

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

08 Novembre 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## La dette publique française, un actif risqué?

Nous avons débattu de cette question dans le cadre de nos « débats d'experts » en tâchant de nous éclairer à la lumière de l'Histoire. Pour nous aider, M. Patrice Baubeau, maître de conférence à l'Université Paris Nanterre et chercheur à l'IDHES nous accompagnait dans un échange avec Madame Ghislaine Bailly, Présidente de Covéa Finance, et que vous pouvez retrouver intégralement sur notre site internet.

Un premier constat s'impose. La France connaît actuellement un niveau d'endettement très important. Or, les mêmes éléments de mesure avaient valu à la Grèce d'être considérée comme au bord du défaut il y a une dizaine d'années... C'est pourtant une situation qui a de nombreux antécédents historiques et qui a accompagné le développement de nombreux Etats depuis l'Antiquité. Associée à des termes souvent négatifs, la dette peut cependant être vue positivement à travers les investissements productifs — y compris en éducation — qu'elle permet et ses effets bénéfiques sur les générations suivantes. On observe ainsi dans l'Histoire une corrélation entre endettement et richesse des Nations... Cette dette et son ampleur sont d'ailleurs reliées aux différentes missions de l'Etat au fil des siècles et concomitantes aux différentes natures de ce même Etat. Une observation fine de son évolution dans le temps est détaillée dans notre débat.

La dette française, un actif risqué ? La comparaison historique récente de la France et de l'Allemagne montre une communauté de destin en la matière. L'Allemagne a fait défaut après les 2 guerres mondiales, tant auprès de ses épargnants intérieurs (1924 et 1945) que des créanciers étrangers (1931 et 1948/1953). La France, de son côté, a fait de même sur ses épargnants français avec les périodes d'inflation entre 1914 et 1926 et surtout durant la phase d'inflation extrême de 1944 à 1948. Vis-à-vis de ses créanciers étrangers, essentiellement américains, elle ne remboursera pas sa dette en 1931/1935 et bénéficiera des apports en capitaux du prêt-bail puis du plan Marshall. Mais une différence essentielle demeure, la France à l'inverse de l'Allemagne ne verra pas disparaître sa monnaie !

Et l'Etat allemand, et son ordre social encore effectif aujourd'hui, apparaissent bien comme les fruits de la réforme monétaire alliée d'après-guerre et non l'inverse. Une situation de nature à donner à la monnaie (maintenant européenne) et à sa défense un caractère littéralement « constitutionnel » !

**Francis JAISSON**

Directeur général délégué  
en charge de l'ensemble des gestions

### Sommaire

#### Suivi des marchés

Marchés obligataires

Marchés actions

Regard financier & extra-financier

p2

#### Suivi macroéconomique

Etats-Unis

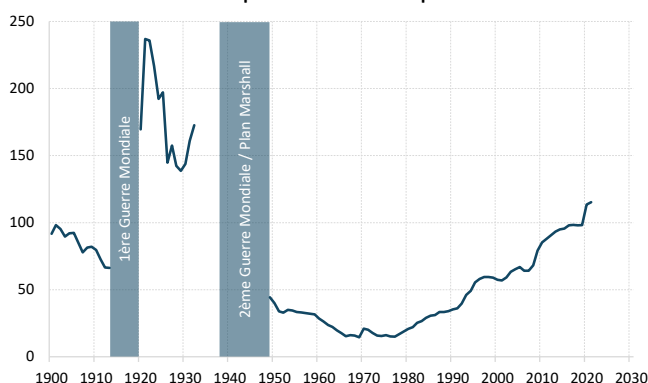
Europe

Asie

p5

### Focus de la semaine

France : Historique de l'endettement public en %PIB



« La dette française, un actif risqué? Ce que nous apprend l'Histoire... »

Sources : FMI, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

Les banques centrales en Australie, au Royaume Uni, ou aux Etats-Unis confirment ne pas se précipiter dans leur resserrement monétaire. Malgré un ensemble de statistiques économiques encourageantes, ces décisions ont brutalement inversé la tendance haussière des taux qui baissent sensiblement dans un mouvement d'aplatissement des courbes, et sur l'ensemble des pays. Par exemple, les taux de l'Etat français à 10 ans et à 30 ans ont diminué de 21 pbs et 11 pbs respectivement pour revenir sur les niveaux de 0.06% et 0.73%, alors que le taux à 2 ans perdait 10 pbs à -0.72%.

L'Italie surperforme sur la semaine, conduisant son taux 10 ans sous 0.90%, en baisse de 0.29%. L'Espagne et le Portugal affichent des taux à 10 ans à 0.40% et 0.31% respectivement en baisse de 21 pbs.

Enfin, aux Etats-Unis le 10 ans est repassé en-dessous de 1.45%.

Dans ce contexte, le marché du crédit continue de performer, aidé par une saison de publications de résultats positifs. Les primes de risque se resserrent, bénéficiant particulièrement au segment du haut rendement.

Les volumes primaires ont nettement rebondi cette semaine, avec 14.4 Md€ émis, et une forte représentation du secteur haut rendement (44% des volumes émis).

## Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) est en hausse de 2,4%. Tous les secteurs affichent une performance positive. A l'image de la semaine précédente ce sont les publications de résultats des entreprises pour le troisième trimestre qui sont à l'origine des principales variations sectorielles observées. Ainsi le secteur de la technologie (+4,9%) creuse à nouveau l'écart avec le reste de la cote, porté par les acteurs du segment des logiciels (Nemetschek +11,4%, Dassault Systèmes +8%) et des semi-conducteurs (STMicroelectronics +7,6%, ASML +5,5%). De la même manière le secteur de la consommation non cyclique (+2,9%) bénéficie de la hausse de près de 20% de Hellofresh, la société allemande, spécialisée dans la livraison de plats à cuisiner à domicile, a en effet relevé ses perspectives de croissance malgré des bases de comparaisons déjà élevées tout en affichant une bonne maîtrise de ses dépenses marketing.

