

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

11 Octobre 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Aporie*

C'est un paradoxe de plus. Le volume du commerce mondial de marchandises a crû de façon telle cette année qu'il dépasse son niveau d'avant-crise.

Un étonnement face à l'annonce de l'Organisation Mondiale du Commerce alors même que les alertes sur les ruptures d'approvisionnement s'accroissent, que les arrêts de centres de production perdurent et que des pans importants de l'industrie, comme l'automobile, font état de paralysies inquiétantes. Et ce n'est pas une gageure; un grand quotidien allemand titrait il y a quelques jours que le nombre de voitures neuves produites en Allemagne avait retrouvé ses niveaux de 1975 !

Il existe donc une contradiction évidente à ce que la persistance des dysfonctionnements dans les chaînes de valeur depuis 12 mois n'affecte pas les échanges comme elle n'affecte pas plus la production industrielle.

Un étonnement renforcé par le fait que les pénuries ne touchent plus uniquement les semi-conducteurs mais de nombreux produits chimiques et plastiques, le bois, le verre, les métaux ou le cuir... Des dépendances stratégiques que les Etats et les entreprises n'ont pas encore pu contrer par des stratégies de résilience ou de raccourcissement de leur chaînes d'approvisionnement ou pas voulu, considérant que ces dérèglements ne seraient que temporaires.

Temporaire comme le serait la hausse du prix de l'électricité. Cette dernière est soumise en Europe à la fois à la concurrence des marchés et au principe d'une mécanique qui définit son prix comme celui de la dernière unité produite... dans les centrales au gaz. La force de la chaîne est donc bien celle de son maillon le plus faible !

* Difficulté logique, contradiction insoluble dans un raisonnement

Francis JAISSON

Directeur général adjoint
en charge de l'ensemble des gestions

Sommaire

Suivi des marchés

Marchés obligataires

Marchés actions

Regard financier & extra-financier

p2

Suivi macroéconomique

Etats-Unis

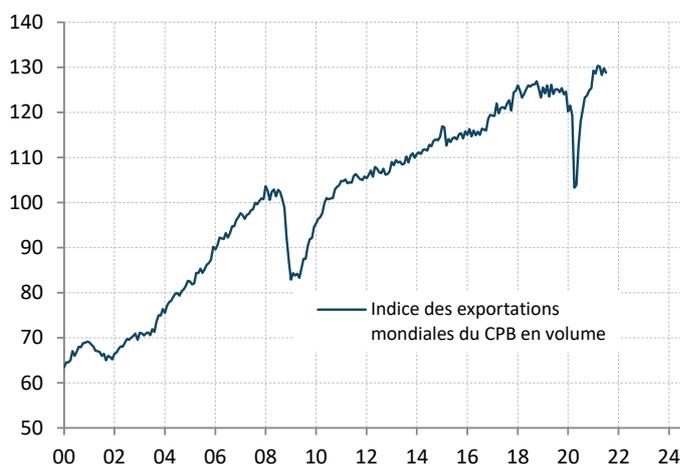
Europe

Asie

p5

Focus de la semaine

Monde : Exportations (volume, indice 2010=100)



« ...un paradoxe de plus. Le volume du commerce mondial de marchandises dépasse son niveau d'avant-crise...alors même que les alertes sur les ruptures d'approvisionnement s'accroissent »

Sources : Thomson Reuters, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

Marché de taux

Dans un contexte de chiffres économiques dispersés, le marché obligataire a été influencé par l'évolution du cours des matières premières cette semaine, le pétrole et plus particulièrement le gaz naturel en raison de la forte demande et d'une offre incertaine.

Les courbes de taux ont ainsi évolué à la hausse avec un mouvement de pentification sur le 2 ans -10 ans. La partie très longue des courbes de taux s'est, elle, mieux tenue. Pour exemple, le 30 ans français s'est tendu de 7bps alors le 10 ans s'est tendu de 8,4bps. Ce matin le 10 ans français atteint 0,20%, l'Allemagne est à -0,13%, l'Italie à 0,89%, l'Espagne et le Portugal à respectivement 0,50% et 0,40%. Enfin, aux Etats-Unis le 10 ans est repassé au-dessus de 1,60%.

Le marché du crédit a continué de s'écarter cette semaine notamment sur le segment haut rendement. La catégorie investissement tire son épingle du jeu en faisant preuve de résilience. Les émetteurs liés au tourisme/loisirs ont souffert, ainsi que l'automobile, notamment les équipementiers. Les volumes primaires ont été élevés cette semaine, à 16 Mds€, soit la 4ème semaine plus importante de l'année. On a cependant pu constater une chute des taux de couverture tandis que certaines primes d'émission ont atteint 20 pb.

Focus : Le bilan des PGE (prêts garantis par l'Etat)

Le Conseil d'analyse économique (CAE), instance réunissant des économistes pour conseiller le Premier ministre, a publié une étude financière des PME et TPE en août 2021 en France sur un échantillon de 100 000 entreprises.

