger ralentissement depuis la fin du mois d'août. Dans ce contexte, le gouvernement japonais semble envisager une nouvelle prolongation de l'état d'urgence sanitaire pour deux semaines supplémentaires, alors que ce dernier devait initialement prendre fin le 12 septembre.

Le Premier ministre japonais ne sera pas candidat à sa succession d'ici au 28 novembre prochain. Yoshihide Suga a en effet annoncé qu'il ne se présenterait pas à l'élection pour la présidence du parti Libéral démocrate prévue le 29 septembre dont le vainqueur servira également de candidat au parti pour la prochaine élection générale. Il renonce ainsi à sa fonction de Premier ministre après seulement un an d'activité. Cette décision inattendue (Y. Suga avait plusieurs fois mentionné son intention d'être candidat à sa succession par le passé) correspond au déclin de sa popularité en lien avec une gestion critiquée de l'épidémie et du parti. Il a, par ailleurs, déclaré souhaiter se consacrer à la lutte contre l'épidémie plutôt qu'à cette élection au cours des prochains mois. Pour l'heure, Fumio Kishida et Sanae Takaichi sont ainsi les deux seuls candidats à la tête du parti. Si S. Takaichi n'a pas encore obtenu les 20 partisans nécessaires pour entrer officiellement dans la course, F. Kishida est déjà à la tête d'une faction comptant 46 membres et a déjà annoncé dans son programme une large relance budgétaire (environ 4% du PIB). D'autres candidats pourraient toutefois présenter leur candidature dans les prochains jours dont Taro Kono selon la presse.

Tableaux synthétiques

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

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	03/09/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,75	0,25	0,25
		Brésil	2,00	4,25	5,25	3,25	1,00
		Russie	4,25	5,50	6,50	2,25	1,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,32	0,41	-0,18
		France OAT	-0,34	0,16	-0,02	0,32	-0,17
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,36	0,21	-0,17
		Italie	0,54	0,82	0,71	0,16	-0,11
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,72	0,52	-0,06
		Japon	0,02	0,06	0,04	0,02	-0,02
		Corée du Sud	1,73	2,08	1,94	0,21	-0,14
		Brésil	3,22	3,71	3,83	0,61	0,13
	Russie	6,01	7,09	6,97	0,96	-0,13	
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	244,7	0,21	0,72	
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,19	-2,8	-0,2
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-4,1	0,2
		Yen	126,2	131,2	130,3	3,3	-0,7
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1157	5,9	2,4
		Real brésilien	5,2	5,0	5,2	-0,1	3,7
		Rouble	74,0	72,3	72,7	-1,8	0,5
		Roupie indienne	73,1	73,3	73,0	-0,1	-0,4
		Yuan	6,5	6,4	6,5	-1,1	0,9
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4535	20,7	7,4
		Japon - Nikkei 300	382	413	422	10,3	2,2
		France - CAC 40	5551	6666	6690	20,5	0,4
		Allemagne - DAX	5954	6653	6668	12,0	0,2
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	152	18,2	2,0
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7138	10,5	-0,2
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3201	13,5	-2,0
		Brésil - Bovespa	119409	128057	116933	-2,1	-8,7
		Russie - MICEX	3275	3819	4002	22,2	4,8
		Inde - SENSEX	47751	52502	58130	21,7	10,7
		Chine - Shanghai	3473	3518	3582	3,1	1,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	25902	-4,9	-8,9
	MSCI - BRIC	1296	1350	1277	-1,5	-5,4	
	Euro	S&P (€)				24,2	7,7
		Nikkei 300 (€)				6,9	2,9
FTSE 100 (€)					15,2	-0,4	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	508	5,0	-19,7
		Indice CRB**	444	555	558	25,7	0,6
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	73	40,2	-0,6
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1832	-3,4	3,3
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9431	21,4	1,2

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

**CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie.

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

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.