Dans le bas du classement, les services aux collectivités (+0,8%) marquent le pas après leur rebond récent ; comme la sphère des énergies renouvelables après l'avertissement sur ses résultats de Vestas, le producteur danois de turbines pour éoliennes, qui abandonne plus de 24% sur la semaine après avoir fortement revu à la baisse son objectif de marge opérationnelle, subissant de plein fouet la perturbation des chaînes d'approvisionnement et la hausse des coûts matières. L'énergie (+1%) et les matériaux (+0,7%) sont les deux autres secteurs les moins en vue, en cause, la baisse du baril de pétrole sur la semaine et le recul d'ArcelorMittal (-4,5%).

Le secteur de la pharmacie a été particulièrement observé la semaine dernière sur les marchés financiers. En effet, Le laboratoire suisse Novartis a décidé de vendre sa participation historique valorisée à 19 milliards de francs suisses dans son compatriote Roche issue d'une OPA échouée en 2001. Ce dernier a annoncé son souhait d'absorber tout ou partie de ses actions, renforçant ainsi le contrôle de la famille fondatrice (Hoffman-Oeri, La Roche) et offrant une relation des bénéficiaires à tous les actionnaires. Pour Novartis, la question de l'usage de ce trésor de guerre se pose puisqu'il correspond environ à son endettement. La question plus stratégique pourrait relancer les spéculations sur des acquisitions ciblées alors que le Groupe connaît des essoufflements sur son portefeuille de produits. S'est ajoutée en fin de semaine, l'annonce par le laboratoire américain Pfizer de bons résultats sur l'étude du traitement oral pour des patients ayant contracté le COVID, qui a surpris positivement les marchés. En effet, cette annonce intervient 1 an après la découverte du premier vaccin efficace par le même laboratoire pour lutter contre le coronavirus. Ainsi, le secteur pharmaceutique prouve de nouveau son importance dans les questions stratégiques de recherche d'indépendance et sécurité sanitaire.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés Asiatiques

Les marchés asiatiques sont restés stables sur la semaine, avec une surperformance des pays de l'Asie du Nord (Japon, Taiwan), hors Chine. La hausse du marché japonais s'explique par la victoire du parti du nouveau premier ministre japonais, M. Kishida, après que la coalition au pouvoir soit parvenue à conserver une majorité parlementaire lors des élections, avec un nombre de sièges supérieur aux attentes. M. Kishida a notamment déclaré qu'il souhaitait rapidement établir un nouveau plan de relance afin d'accélérer la reprise économique. Il a également exprimé son souhait de faire voter un budget supplémentaire d'ici la fin de l'année 2021. Taiwan progresse notamment grâce à son secteur technologique (fabricants de semi-conducteurs). A l'inverse, Hong Kong est en baisse après le report de la perspective de réouverture des frontières avec la Chine. Le marché chinois est également en baisse après les propos des autorités recommandant aux ménages des achats de précaution pour l'hiver. Ces éléments inquiétants s'ajoutent à la fermeture de quelques écoles en Chine, liée à la propagation du virus. Enfin, le secteur immobilier chinois reste sous pression après le défaut de paiement d'un autre promoteur immobilier, Kaisa, dont la cotation en bourse a été suspendue en fin de semaine.

Parmi les éléments transverses, nous notons que l'association de l'industrie des machines-outils Taiwanais (TAMI) annonce que

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

ses membres vont augmenter les salaires de leurs employés de 4%. D'un point de vue plus microéconomique, les publications de résultats des entreprises font ressortir l'importance des problématiques liées aux chaînes d'approvisionnement: Konica Minolta (solutions d'impression), Toyota Motor (automobile), Daikin (climatiseurs), Asahi Kasei (séparateurs), Shimadzu (matériel d'analyses et de mesures) ont toutes mentionné des ruptures en interne ou chez les clients/fournisseurs ralentissant la production. Enfin, signe de l'important cycle d'investissements en cours, le président du groupe SK (Chey Tae-Won) annonce l'intention d'investir 51 milliards de dollars aux Etats Unis d'ici 2030, essentiellement dans les usines de batteries (à travers des investissements directs et des JV)

## **Marchés Américains**

Nouvelle semaine de forte hausse des marchés américains, qui se traduit par des records quotidiens sur les grands indices. Les marchés ont été portés par des résultats trimestriels, qui même s'ils peuvent mettre en lumière les difficultés d'approvisionnement et de production (et leurs impacts négatifs sur les marges), témoignent néanmoins de la robustesse des chiffres d'affaires et des carnets de commandes. La consommation (tirée par Tesla), la technologie, les matériaux et l'industrie signent les plus fortes progressions, et capitalisent sur l'importance des investissements en cours. A l'inverse, le secteur financier est en repli, pénalisé par le recul des taux longs américains (malgré de bons chiffres sur l'emploi). Le secteur de la santé affiche la plus mauvaise performance de la semaine. Les annonces des laboratoires Merck et Pfizer d'un traitement possible contre le Covid ont entraîné des chutes spectaculaires sur les producteurs de vaccins (Moderna en baisse de 40% sur une semaine), les fabricants de tests et d'équipements de diagnostics.

Cette semaine a de nouveau été marquée par des annonces de revendications salariales importantes (cf focus plus bas sur John Deere). Ainsi, des salariés d'Amazon ont entamé une grève dans plusieurs entrepôts allemands pour obtenir des hausses de salaire et une amélioration des conditions de travail. La compagnie aérienne American Airlines reste confrontée à d'importantes pénuries de main d'œuvre et s'est vue contrainte d'annuler des centaines de vols ces derniers jours.

Par ailleurs, Harley Davidson a bénéficié de la suppression par l'Union européenne des droits de douane punitifs sur les motos et d'autres produits américains suite à l'annonce de l'accord entre Bruxelles et Washington sur la taxation de l'acier et de l'aluminium.