« La trésorerie des entreprises a augmenté fortement au niveau agrégé, en particulier grâce au PGE, relate l'étude. Dans tous les secteurs, il y a en août 2021 moins d'entreprises dans une situation de trésorerie que l'on pourrait qualifier de 'difficile' ou 'très faible' qu'au cours des quatre mois précédant la pandémie ». Cette note révèle que, même pour les secteurs les plus touchés par la crise sanitaire, le nombre d'entreprises avec une situation de trésorerie dite « très faible » a fortement diminué. « Ce résultat suggère qu'à court terme, la situation favorable de trésorerie va demeurer un facteur qui réduira les défaillances d'entreprises comme en 2020. L'IPP (Institut des politiques publiques) montre d'ailleurs que sur l'année 2020, il y a eu moins de faillites parmi les bénéficiaires du PGE que chez les autres entreprises du même secteur, probablement grâce à l'importante liquidité apportée par le PGE. »

Le Conseil en conclut que l'amélioration générale de la trésorerie des PME¹ et TPE² permet de constater que le PGE a donc bien rempli sa mission et atteint ses cibles. De fait, les données bancaires révèlent que 80 % des PGE ont été pris au cours de ces trois premiers mois de la mise en place du PGE.

Mais il faut rester prudent, prévient le rapport. Si la consommation des PGE s'est surtout faite pendant les périodes de fortes baisses de chiffre d'affaires – une « dynamique rassurante » selon l'étude puisque cela « semble indiquer que c'est le choc pandémique plutôt qu'une mauvaise performance » qui a dégradé la situation financière des entreprises – la prochaine question à se poser est celle du remboursement de ces emprunts, qui doit débiter au printemps 2022. « En août 2021, 15 à 25 % des entreprises avec PGE seraient dans l'incapacité de rembourser une annuité de 20 % de leur PGE. La question sera de savoir si ces entreprises vont par la suite générer des revenus suffisants pour pouvoir payer les annuités suivantes alors même que les aides s'éteignent ».

C'est le cœur du sujet. Que va-t-il advenir des petites entreprises, qui sont les plus touchées et qui sont déjà fragilisées par un certain nombre de difficultés structurelles et antérieures à la crise, tenant à la faiblesse de leurs fonds propres, aux difficultés récurrentes de trésorerie et à un niveau d'endettement élevé ? D'autant que cet endettement, mécaniquement accru par le recours aux PGE, risque de peser, dans le contexte de la reprise, sur les besoins en fonds de roulement et les capacités d'investissement des entreprises françaises.

En effet, si le nombre de défaillances d'entreprises a fortement chuté en 2020 grâce aux aides de l'État, « cette baisse implique qu'un certain nombre d'entreprises ont survécu en 2020 et 2021 alors qu'elles auraient disparu en temps normal et sans les aides exceptionnelles. Ces entreprises se retrouvent certainement aujourd'hui parmi celles que nous estimons être en difficulté financière. (...) À terme, une augmentation des défaillances indiquerait un phénomène de rattrapage », analyse le CAE.

Les secteurs de la construction, l'industrie manufacturière, l'hébergement et la restauration en Île-de-France sont particulièrement sous pression : « Pour ces entreprises, les risques d'insolvabilité (du fait de l'utilisation de la dette PGE pour financer les pertes de la crise) nous paraissent plus forts que les risques d'illiquidité ».

En conclusion, la sortie du PGE sera un exercice très périlleux pour nombre d'entreprises. La question de la soutenabilité de la dette est centrale. Tout dépendra du niveau de la reprise de l'activité. Enfin, beaucoup demanderont un report d'échéance.

Pour les grandes sociétés qui avaient eu recours aux PGE dès le début de la pandémie la situation est différente. Le déficit d'image associé au côté opportuniste que certains ont regretté, embarrassent ces grandes entreprises. Ainsi, nombreuses sont celles qui ont déjà annoncé qu'elles rembourseront de suite.

¹ Petites et moyennes entreprises

² Très petites entreprises

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Europe : le regard du gérant

Les marchés actions européens sont en hausse de 0.7% dans un contexte de taux à nouveau en hausse. Depuis le début de l'année, le MSCI EMU s'apprécie de 14.3% (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne).

Sur la semaine, les secteurs décotés affichent les plus fortes hausses. Ainsi, les secteurs de l'énergie et de la finance progressent de 3.2%. La technologie est stable et l'industrie est en baisse de 0.5%. Les secteurs de l'immobilier et les services de communication ferment la marche avec des baisses respectives de -1.0% et -1.6%.

Au niveau des valeurs, les meilleures performances se situent au sein du secteur bancaire avec des hausses respectives sur la semaine de 11.5%, 8.6% et 7.3% pour Commerzbank, Crédit Agricole et Banco Santander. Iberdrola est en hausse de 8.1% suite à l'assouplissement par le Gouvernement espagnol de taxations sur les profits des valeurs des services aux collectivités.

Selon le « World Payments Report 2021 » publié par Cap Gemini le 7 octobre, les paiements instantanés et les paiements en monnaie électronique représenteront plus de 25 % des transactions non-cash dans le monde d'ici 2025, contre 14,5 % en 2020. Les paiements entrent dans une nouvelle ère, du fait d'une transformation accélérée liée au COVID-19 et de l'appétit croissant des clients pour le digital.

Tirée par l'Asie-Pacifique, la demande d'alternatives de paiement digitales est plus forte que jamais, ainsi que les attentes en matière de règlement de transactions plus rapide, de paiements instantanés, de monnaie électronique et de sécurité. D'après le rapport, près de 45 % des consommateurs utilisent fréquemment des portefeuilles mobiles pour effectuer des paiements (plus de 20 transactions par an), contre 23 % dans le précédent sondage réalisé en 2020.

À l'échelle mondiale, l'Asie-Pacifique mène la révolution des paiements digitaux. D'ici 2025, la région devrait représenter plus de la moitié des transactions non-cash dans le monde avec un taux de croissance annuel de 28 % entre 2020 et 2025. Plus d'un demi-milliard d'européens déclarent qu'ils effectueront des achats en ligne en 2021. Les volumes de paiements non-cash en Amérique du Nord devraient se stabiliser en raison de la stagnation des transactions par carte et d'une lente adoption des paiements mobiles.

Alors que l'adoption du digital continue de s'accélérer, l'augmentation des volumes et les besoins de traitement instantané mettent à rude épreuve les anciennes infrastructures de paiement. Selon une enquête conduite par Cap Gemini, environ 55 % des responsables informatiques du secteur bancaire interrogés ont déclaré que leurs investissements technologiques prioritaires concernaient la modernisation des infrastructures de paiement. Le COVID-19 a accéléré la digitalisation des paiements pour les particuliers comme pour les entreprises.

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés Asiatiques

Dans un contexte de forte hausse des prix de l'énergie, les marchés asiatiques bénéficiant de cette hausse ont enregistré de belles progressions: Indonésie (producteur de charbon), Malaisie et Thaïlande (pétrole et gaz). Le marché chinois, fermé les 4 premiers jours de la semaine en raison de la fête nationale, a progressé vendredi, dans l'espoir d'une amélioration des relations sino-américaines (programmation d'une réunion prochaine entre les Présidents). Hong Kong progresse, tirée par les valeurs financières (anticipation d'une pentification de la courbe des taux), énergétiques, internet et immobilières (développement possible de nouvelles parcelles proches de la Chine continentale). En revanche, le Japon, la Corée du Sud et Taiwan, très dépendants des importations énergétiques, ont souffert de la hausse des prix mentionnée plus haut, impactant des secteurs très divers (technologie, industrie, santé).

A l'opposé des problèmes rencontrés par les filières industrielles, les acteurs de la chaîne de semi-conducteurs continuent d'enregistrer les bénéfices d'une situation tendue en matière de capacités de production. Ainsi, Taiwan Semi-conducteurs (TSM) a publié des ventes trimestrielles record, en hausse de 20% sur un an. De son côté, Samsung Electronics a annoncé des résultats du 3^{ème} trimestre nettement supérieurs aux attentes, grâce à la hausse des prix des semi-conducteurs et la vente d'écrans. A l'inverse, Nissan Motors a annoncé une fermeture d'un mois de certaines lignes de production au Mexique, en raison de la pénurie des semi-conducteurs.

S'agissant de la pression réglementaire en Chine, le régulateur a infligé une amende de 3,44 Mds de Yuans (€462 Mln) à Meituan (livraison de repas à domicile) et demande au groupe de cesser ses pratiques monopolistiques (contrats d'exclusivité).

Marchés Américains

Semaine de rebond à Wall Street (+1% pour le S&P500), conforté par la publication de chiffres économiques encourageants, l'amélioration continue de la situation sanitaire et des progrès dans les négociations budgétaires au Congrès (report du plafond de la dette à début décembre). Comme souligné plus haut, Washington et Pékin sont parvenus à un accord de principe pour la tenue, avant la fin de l'année, d'un sommet entre Joe Biden et Xi Jinping (conférence virtuelle), soutenant également les marchés financiers. Néanmoins, en toile de fond les relations continuent d'être tendues, en témoignent les propos tenus par la représentante au commerce international, Katherine Tai, indiquant que la Chine n'avait pas respecté ses engagements en termes d'achats de marchandises américaines (accord commercial de 2020) et ceux du Secrétaire d'Etat, Antony Blinken (critique des manœuvres militaires autour de Taiwan).

Au total, les secteurs cycliques ont été recherchés : énergie (portée par la hausse de 7,7% du baril), matières premières, valeurs industrielles et financières (portées par la hausse des rendements obligataires). A noter par ailleurs qu'en raison des

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

retards de déchargements dans les ports de Los Angeles et Long Beach, un oléoduc sous-marin a perdu près de 3 000 barils de pétrole brut au large des côtes californiennes après avoir été endommagé par l'ancre d'un navire en attente.

Par ailleurs, nous surveillons les nouvelles déclarations de la Commission Européenne qui va se pencher sur la limite d'accès à la puce NFC des iPhones. Cette nouvelle enquête pourrait déboucher sur une forte amende et une obligation d'ouvrir le système de paiement mobile aux rivaux d'Apple Pay. Enfin, d'un point de vue société, nous notons que le titre de la société Moderna a chuté suite à l'annonce par Merck du succès clinique de son traitement anti-COVID (réduction de 50% du risque de mortalité lié aux formes graves de la maladie). Le laboratoire va déposer une autorisation accélérée de mise sur le marché auprès de la FDA. La société Target (grande distribution) va offrir un supplément de \$2 de l'heure à ses employés pendant la saison des fêtes de fin d'année afin de sécuriser ses ressources en personnel. Enfin, General Motors compte multiplier par deux son chiffre d'affaires et accroître ses marges d'ici 2030 grâce à l'élargissement de sa gamme de véhicules électriques et au développement de sa filiale Cruise (véhicules autonomes destinés au covoiturage).