Enfin, cette semaine a été marquée par le « démantèlement » des anciennes gloires de la technologie américaine : Dell a finalisé la scission de sa participation de 81% dans VMware (géant de la virtualisation), dont la valorisation est supérieure à celle de son ancienne maison mère. De son côté IBM a finalisé sa scission en deux entités : Kyndryl (regroupant les activités d'infogérance) et le nouvel IBM qui conserve les métiers en plus forte croissance (Cloud, Intelligence Artificielle...)

## **Focus de la gestion : le rapport de force entre entreprises et salariés est-il en train de changer de camp ? L'exemple du leader mondial des équipements agricoles, John Deere.**

Nos Perspectives Economiques et Financières mettent en avant depuis de nombreux trimestres les problématiques associées aux pénuries de composants et aux difficultés logistiques auxquelles doivent faire face les entreprises. Néanmoins, depuis plusieurs mois, les pénuries sont également en train de voir le jour sur la main d'œuvre, comme ont pu le mettre en avant des sociétés comme Amazon et Walmart (fortes hausses des salaires minimaux). Face à cette course aux recrutements et devant l'ampleur des volontés de changer de travail, l'enjeu de la rétention des salariés est en train de faire basculer le rapport de force au sein des entreprises. L'exemple de John Deere est à ce titre un signal particulièrement important et intéressant à suivre. Alors que le groupe fait face à sa première grève en 35 ans, impactant 14 usines américaines et plus de 10.000 salariés (1/3 du total), le management a rapidement adopté une approche constructive dans ses négociations. Le premier tour de négociations (mi-octobre) s'est soldé par une proposition de hausse de salaires de 5% à 6% immédiatement, puis 3% en 2023 et en 2025, ainsi qu'une amélioration des conditions pour les futurs retraités (maintien d'une assurance santé par exemple). Ces négociations n'ont pas abouti (90% de votes contre) et le management de John Deere a rapidement proposé des conditions plus avantageuses, comprenant notamment 10% de hausse immédiate des salaires, suivi de 2 fois 5% respectivement en 2023 et 2025. Le management a également proposé un bonus immédiat de 8.500 dollars à chaque salarié syndiqué (et ensuite 3% de la rémunération annuelle pour les 3 années suivantes) et des avantages en matière d'assurance santé et de retraites (amélioration des contributions employeurs, notamment pour les jeunes collaborateurs pour les ajuster sur les plus anciens). L'accord, portant sur une période 6 ans, représente un coût supplémentaire pour la société estimé à 3.5 milliards sur la période. Malgré l'obtention d'un avis favorable des représentants syndicaux, cet accord n'a pas obtenu le soutien des salariés syndiqués (55% de votes contre). Le management de John Deere campe désormais sur sa proposition, affirmant que celle-ci est la meilleure offre possible... mais 10 des 14 usines restent aujourd'hui bloquées, pour la troisième semaine consécutive. Nul doute que ces négociations placées sous l'égide du très puissant syndicat UAW -qui peinent néanmoins à convaincre sa base- risquent de faire des émules en 2022. La boucle Prix - Salaire, et donc les conséquences sur le rythme d'inflation, sera au cœur des points de vigilance dans nos réflexions pour 2022.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Le regard de l'analyste

Nous avons évoqué à plusieurs reprises, dans cette publication, l'importance de l'innovation. L'occasion d'approfondir la thématique des brevets, et leur traitement comptable.

En effet, en fonction du référentiel (IFRS, US GAAP...) voire de leur mode d'acquisition (achat, ou développement interne), les impacts des brevets et plus globalement des charges de Recherche & Développement seront sensiblement différents sur le bilan et sur le compte de résultat. Alors que la passation en charge est la norme en US-GAAP, au sein-même des normes IFRS, trois solutions sont possibles : la passation en charge, l'activation optionnelle ou l'activation obligatoire, sachant que la durée et le mode d'amortissement ne sont pas strictement définis et laissent aux sociétés le choix de la solution qui leur paraît la mieux appropriée. L'activation reste obligatoire en cas de forte probabilité de réussite du projet... mais l'estimation de cette probabilité est de la responsabilité de la société et de ses auditeurs. Par ailleurs cette activation n'est possible que si l'on peut évaluer « de façon fiable » son coût de développement, et si l'entreprise a l'intention (et la capacité) d'achever son projet dans le but de l'utiliser ou de le revendre ! Elle fait également l'objet de tests annuels de dépréciation, dépréciations éventuelles qui viendront affecter son résultat net, et par construction appauvrir ses fonds propres. Dans ce cas, plusieurs indices peuvent faire soupçonner une perte de valeur du brevet : son obsolescence, une performance inférieure aux prévisions, l'arrivée sur le marché de produits concurrents, des litiges éventuels etc...

D'où l'importance, en analyse financière et extra-financière, de surveiller ce poste : le nombre de brevets déposés, le nombre de citations des brevets de l'entreprise, les dates éventuelles d'échéances, les moyens qu'elle met en face de ses besoins en Recherche & Développement, moyens financiers mais également humains. Cela conduit par conséquent à examiner le taux de rotation de son personnel qualifié, ses difficultés éventuelles de recrutement, sa politique de rémunération et de formation. Le lieu où sont implantés les centres de R&D est également un élément d'information crucial, dans la mesure où la protection intellectuelle n'est pas garantie, ou tout du moins n'obéit pas aux mêmes règles dans tous les pays. Certaines entreprises vont également toucher des aides de la part d'États, directes sous forme de subventions, ou indirectes sous forme de crédits d'impôts. Il existe aussi des cas où les clients vont co-financer la recherche...