Focus de la gestion Internationale. Des prix de l'électricité qui ajoutent aux perturbations sur les chaînes de production mondiale

Comme nous le soulignons dans nos Perspectives Economiques et Financières depuis plusieurs années, les problématiques liées à la complexité des chaînes de production et d'approvisionnements restent un sujet préoccupant. Au-delà des sujets liés aux tarifs douaniers, aux fermetures d'usines ou de ports pour cause de Covid, les problèmes énergétiques deviennent également très critiques et fragilisent les modèles d'entreprise. Ainsi, le producteur China Coal Energy vient d'annoncer la fermeture de plusieurs mines de charbon à Shanxi en raison d'inondations. Directement ou indirectement, les pénuries d'électricité affectent de nombreuses entreprises de sous-traitance chinoises: les prestataires d'Apple (Pegatron, ASE Technologies) ont pris les mesures pour économiser l'électricité et suspendu la production pendant plusieurs jours. Toyota a aussi déclaré que sa production en Chine (sites de Tianjin et Guangzhou) était affectée par des problèmes d'électricité. Même si les déclarations de Vladimir Poutine ont permis de faire chuter les prix du gaz et de l'électricité en fin de semaine dernière, la situation reste très tendue avec l'arrivée des grands froids. Les importantes inondations ayant affectées la production de charbon (et donc d'électricité) en Chine vont augmenter la pression sur les dirigeants du monde entier, à l'image de la Chine aujourd'hui, à prendre des décisions difficiles concernant le maintien en activité d'usines très énergivores, alors que des ménages pourraient manquer de chauffage. Le sujet des problématiques de production risque donc de continuer pour quelques trimestres encore, rendant la lecture des chiffres économiques très complexe.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le Congrès repousse le problème du plafond de la dette, mais ne le règle pas »

L'arrêt des programmes d'indemnité chômage exceptionnels début septembre n'a pas provoqué une accélération significative des créations d'emploi. L'économie américaine a créé seulement 194 000 postes en septembre, après 366 000 en août, une contre-performance en partie liée à la destruction massive de postes dans la partie éducation publique (-161 000). Le bureau des statistiques du travail (BLS) précise toutefois que l'évolution récente de ce secteur est difficile à interpréter car les fluctuations de personnel liées à la pandémie dans l'enseignement ont faussé les schémas saisonniers normaux d'embauche et de licenciement. Pour s'affranchir de cette perturbation, il convient dès lors de

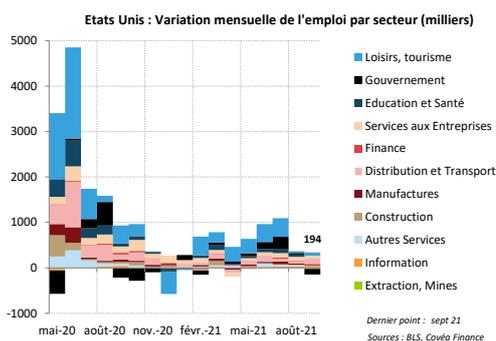
considérer l'emploi dans le secteur privé qui a progressé de 317 000 postes, tiré par le rebond du secteur du transport et du commerce (+120 000), et celui des loisirs, hôtellerie et restauration (+74 000). Le commerce de détail qui avait détruit des postes en juillet et août au moment de la propagation du variant delta se redresse nettement avec 56 000 emplois créés. Le secteur des services aux entreprises crée 60 000 emplois et la construction et le manufacturier créé respectivement 22 000 et 26 000 postes. Par ailleurs, les estimations des deux mois précédents ont été révisées en nette hausse (+169 000), ce qui place les créations dans le privé en août à 332 000 emplois. Le taux de chômage enregistre un recul marqué (4,8% après 5,2%), qui doit être en partie tempéré par la baisse du taux de participation à la population active (61,6% après 61,7%). **Du côté des rémunérations, l'accélération se confirme avec une hausse mensuelle de 0,6% du salaire horaire.** La progression du nombre moyen d'heures travaillées (34,8h après 34,6h) est un autre signe d'une tension croissante sur le marché

du travail. Dans l'ensemble, ce rapport d'emploi dresse un constat moins négatif sur la situation du marché du travail que ne le suggère le seul chiffre des créations de postes. La Réserve fédérale devrait maintenir son calendrier de normalisation progressive de sa politique monétaire et annoncer d'ici la fin d'année la réduction du rythme de ses achats d'actifs.

Du côté des données d'enquête, la publication de l'indicateur ISM services de septembre confirme que la dynamique de croissance reste bien orientée en cette période de rentrée. L'indice passe de 61,7 à 61,9 points avec des améliorations des nouvelles commandes à 63,5 et de l'activité à 62,3. A contrario, le niveau des stocks reste bas et se dégrade à 46,1 et l'emploi recule à 53.

Concernant le plafond de la dette, le Congrès repousse le problème, mais ne le règle pas. Le Sénat a accepté le 7 octobre un compromis bipartisan relevant le plafond de la dette de 480 Mds\$, ce qui le porte à 28 880 Mds\$. Cette hausse permet de repousser la date d'un potentiel défaut de paiement du 18 octobre au 3 décembre, date à laquelle prend également fin le budget provisoire voté le 30 septembre. Le texte doit maintenant être voté mardi par la Chambre des Représentants, puis promulgué par le Président Biden. Au-delà du soulagement lié à l'éloignement d'un risque de défaut, ce délai supplémentaire devrait permettre aux Démocrates de mener à bien leurs débats en vue de l'adoption des deux plans de relance voulus par l'administration Biden, l'un sur les infrastructures, l'autre sur les dépenses sociales et environnementales. Le montant de ce dernier, initialement présenté à 3 500 Mds\$ devrait être ramené entre 1 500 et 2 000 Mds\$ pour contenter l'aile centriste du parti démocrate.

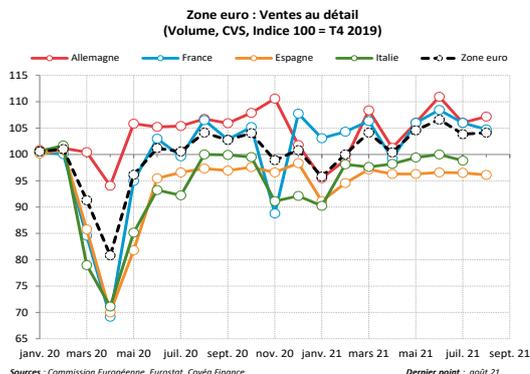
La Représentante au commerce Katherine Tai a présenté cette semaine la stratégie que l'administration Biden compte adopter concernant les relations commerciales avec la Chine. Sans surprise, la nouvelle politique commerciale s'inspire largement de celle initiée par l'ancien Président Donald Trump. Mme Tai a déclaré que les États-Unis feraient pression sur la Chine pour qu'elle respecte les engagements qui avait été pris dans le cadre de l'accord de la phase 1 signé en janvier 2020, notamment en maintenant les droits de douane élevés mis en place par M. Trump sur ce qui représente actuellement environ la moitié des exportations de la Chine vers les États-Unis. Pékin s'était engagée à acheter 200 Mds \$ de biens américains supplémentaires par rapport au niveau de 2017 sur les deux années de l'accord signé en 2019. La Chine n'a cependant rempli que 62% de ses objectifs. K. Tai a déclaré vouloir entamer de nouvelles discussions avec Pékin, et a assuré qu'aucune nouvelle mesure ne sera prise avant d'avoir échangé avec son homologue chinois, le Vice premier ministre Liu He. Par ailleurs, les États-Unis vont rouvrir un processus permettant aux entreprises américaines de demander des exemptions de droits de douane. Ce processus d'exemption avait pris fin après l'entrée en fonction du président Biden, ce qui a suscité des plaintes de la part de fabricants qui affirment ne pas avoir d'alternatives rentables à certains composants chinois.



Suivi Macroéconomique

Europe

« La production industrielle allemande recule en août, sur fond de contraintes d'offre »



Les données d'activité publiées pour le mois d'août ont été décevantes. Les ventes au détail ne progressent que très modestement (+0,3% en rythme mensuel) après le recul enregistré en juillet (-2,6%). Par secteur, le commerce de détail a progressé de 1,8% pour les produits non-alimentaires en rythme mensuel, mais a enregistré une baisse de 0,1% pour les carburants et de 1,7% pour le secteur alimentation, boissons et tabac. Le déclin enregistré en juillet et le rebond seulement modeste d'août semblent en partie refléter la rotation de la consommation des biens vers les services sur fond de levée des restrictions sanitaires. La dynamique de la consommation sur les prochains mois reste incertaine. En effet, le taux d'épargne élevé des ménages (19% au T2 2021), la résistance du marché du travail (taux de chômage à 7,5% en août) et le niveau de confiance toujours élevé des consommateurs devraient soutenir la consommation. Toutefois, la levée progressive des mesures de soutien à

l'économie (chômage partiel notamment) couplée à la hausse des prix de l'énergie pourraient éroder la demande dans les prochains mois.

Du côté de l'industrie manufacturière, l'Allemagne enregistre une baisse importante de sa production en août. Cette dernière recule de 4,6% sur le mois, sa plus forte baisse depuis avril 2020. La production efface largement le gain enregistré le mois précédent et se situe désormais à un niveau inférieur de 8% à son niveau d'avant-crise. La plupart des secteurs de l'industrie s'inscrivent en baisse. Le repli est toutefois particulièrement marqué dans l'industrie automobile et les autres équipements de transport (aéronautique notamment), où, avec un recul de près de 17% sur le mois, la production se situe à un niveau inférieur de 35% par rapport au T4 2019. Bien que les indicateurs de climat des affaires et les nouvelles commandes se soient modérés au cours des derniers mois, ils n'en demeurent pas moins sur des niveaux élevés décrivant une demande encore soutenue. Les difficultés du secteur industriel allemand semblent donc encore essentiellement liées aux contraintes d'offre. Dans le reste de la Zone, la production manufacturière a reculé de 0,2% en Espagne et a progressé de 1,1% en France. La production se situe respectivement 1% et 4% en-deçà des niveaux d'avant-crise.

L'estimation finale de l'enquête PMI confirme un ralentissement de l'activité en septembre alors que les tensions inflationnistes se renforcent. En effet, l'indice PMI Composite, qui mesure l'évolution de l'activité du secteur privé hors distribution relativement au mois précédent, recule de 2,8 points de base (pdb) par rapport à août et atteint 56,2, un niveau encore historiquement élevé. Ce ralentissement trouve à la fois sa source du côté des services, où l'indice se replie de 2,6 pdb à 56,4 et dans le secteur manufacturier, où la sous-composante production recule de 2,8 pdb pour atteindre 58,6. Ces modérations traduisent notamment une normalisation de la demande, illustrée par le ralentissement des nouvelles commandes (domestiques et étrangères) qui avaient atteint des plus hauts historiques dans les derniers mois. En outre, l'activité reste affectée par des contraintes d'offre avec un allongement des délais de livraison et une accumulation des retards de production. Ces perturbations ont contribué à renforcer les pressions sur les prix des intrants et des produits finis, tant dans l'industrie que dans les services. Par pays, le ralentissement a été plus prononcé en Allemagne (indice composite à 55,5 soit une baisse de 4,5 points). De fortes contractions ont également été enregistrées au niveau des indices espagnol (-3,6 points à 57) et italien (-2,5 points à 56,6) alors que la France enregistre un recul plus modeste de son indice composite (-0,6 points à 55,3) en lien avec un maintien de l'activité dans le secteur des services.