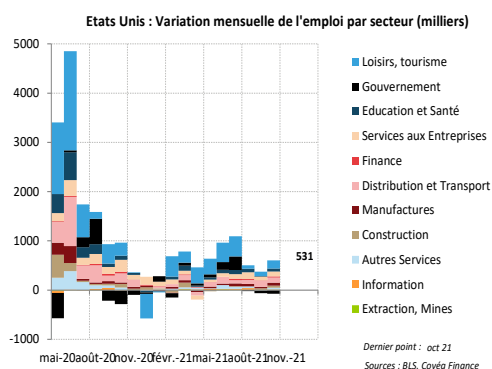
Enfin, d'une façon concrète, est-ce que le chiffre d'affaires de l'entreprise bénéficie de ces dépenses, sont-elles in fine un moteur de sa croissance, et à quel horizon, selon qu'il s'agit de recherche fondamentale ou de recherche appliquée ? Ces dépenses sont-elles comparables au sein de sociétés d'un même secteur d'activité, en quoi diffèrent-elles et en quoi sont-elles le reflet d'une stratégie plus ou moins offensive ? Autant de questions que se posent nos analystes, dans le cadre de leurs travaux, mais aussi des échanges réguliers qu'ils mènent avec les dirigeants des sociétés.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les créations de postes se redressent en octobre »

**Comme attendu, la Réserve Fédérale a amorcé la normalisation de sa politique monétaire lors de sa réunion du 3 novembre, avec l'annonce de la réduction du rythme de ses achats d'actifs.** Le montant mensuel des achats, actuellement de 120 Mds\$, diminuera de 15 Mds\$ par mois à partir de mi-novembre ce qui mènera à la fin du programme d'achat à la mi-juin 2022. Le comité mentionne toutefois qu'il est préparé à ajuster ce rythme en fonction de l'évolution des perspectives économiques. Le taux directeur a par ailleurs été maintenu à son niveau de fourchette entre 0 et 0,25%. Ces décisions ont été prises à l'unanimité. Le changement le plus important apporté au communiqué post-réunion concerne l'inflation et la vision transitoire du FOMC. Alors que le communiqué indiquait précédemment que la hausse de l'inflation était largement due à des facteurs transitoires, il précise désormais que ces facteurs "devraient être transitoires". L'analyse ne change donc fondamentalement pas, mais le risque de prolongement des pressions inflationnistes est pris davantage en compte. Concernant le marché du travail Jerome Powell a réitéré dans les remarques préliminaires à la conférence de presse que le niveau actuel du taux de chômage sous-estime le déficit d'emploi, mais ajouté que la faiblesse du taux de participation « reflète le vieillissement de la population et les départs à la retraite ». Cette mention laisse supposer que la Fed ne s'attend pas à un retour à la situation pré-Covid et que le déficit d'emploi est vraisemblablement plus faible que ce que le seul chiffre du solde net d'emploi suggère. Interrogé sur la possibilité d'atteindre le plein-emploi au second semestre 2022, J. Powell a répondu que si les créations de postes maintiennent le rythme affiché depuis un an (autour de 500 000 postes mensuels), le plein-emploi pourrait être atteint au cours du second semestre 2022. Le rapport d'emploi publié le surlendemain de ces déclarations ne remet pas en cause cette trajectoire.



**Le marché du travail américain a en effet affiché sa vigueur en octobre. Le rapport d'emploi du Bureau des Statistiques du Travail américain fait part de 531 000 créations de postes sur le mois, mais également d'une révision haussière cumulée de 235 000 postes pour les 2 mois précédents.** Avec ces nouvelles estimations à 312 000 emplois en septembre et 483 000 en août, la dynamique récente des créations de postes est nettement plus solide que ce que suggérait le dernier rapport d'emploi. L'emploi dans le secteur privé est encore plus robuste avec 604 000 postes créés en octobre, tandis que l'emploi public se contracte pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif, en lien avec l'éducation. Le dynamisme sur le mois repose notamment sur le rebond du secteur loisirs et tourisme (+164 000), après deux mois pénalisés par la propagation du variant delta. Le commerce et la logistique (+104 000), les services aux entreprises (+100 000) affichent également des gains solides, tout comme le secteur manufacturier (+60 000 après 31 000 en septembre), qui voit les créations de postes dans le secteur

automobile rebondir (+28 000). **Plusieurs facteurs peuvent expliquer cette embellie, à commencer par l'amélioration de la situation sanitaire, mais aussi la fin des indemnités chômage exceptionnelles début septembre,** qui a pu encourager certaines personnes au chômage à retrouver un emploi. Néanmoins le taux de participation à la population active ne progresse pas et reste à un niveau très faible de 61,6%, malgré une baisse du nombre de personnes déclarant ne pas chercher de travail en raison du covid-19 (1,3 millions, contre 1,6 millions en septembre). Cette faiblesse signale qu'une large part de la population en âge de travailler n'est pas encore revenue sur le marché du travail, en dépit de conditions salariales de plus en plus attractives. En effet, au-delà de l'accélération des embauches, **le rapport d'emploi témoigne d'un marché du travail en tension,** à l'image de la baisse du taux de chômage à 4,6% de la population active, et de la progression du salaire horaire (+0,4% en glissement mensuel) qui affiche une croissance annuelle de 4,9%, au plus haut depuis le printemps 2020. Le dynamisme des salaires est assez généralisé, les hausses les plus marquées étant enregistrées dans le transport et la logistique (+1% sur le mois) et dans les loisirs et le tourisme (+1%). Du point de vue de la Réserve Fédérale, l'accélération des créations de postes en octobre sera bien accueillie tant sur le plan de l'objectif de plein emploi, que sur celui de l'inflation car elle pourrait induire une réduction des pressions salariales, tirées ces derniers mois par une offre d'emploi insuffisante. Mais si le taux de participation devait rester durablement bas, la Réserve Fédérale devra se résoudre à ce que le déficit d'emploi (-4,2 millions par rapport au niveau d'avant crise) ne soit jamais résorbé et que le plein emploi soit atteint plus rapidement qu'anticipé, justifiant une normalisation plus rapide de la politique monétaire.

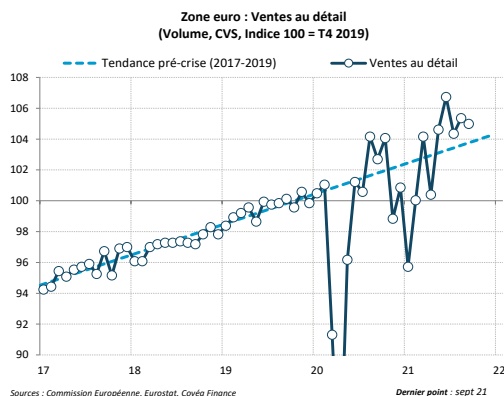
**Du côté des données d'enquête, l'indice ISM services atteint un plus haut historique à 66,7 points** en octobre après 61,9 en septembre, avec une progression marquée des composantes nouvelles commandes, niveau d'activité, mais aussi délais de livraisons : un signal supplémentaire de la persistance des perturbations de la chaîne d'approvisionnement.