Le compte rendu de la réunion du 9 septembre traduit les incertitudes du conseil quant à la trajectoire de l'inflation. Bien qu'une hausse transitoire et temporaire des prix demeure le scénario central, certains membres du conseil auraient souligné les risques haussiers pesant sur l'inflation et la possibilité que les projections actuelles de la BCE (1,7% en 2022 et 1,5% en 2023) soient trop basses. Ils estiment notamment qu'une pérennisation d'une partie des chocs et contraintes d'offre affectant actuellement l'économie pourraient suffire à maintenir l'inflation à la cible d'ici à 2023. Concernant l'ajustement du programme d'achat PEPP, certains membres ont appelé à une modération plus importante, au regard de l'amélioration des perspectives économiques et financières, tandis que d'autres ont suggéré une réduction plus progressive, afin d'éviter d'envoyer un signal trop restrictif aux marchés financiers.

Enfin, au niveau politique, les relations entre l'Union Européenne et le Royaume-Uni se tendent alors que le gouvernement britannique menace de suspendre unilatéralement le protocole post-Brexit sur l'Irlande du Nord. Pour Londres, l'accord ratifié par l'UE et le gouvernement de Boris Johnson remet en cause l'accord de paix du Vendredi Saint, et constitue donc une menace potentielle pour la stabilité en Irlande. En effet, le protocole nord-irlandais prévoit l'instauration de contrôles douaniers entre l'Union Européenne et le Royaume-Uni. Afin de garantir l'absence de frontière physique sur l'île d'Irlande, comme prévu par l'accord du Vendredi Saint, le protocole met en place des contrôles douaniers en mer d'Irlande, introduisant, de fait, une forme de séparation entre Belfast et le reste du Royaume-Uni, ce qui ne manque pas de susciter la colère des unionistes. Dans ce contexte, le gouvernement britannique souhaite renégocier l'accord en supprimant une partie des contrôles douaniers et en limitant l'autorité de la Cour de justice de l'Union Européenne dans la supervision de l'accord. Londres va plus loin et menace, en cas d'échec des négociations, de faire appel à l'article 16 de l'accord du Brexit, qui permet de suspendre une partie de l'accord en cas de graves difficultés économiques ou sociales. Si le gouvernement britannique en vient à une telle extrémité, l'Union Européenne pourrait riposter, notamment en mettant en place des droits de douanes sur les marchandises ou en suspendant, à son tour, une partie de l'accord du Brexit. En attendant, l'Union Européenne dévoilera une contre-proposition la semaine prochaine.

Suivi Macroéconomique

Focus : les tensions entre la Pologne et l'UE s'intensifient

Au niveau politique, le Tribunal constitutionnel polonais a considéré que certains des articles des traités européens étaient incompatibles avec la constitution polonaise. Le Tribunal constitutionnel polonais estime par ailleurs que la Cour de justice de l'Union Européenne (CJUE) agit au-delà de son mandat et à l'encontre de la constitution polonaise, notamment en demandant au gouvernement polonais de revenir sur sa réforme du système judiciaire. Avec cette décision, le Tribunal constitutionnel polonais va donc directement à l'encontre de la hiérarchie des normes européennes, selon laquelle les traités européens priment sur les constitutions nationales.

En réaction, la Commission Européenne a rappelé la primauté du droit de l'Union sur le droit national et a réaffirmé que les arrêts de la CJUE étaient contraignants pour tous les Etats-Membres. La Commission analysera en détail le jugement du tribunal avant de décider des prochaines étapes. La Commission pourrait lancer une procédure d'infraction à l'encontre de la Pologne, procédure qui pourrait déboucher sur des sanctions financières.

Au-delà des procédures juridiques, les enjeux économiques pour la Pologne apparaissent considérables. En effet, la Commission européenne bloque le versement des fonds issus du plan de relance européen NGEU et semble conditionner son approbation au respect de l'Etat de droit. Dans le cadre du plan de relance, la Pologne doit recevoir 36 Mds€ (24 Mds€ de subventions et 12 Mds€ de prêts), soit environ 7% du PIB de 2019. Par ailleurs, le Parlement européen ainsi que certains Etats membres souhaiteraient bloquer le versement des fonds issus du cadre financier pluriannuel 2021-2027 (c'est-à-dire le budget européen), ce qui représente une manne financière considérable de près de 120 Mds€ (soit plus de 20% du PIB de la Pologne).

La décision du Tribunal constitutionnel polonais n'est pas neutre non plus pour l'Union Européenne, dont l'ordre juridique est une nouvelle fois attaqué et qui peut craindre un effet « boule de neige ». En mai 2020, la Cour Constitutionnelle allemande avait rendu un verdict sur le programme d'achat de la BCE dans lequel elle s'opposait à une décision de la CJUE. La décision du Tribunal constitutionnel polonais a toutefois une portée plus importante dans la mesure où elle concerne directement des articles des traités européens, et non, comme ce fut le cas pour la Cour allemande, une décision de la CJUE à propos de la politique monétaire.

Du côté du gouvernement polonais, qui critique sévèrement l'Union Européenne, le Premier ministre, M. Morawiecki, a déclaré que la place de la Pologne restait dans l'Union Européenne.

Focus : vers une taxation minimum des multinationales

Au terme de près de 10 ans de négociation, **136 pays se sont mis d'accord le 8 octobre sur une réforme des règles fiscales mondiales qui vise à réduire l'évasion fiscale des sociétés multinationales. L'élément central de cette réforme, conduite sous l'égide de l'OCDE, fixe un taux minimum d'imposition à 15% pour les multinationales.** La réforme vise également à relever les défis posés par les entreprises, notamment les géants de la technologie, qui enregistrent la propriété intellectuelle à l'origine de leurs bénéfices dans des pays à faible fiscalité comme l'Irlande, afin de réduire leur facture fiscale. L'accord répartira les recettes fiscales existantes de manière à favoriser les pays où sont établis les clients. La solution proposée a finalement obtenu le soutien de l'Irlande, de l'Estonie et de la Hongrie, trois membres de l'Union européenne qui avaient refusé de soutenir un accord préliminaire en juillet. Mais le Nigeria, le Kenya, le Sri Lanka et le Pakistan y sont restés opposés. L'OCDE estime que ces nouvelles règles pourraient apporter aux gouvernements du monde entier des recettes supplémentaires de 150 Mds\$ par an.

L'accord conclu doit maintenant recevoir l'aval des pays du G20 lors du sommet prévu à Rome le 30 et 31 octobre. Une entrée en application à horizon 2023 est envisagée, échéance qui pourrait s'avérer ambitieuse. Le texte doit en effet être mis en œuvre par tous les pays signataires, un parcours qui pourrait s'avérer difficile, notamment aux Etats-Unis où le Congrès est divisé sur la question. Or, sans l'impulsion américaine, les autres pays risquent de ne pas vouloir emprunter ce chemin vers un nouvel équilibre plus coopératif.

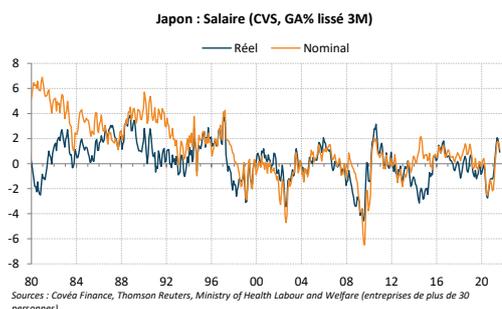
Suivi Macroéconomique

Asie

« Les dépenses des ménages chinois lors des jours fériés d'octobre déçoivent de nouveau. »

En Chine, les premières données de consommation publiées à l'issue de la *Golden Week* d'octobre (une semaine de congés à l'échelle nationale allant du 1^{er} au 7 octobre) font état d'une demande intérieure encore à la peine. Le chiffre d'affaires réalisé dans le secteur du tourisme lors de la semaine est inférieur de 40,1% à son niveau d'avant la pandémie (lors de la *Golden Week* d'octobre 2019). Le nombre de visites touristiques réalisées est également en recul de 29,9% par rapport au niveau pré-Covid-19. Ces chiffres montrent que la consommation chinoise est loin d'avoir achevé sa reprise, malgré le rebond de l'économie du pays dans son ensemble. Les chiffres du tourisme présagent également d'un faible dynamisme des ventes au détail pour le mois d'octobre, et ce malgré le relâchement de la pression épidémique. De plus, les chiffres du tourisme de la *Golden Week* d'octobre sont plus dégradés que lors des autres congés nationaux de l'année 2021 (en mai, juin et septembre), lors desquels le chiffre d'affaires du secteur n'était inférieur que d'environ 20% à son niveau d'avant la pandémie. Cette faiblesse de la consommation suggère que, malgré l'absence de foyer épidémique majeur à l'heure actuelle, les ménages chinois sont demeurés prudents en termes de voyage, tandis que des restrictions sanitaires encore en place dans certaines provinces ont également pu limiter les déplacements.

Toujours en Chine, l'indice PMI Caixin pour les services enregistre un rebond marqué, s'établissant à 53,4 points pour le mois de septembre, après 46,7 points en août. Cette forte hausse est le contrecoup de la dégradation du mois précédent, lors duquel l'indice avait enregistré un recul de plus de 8 points du fait des restrictions sanitaires imposées dans certaines provinces dans un contexte de rebond épidémique. La trajectoire de l'indice PMI Caixin confirme le fort impact des restrictions sanitaires sur les déplacements des personnes et sur la consommation, malgré le faible nombre de cas effectivement enregistrés. Cette trajectoire est cohérente avec les signaux provenant de l'indice PMI officiel du NBS pour les services publié la semaine précédente, qui font également état d'un fort rebond de l'activité en septembre après la contraction du mois d'août.