**Concernant la politique budgétaire, le plan de 1000 Mds\$ de dépenses d'infrastructures sur 10 ans a été finalement voté à la Chambre des Représentants,** par 228 votes pour (dont 13 Républicains) et 206 votes contre (dont 6 démocrates de l'aile progressiste). Rappelons que sur les 1000 Mds\$ annoncés, seuls 550 Mds\$ consistent en de nouvelles dépenses. Ce texte avait été voté en août par le Sénat et doit maintenant être promulgué par le Président. Si ce vote représente une première victoire pour l'administration Biden, les négociations ne sont pour autant pas terminées. Le parti démocrate n'est en effet pas parvenu à conclure un accord concernant le second plan de relance de 1750 Mds\$ axé sur les dépenses sociales et environnementales. Les Démocrates modérés ont exigé que le *Congressional Budget Office* (organe budgétaire bipartisan du Congrès) publie une estimation du coût du projet de loi, avant de voter ce texte. Le vote devrait intervenir au plus tard la semaine du 15 novembre.

# Suivi Macroéconomique

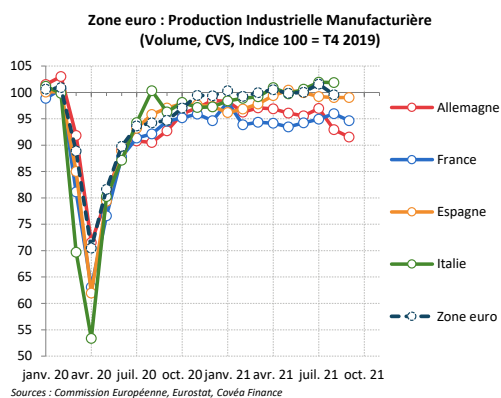
## Europe

« La consommation de biens reste supérieure à sa tendance d'avant-crise »



**La consommation de biens des ménages se replie légèrement au mois de septembre, avec une baisse mensuelle des ventes au détail de 0,3%. Ce recul est toutefois essentiellement attribuable à la contreperformance allemande, où les ventes au détail, plus volatiles qu'ailleurs, reculent de 2,5%, tandis qu'elles progressent dans le reste de la Zone.** Sur le trimestre, les ventes au détail sont en hausse de 0,9%, en ralentissement par rapport au trimestre précédent où elles croissaient de 3,9%. Les ventes restent toutefois supérieures de 5% par rapport au niveau d'avant-crise. Le niveau des ventes au détail apparaît par ailleurs supérieur à la tendance pré-crise, ce qui illustre la modification, a priori exceptionnelle, des habitudes des ménages. Dans ce contexte, le ralentissement de la consommation doit être considéré comme le reflet (1) d'une rotation des biens vers les services et (2) d'une normalisation de l'activité, sur fond d'utilisation progressive des surplus d'épargne accumulés durant la crise.

**La résistance de la consommation en Zone euro au cours des derniers mois reflète en partie la bonne tenue apparente du marché du travail.** Au mois de septembre, le taux de chômage reflue à nouveau et atteint 7,4% de la population active, soit son point le plus bas d'avant-crise. Cette baisse reflète un recul généralisé mais plus marqué en France, où le taux de chômage passe de 8% en août à 7,7% en septembre, un niveau inférieur au plus bas d'avant-crise. Le taux de chômage atteint 9,2% en Italie (-0,1 points de pourcentage), 14,6% en Espagne (-0,2 pp) et reste stable en Allemagne à 3,4%. Les importants dispositifs de chômage partiel mis en place face à la crise semblent avoir limité la détérioration du marché du travail. En septembre, le chômage partiel représentait encore près de 520 000 personnes en France (soit environ 1,7% de l'emploi total) et 700 000 personnes en Allemagne (environ 1,7% de l'emploi et 1,2% de la population active). La fin de ces dispositifs dans la plupart des pays pourrait entraîner une légère hausse du taux de chômage mais aussi permettre une réallocation de la main-d'œuvre vers les secteurs signalant d'importantes difficultés de recrutement.



**Du côté de l'industrie, les données nationales du mois de septembre témoignent des difficultés du secteur face à la perturbation des chaînes de valeur mondiales.** La production industrielle manufacturière s'inscrit ainsi en recul de 1,5% en Allemagne et de 1,4% en France et reste inférieure à son niveau d'avant-crise de 9% et de 5% respectivement. En Espagne, le secteur industriel stagne sur la période et reste inférieur de 1% par rapport au quatrième trimestre 2019. Sur le trimestre, la production industrielle se replie en Allemagne mais progresse légèrement en France et en Espagne. Malgré des commandes relativement bien orientées (les commandes à l'industrie allemande restent supérieures de 11% au niveau d'avant-crise en septembre, portées par la demande étrangère hors zone-euro) et des niveaux de stock très bas, l'industrie reste pénalisée par les contraintes d'offres. On observe ainsi une décorrélation très nette entre les commandes allemandes et la production. Les estimations finales des indicateurs de climat des affaires des directeurs d'achat pour le mois d'octobre (Indice PMI) font ainsi état d'un nouvel allongement des délais de livraisons et

d'une hausse des prix de vente généralisée, y compris dans les services.

**Suite à la réunion de la semaine dernière, les membres du conseil des gouverneurs de la BCE ont multiplié les déclarations visant à limiter les anticipations de hausse de taux en 2022.** Christine Lagarde, la présidente, a répété que, au regard des objectifs de la BCE, les conditions pour une hausse de taux dès l'année prochaine n'étaient pas réunies. Robert Holzmann, considéré comme l'un des membres les plus conservateurs de la BCE, a déclaré qu'une hausse de taux en 2022 pourrait être contre-productive. Le banquier central autrichien note toutefois que l'inflation va ralentir plus lentement que prévu initialement et souligne le niveau d'incertitude entourant l'évolution des contraintes d'approvisionnement. Enfin, R. Holzmann estime que l'inclusion des coûts des logements payés par les propriétaires dans la mesure de l'inflation pourrait augmenter cette dernière de 0,5 point de pourcentage, un chiffre élevé relativement aux autres estimations (qui prévoit plutôt une augmentation de 0,2 à 0,3 point de pourcentage). Dans tous les cas, l'inclusion des coûts des logements payés par les propriétaires reste lointaine : ces derniers ne seraient inclus de manière mensuelle qu'à partir de 2026 selon la BCE.

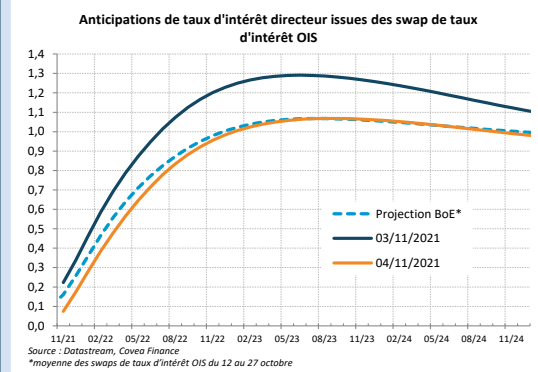
**Sur le plan sanitaire, l'Allemagne est marquée par une très nette remontée des nouveaux cas de Covid-19, qui atteignent un plus haut depuis le début de la pandémie.** Des mesures pourraient être annoncées cette semaine, comme la gratuité des tests et leurs recours plus systématiques. Dans le reste de la Zone euro, le nombre de nouveaux cas remonte aussi légèrement en France et en Italie.

# Suivi Macroéconomique

## Focus : la Banque d'Angleterre maintient le statu quo

**La Banque d'Angleterre (BoE) a laissé sa politique monétaire inchangée à l'issue de la réunion du 3 novembre.**

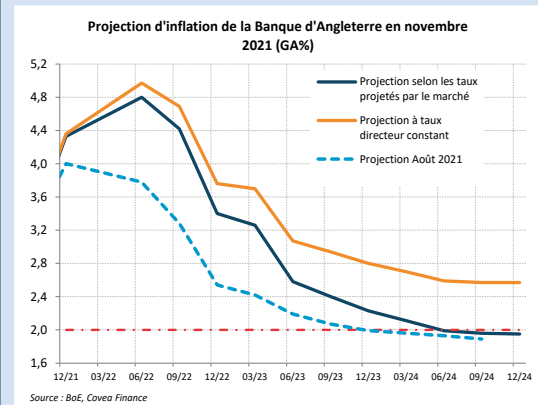
Le taux d'intérêt directeur a été maintenu à son niveau actuel de 0,1%, deux membres ont toutefois voté pour une augmentation de 15 points de base du taux directeur. Le programme d'achat d'actifs (*l'enveloppe de 150 Mds£ annoncée en novembre 2020 et qui sera utilisée dans sa totalité en décembre, portant la taille des actifs détenus par la BoE à 895 Mds£*) a également été inchangé. Trois membres ont néanmoins voté pour une réduction de 20 Mds£ de l'enveloppe. La décision de la Banque d'Angleterre de laisser son taux directeur inchangé a surpris de nombreux intervenants de marché, qui ont jugé que les communications des dernières semaines indiquaient une hausse de taux imminente. A. Bailey avait en effet déclaré que la BoE devait agir pour contenir la hausse de l'inflation qui, bien qu'essentiellement liée à des contraintes d'offre, risquait de désancrer les anticipations d'inflation. Dans ce contexte, les anticipations de taux du marché (*dérivées de la courbe des swaps de taux d'intérêt OIS*) ont fortement augmenté au cours des dernières semaines, avant de se replier suite à la réunion.



**Selon la BoE, il était en effet trop tôt pour augmenter le taux directeur dès novembre, notamment eu égard aux incertitudes entourant le marché du travail britannique.** Bien que ce dernier montre d'importants signes de tensions (*Focus 18/10/21 « Le marché du travail britannique demeure tendu »*), les dernières données disponibles consolidées dont a disposé la BoE pour cette réunion dataient d'août. Or le dispositif de chômage partiel est arrivé à terme en septembre et concernait alors encore 1 million de personnes (*soit 3% des employés britanniques*). La fin de ce dispositif pourrait entraîner une légère hausse du taux de chômage. Les indicateurs avancés (*vacances, difficultés de recrutement*) laissent toutefois penser que la dégradation de l'emploi devrait être bien moins importante qu'initialement prévu. L'institut de statistique britannique (*l'ONS*) note, dans une étude publiée le jour de la réunion, que 87% des employés encore en chômage partiel en septembre ont retrouvé leur emploi au terme du dispositif. Dans ses nouvelles projections, la Banque d'Angleterre estime que le taux de chômage atteindra 4,9% au T4 2021 (*contre 4,4% au T3 2021*) avant de se replier pour atteindre 4,1% mi-2023. La BoE estime par ailleurs que les pressions salariales, en nette augmentation ces derniers mois, devraient progressivement se disparaître à mesure que les frictions liées à la pandémie se dissiperont. Le niveau d'incertitude entourant ces projections est toutefois élevé aussi bien en raison des effets liés à la pandémie qu'à ceux découlant du Brexit.