Au Japon, les salaires totaux par employé progressent de +0,7% en glissement annuel en août, après une hausse de +0,6% en juillet. La légère accélération des salaires au mois d'août est principalement le fait de la bonne tenue des primes et bonus, qui croissent de +2,0% en glissement annuel, après -0,3% en juillet. Les données des salaires pour le mois d'août confirment l'impact modéré des restrictions sanitaires sur le marché du travail japonais, en dépit d'un nombre de cas record et d'un repli de la consommation. Les rémunérations issues des heures supplémentaires demeurent également résistantes, progressant de +6,5% en glissement annuel, du fait d'un effet de base favorable.

A l'opposé de la résistance des salaires japonais, les données de consommation pour le mois d'août confirment le fort impact de la vague épidémique sur la demande intérieure lors de l'été. L'indice de

consommation privée de la Banque du Japon se contracte ainsi de -2,1% en variation mensuelle en août, la baisse la plus forte depuis le mois de mai. Sans surprise, la consommation de services est celle qui recule de la façon la plus marquée, avec une baisse de -2,9% en août, après +2,3% en juillet, ce qui reflète les inquiétudes des ménages du fait de la situation sanitaire dégradée lors du mois d'août et des tensions sur le système hospitalier. A l'opposé, la consommation de biens durables se redresse, progressant de +0,1% en variation mensuelle, un contrecoup après une baisse de -3,4% en juillet. L'enquête du mois d'août sur les dépenses des ménages (de 2 personnes ou plus) confirme également cette dynamique, avec une consommation en recul de -3,9% en variation mensuelle en termes réels, tirée vers le bas par une chute de -4,8% dans les services, en particulier dans le secteur de la restauration (-23,5%), du transport (-27,4%) et de l'hôtellerie (-56,7%).

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		mai-21	juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21	oct.-21	
Etats-Unis	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 / Destructons nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	614	962	1091	366	194		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	34,5	20,1	10,0	8,0			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	1,9	3,7	4,0	4,0	4,6		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,0	5,4	5,4	5,3			
Europe	Zone euro	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	7,5		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	2,0	1,9	2,2	3,0	3,4	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	104,0	103,5	101,8	99,8	98,8	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	0,2	5,5	0,6	0,4		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	55,2	26,3	26,3	11,3		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	36,6	20,0	15,7	10,9		
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,4	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	7,1	3,9	3,9		
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	40,2	27,1	14,2	19,4		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	21,2	13,8	7,2	-0,1		
		PMI Manufacturier (Indice)	62,3	62,2	60,3	60,9	59,7	
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	38,3	23,2	18,5			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	24,7	10,8	3,3	1,8		
		PMI Manufacturier (Indice)	59,4	60,4	59,0	59,5	58,1	
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	56,5	22,3	16,4			
		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		
	Asie	Japon	Inflation (prix à la consommation, GA%)	2,1	2,5	2,0	3,2	
Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)			11,8	-3,8	1,5	-3,5		
Exportations (valeur, CVS, GA%)			51,2	47,1	37,1	27,3		
Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)			1,9	0,0	0,6	0,7		
Chine		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,7	-0,4	-0,3	-0,4		
		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		
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	24,3	12,8	1,5	-1,6		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	8,1	8,4	9,0	9,7	10,3	
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	11,8	10,3	7,1	4,7		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,0	6,5	6,5	6,7	7,4	

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

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	17/06/21	08/10/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,75	0,25	0,25
		Brésil	2,00	4,25	6,25	4,25	2,00
		Russie	4,25	5,50	6,75	2,50	1,25
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,61	0,70	0,11
		France OAT	-0,34	0,16	0,19	0,53	0,04
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,15	0,42	0,04
		Italie	0,54	0,82	0,88	0,33	0,06
		Royaume-Uni	0,20	0,78	1,16	0,96	0,38
		Japon	0,02	0,06	0,09	0,07	0,02
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,36	0,63	0,28
		Brésil	3,22	3,71	4,38	1,16	0,68
	Russie	6,01	7,09	7,36	1,35	0,26	
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	242,7	-0,61	-0,11
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,16	-5,3	-2,8
		Sterling	0,89	0,86	0,85	-4,9	-0,7
		Yen	126,2	131,2	129,9	2,9	-1,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1195	9,4	5,7
		Real brésilien	5,2	5,0	5,5	6,0	10,0
		Rouble	74,0	72,3	71,9	-2,9	-0,6
		Roupie indienne	73,1	73,3	75,0	2,6	2,3
		Yuan	6,5	6,4	6,4	-1,3	0,7
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4391	16,9	4,0
		Japon - Nikkei 300	382	413	411	7,4	-0,5
		France - CAC 40	5551	6666	6560	18,2	-1,6
		Allemagne - DAX	5954	6653	6425	7,9	-3,4
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	147	14,3	-1,3
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7096	9,8	-0,8
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	2956	4,8	-9,5
		Brésil - Bovespa	119409	128057	112833	-5,5	-11,9
		Russie - MICEX	3275	3819	4238	29,4	11,0
		Inde - SENSEX	47751	52502	60059	25,8	14,4
		Chine - Shanghai	3473	3518	3592	3,4	2,1
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	24702	-9,3	-13,1
	MSCI - BRIC	1296	1350	1238	-4,5	-8,3	
	Euro	S&P (€)				23,5	7,1
		Nikkei 300 (€)				4,4	0,5
FTSE 100 (€)					15,5	-0,2	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	531	9,6	-16,2
		Indice CRB**	444	555	562	26,7	1,4
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	82	59,1	12,7
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1756	-7,3	-1,0
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9361	20,5	0,5

*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.