**Une hausse de taux n'en demeure pas moins imminente, et ce possiblement dès la réunion de décembre, dans un contexte d'intensification des pressions inflationnistes.**

La BoE a ainsi revu à la hausse ses anticipations d'inflation et estime que la croissance annuelle des prix atteindra un pic à 4,8% au T2 2022 sous l'effet de facteurs transitoires. Cette hausse des prix, bien que généralisée, apparaît principalement attribuable à la hausse des tarifs de l'électricité et du gaz, qui interviendra en octobre 2021 et en avril 2022. A moyen terme, la BoE estime que l'inflation refluera pour passer légèrement en-dessous de la cible au T2 2024 sur fond de hausse des taux et de normalisation des contraintes d'approvisionnement. Du côté de la croissance, La Banque d'Angleterre estime que le PIB retrouvera son niveau d'avant-crise au premier trimestre 2022. La BoE revoit à la baisse ses projections de croissance pour 2021 (*à 7,0% contre 7,5% lors des projections d'août dernier*) et en 2022 (*à 5% contre 6% précédemment*). Ces révisions baissières traduisent notamment une croissance de la demande intérieure (*consommation et investissement des entreprises notamment*) moins dynamique qu'anticipé. Enfin, la Banque d'Angleterre estime que la croissance devrait être inférieure à son potentiel d'ici à 2024.



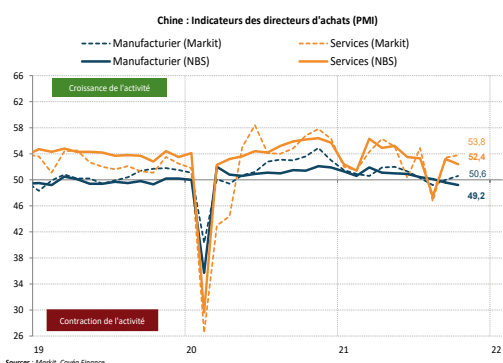
**Au moment de la réalisation du scénario économique, les anticipations de marché sur le taux directeur (intégrées dans les projections de la BoE) indiquaient quatre hausses (dont une de 15 points de base) d'ici au T1 2023, avec un taux directeur qui atteindrait alors 1,0%. En utilisant les anticipations du marché, la BoE fournit une appréciation indirecte du niveau de taux nécessaire à la conduite de son mandat.** A ce titre, le fait que les projections publiées lors de la réunion aboutissent à une inflation légèrement en-dessous de la cible des 2% et à une croissance en deçà de son potentiel suggèrent que la trajectoire de taux des marchés est probablement trop restrictive. Si les anticipations de taux ont reculé suite à la réunion, elles continuent toutefois d'indiquer quatre hausses de taux d'ici à 2023. Les projections réalisées à taux constant (*soit 0,1%*) indiquent que l'inflation atteint un pic de 5,0% au T2 2022 puis reste durablement au-dessus de la cible sur le reste de l'horizon de projection, à 2,6% au T4 2024. Au-delà des anticipations de marché, la BoE insiste également sur les incertitudes entourant l'évolution des prix de l'énergie. Dans son scénario central, la Banque d'Angleterre utilise les contrats futurs sur les prix de l'énergie pour projeter leur évolution à six mois. Au-delà de cet horizon, la BoE fait l'hypothèse que les prix resteront stables. Or, les contrats futurs au-delà de six mois indiquent une poursuite de la baisse des prix de l'énergie. Ainsi, le scénario alternatif produit par la Banque d'Angleterre en utilisant les contrats futurs sur la totalité de l'horizon de projection se traduit par une inflation sensiblement moins élevée, à 1,7% au T4 2023 et au T4 2024 (*contre 2,2% et 1,9% respectivement dans son scénario central*). Ce faisant, la BoE indique donc qu'une augmentation moins importante du taux directeur ne peut être exclue.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La menace pandémique plane toujours sur les perspectives économiques chinoises »

**La situation sanitaire chinoise s'est nettement dégradée au cours des dernières semaines.** Dans l'optique de sa stratégie « zéro cas », le gouvernement a déjà imposé le confinement de plus de 6 millions d'individus, principalement dans les villes de Lanzhou, Ejin et Heihe. Les restrictions se sont également renforcées à Pékin, entre fermetures de lieux touristiques, reports d'événements sportifs et recommandations sur la limitation des déplacements non-essentiels. En outre, la recommandation émise par le gouvernement de s'assurer que les ménages aient des stocks de nourriture suffisants ne rassure pas sur la perspective sanitaire des prochains mois. Ainsi, la menace pandémique reste une des principales incertitudes sur les perspectives économiques chinoises à trois mois du début des jeux olympiques d'hiver 2022 de Pékin.



**En Chine, l'enquête PMI de Caixin rapporte une amélioration de l'activité en octobre contrairement aux signaux prudents de l'enquête du NBS (officielle).** Du côté de l'industrie, l'indice PMI manufacturier Caixin d'octobre augmente en effet de 0,6 point à 50,6 (un plus haut en 4 mois), rapportant ainsi une légère expansion de l'activité sur le mois. Une amélioration qui reflète néanmoins davantage une hausse de la demande, à la fois domestique et à l'exportation, alors que la sous-composante « production » de l'indice est en baisse en lien avec le maintien des contraintes sur l'offre. En revanche, l'indice PMI manufacturier du NBS a baissé de 0,4 point en octobre pour atteindre 49,2, indiquant donc toujours une contraction de l'activité largement généralisée au niveau des sous-composantes de l'indice. Cette opposition s'observe également au niveau des PMI services. Alors que l'enquête de Caixin rapporte une accélération de l'activité (53,8 soit 0,4 pt de plus qu'en septembre), portée par les effets de

la « golden week » en début de mois, l'enquête du NBS décrit un ralentissement sur le mois (à 51,6 soit 0,8 pt de moins qu'en septembre). La contradiction entre les messages rapportés par ces deux enquêtes pourrait refléter (i) le fait que l'indice de Caixin soit relativement plus exposé aux entreprises exportatrices, bénéficiant donc davantage du dynamisme de la demande internationale, alors que l'indice du NBS est relativement plus exposé aux secteurs domestiques et à ses perturbations dont, en particulier, les pénuries d'énergie. (ii) Aussi, ces trajectoires opposées peuvent s'expliquer par le fait que l'enquête Caixin ait été effectuée entre le 12 et le 21 octobre alors que celle du NBS s'effectue plus tard dans le mois, du 22 au 25 octobre. Or, comme la mise en place de nouvelles restrictions sanitaires est surtout intervenue au cours de la seconde moitié du mois, il est probable que les effets de ces contraintes soient davantage visibles au regard de l'enquête du NBS. **Toutefois, les deux enquêtes s'accordent pour rapporter de fortes hausses des prix.** Si ces tensions inflationnistes concernent à la fois les prix payés et les prix facturés par les entreprises, elles sont bien plus vives au niveau des prix payés ce qui implique des pressions à la baisse sur les profits des entreprises. Ces hausses de prix restent particulièrement marquées dans l'industrie mais elles sont également de plus en plus visibles dans les services.

**Au Japon, l'amélioration sanitaire permet le redressement de la consommation.** En effet, les dépenses des ménages ont augmenté de 5% en septembre par rapport au mois d'août (en terme réel), soit la première hausse en cinq mois – l'évolution demeure toutefois négative en glissement annuel (-1,9%). Dans le détail, ce rebond est surtout visible au niveau des dépenses de services (9,7% en glissement mensuel), ce qui renvoie au dynamisme de la restauration, de l'hôtellerie et des transports qui sont les premiers bénéficiaires de l'amélioration sanitaire. Concernant les biens, les dépenses en biens semi-durables (7,9%) et en biens non-durables (1,4%) ont progressé alors que les dépenses en biens durables se contractent drastiquement (-29,5%) sous l'effet des contraintes d'offre qui pénalisent particulièrement le secteur automobile mais aussi celui des meubles et ustensiles ménagers. Si les dépenses en biens durables devraient se maintenir en sous-régime dans les prochains mois, le succès de la campagne de vaccination et la levée des restrictions devraient favoriser la poursuite du redressement de la consommation et ce en particulier dans les services.



# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21	oct.-21	nov.-21	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	10,2	6,9	5,7	4,6			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	9,3	7,4	7,4	6,3			
	Créations / Destructons nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	962	1091	483	312	531		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	20,1	9,9	8,0	0,8			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	3,7	4,0	4,1	4,6	4,9		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,4	5,4	5,3	5,4			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4754,1	4763,2	4750,1	4764,0		
		Taux de chômage (%de la population active)	7,8	7,6	7,5	7,4		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,9	2,2	3,0	3,4	4,1	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	103,7	101,9	99,9	98,8	97,2	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	5,5	0,9	0,8	-0,9		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	26,3	26,3	10,0	9,6		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	20,0	15,7	11,0			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,4	104,2	103,4	99,7		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	4,2	4,6	5,2	6,3	7,8	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	-2,2	-4,3	-5,4	-2,3		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	7,0	4,0	3,9	0,8		
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	27,1	14,2	19,4			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	13,8	7,2	-0,1			
		PMI Manufacturier (Indice)	62,2	60,3	60,9	59,7	61,1	
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	23,3	18,7	16,4			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	10,8	3,3	1,8	1,2		
		PMI Manufacturier (Indice)	60,4	59,0	59,5	58,1	57,4	
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	22,3	16,3	20,7			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	10,3	4,4	3,7			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	8,6	1,2	-0,2	-1,3		
	Asie	Japon	Inflation (prix à la consommation, GA%)	2,5	2,0	3,2	3,1	
Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)			-3,8	1,5	-3,5	-2,0		
Exportations (valeur, CVS, GA%)			47,0	36,7	26,9	12,2		
Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)			0,0	0,6	0,6			
Chine		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-0,4	-0,3	-0,4	0,2		
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	8,3	6,4	5,3	3,1		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	29,4	22,7	16,5	11,4		
		Importations (valeur, NCVS, GA%)	36,9	28,2	33,1	17,6	20,6	
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	12,9	1,5	-1,6	-4,4		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	8,4	9,0	9,7	10,3		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	10,3	7,1	4,6	6,8		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,5	6,5	6,7	7,4	8,1	

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	05/11/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,75	0,25	0,25
		Brésil	2,00	4,25	7,75	5,75	3,50
		Russie	4,25	5,50	7,50	3,25	2,00
		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	1,45	0,54	-0,05
		France OAT	-0,34	0,16	0,06	0,40	-0,09
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,28	0,29	-0,09
		Italie	0,54	0,82	0,88	0,33	0,06
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,85	0,65	0,07
		Japon	0,02	0,06	0,06	0,04	0,00
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,35	0,62	0,27
		Brésil	3,22	3,71	4,60	1,38	0,90
	Russie	6,01	7,09	8,18	2,17	1,08	
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	243,7	-0,20	0,30
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,16	-5,3	-2,9
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-4,1	0,2
		Yen	126,2	131,2	131,2	4,0	0,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1185	8,5	4,8
		Real brésilien	5,2	5,0	5,5	6,6	10,7
		Rouble	74,0	72,3	71,3	-3,7	-1,5
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,5	1,9	1,5
		Yuan	6,5	6,4	6,4	-2,0	0,0
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4698	25,1	11,3
		Japon - Nikkei 300	382	413	429	12,1	3,9
		France - CAC 40	5551	6666	7041	26,8	5,6
		Allemagne - DAX	5954	6653	6784	13,9	2,0
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	156	21,4	4,8
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7304	13,1	2,1
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	2969	5,3	-9,1
		Brésil - Bovespa	119409	128057	104824	-12,2	-18,1
		Russie - MICEX	3275	3819	4175	27,5	9,3
		Inde - SENSEX	47751	52502	60068	25,8	14,4
		Chine - Shanghai	3473	3518	3492	0,5	-0,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	24871	-8,7	-12,5
	MSCI - BRIC	1296	1350	1222	-5,7	-9,4	
	Euro	S&P (€)				32,1	14,5
		Nikkei 300 (€)				7,8	3,9
FTSE 100 (€)					17,9	1,9	
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	553	14,3	-12,6
		Indice CRB**	444	555	568	27,9	2,4
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	83	59,7	13,2
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1817	-4,1	2,4
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9518	22,6	2,2

\*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.