

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

29 Mars 2021

Rédacteurs
Gestion
Recherche Economique

Du pain et la liberté*

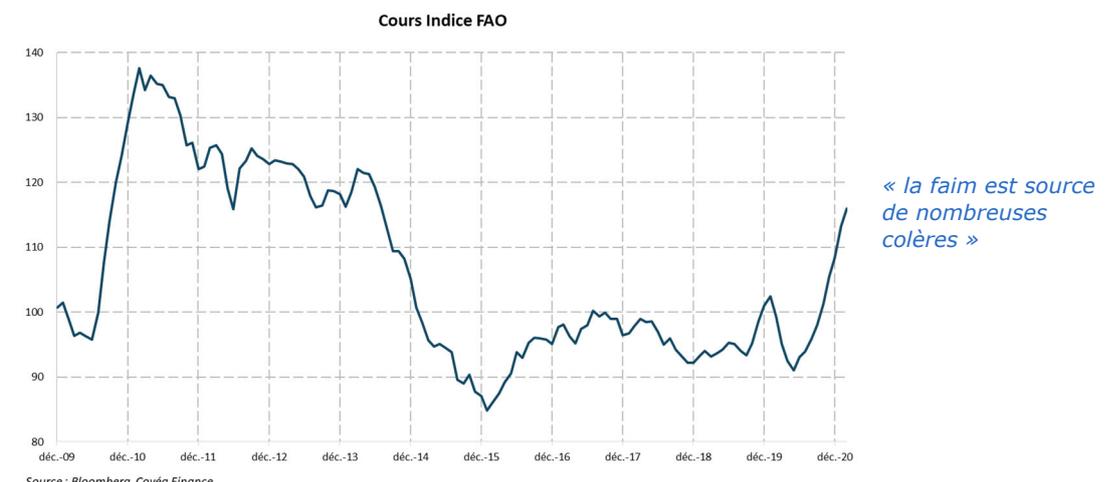
A l'heure où les marchés de taux d'intérêt se crispent sur des anticipations d'inflation, il est à noter une envolée réelle et tangible des prix des produits agricoles. Si l'incidence sur les marchés actions peut sembler très minime compte tenu du poids des intrants de l'agriculture dans les cotes boursières, il n'en demeure pas moins fondamental d'un point de vue géostratégique. La faim est source de nombreuses colères et mère de plusieurs révolutions dans l'Histoire.

Proches de nous, les contestations politiques appelées « printemps arabes » de 2011 et 2012 ont correspondu à des envolés des prix agricoles et à des manifestations populaires contre la cherté des produits de première nécessité. La sécurité alimentaire apparait bien comme un enjeu de souveraineté à l'image de celles de l'énergie ou de certains composants industriels. Certains Etats ont été perçus comme défailants dans la protection sanitaire de leur population et dans leur stratégie vaccinale, pourtant domaine régalién par essence. Il ne survivraient pas tous à une crise alimentaire grave. Or, nous assistons depuis 1 an à la hausse continue de la plupart des composants de l'indice de la FAO (sucre, céréales en tout genre, huiles végétales). Un phénomène entretenu à la fois par des conditions météorologiques défavorables et une demande de la part de la Chine pour nourrir sa population et son cheptel en reconstitution après que sa filière porcine ait été décimée par des épizooties ces 2 dernières années.

L'Histoire intervient aussi, à coté de la Géographie, dans les équilibres de ces marchés. On se souvient que le pan agricole représentait une part significative dans l'accord trouvé entre Américains et Chinois. Le traité de janvier 2020 stipulait que la Chine devait importer 32Mds\$ de produits agricoles supplémentaires par rapport aux niveaux de 2017 d'ici la fin 2021 (+12.5Mds\$ en 2020, +19.5Mds\$ en 2021) soit une cible d'importations de 43.6Mds\$ en fin d'année. Or, malgré l'accélération de ces derniers mois, les achats de produits agricoles chinois ne permettent pas de remplir les attentes officielles. Si la nouvelle administration Biden ne devrait pas assouplir significativement les termes de l'accord, on peut anticiper que la Chine aura pour volonté d'assurer ses engagements sur cette partie de l'accord, quitte à mécontenter ses autres fournisseurs à prix pourtant plus bas (Brésil, Argentine), dans sa volonté de négocier au mieux des aménagements sur le plan de ses approvisionnements technologiques.

* *Cris des émeutiers de 1789*

Focus de la semaine



Sommaire

Suivi des marchés p2
Marchés obligataires
Marchés actions
Regards financiers & extra-financiers

Suivi macroéconomique p4
Etats-Unis
Europe
Asie

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire

À l'heure où le plan de relance européen de 750Md€ risque de subir un nouveau retard dans sa mise en œuvre, à la suite d'un recours auprès de la cour constitutionnelle de Karlsruhe, on assiste à un nouvel accroissement du bilan de la BCE. En effet, au cours des dernières semaines, 2 évènements ont et vont continuer de participer à cette augmentation. D'une part, lors de sa dernière réunion de politique monétaire, le 11 mars dernier, la Banque Centrale européenne, a décidé d'augmenter significativement, au cours du prochain trimestre, le rythme de ses achats dans le cadre de son programme d'urgence face à la pandémie (PEPP) dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement. Ce qui, autrement dit, semble traduire un certain inconfort face à une hausse des rendements souverains pourtant relativement modeste (OAT 10 ans à -0.07% avant la réunion de la BCE, soit une hausse de 27pb depuis le début de l'année). On a pu juger de la mise en œuvre effective de cette décision avec la dernière publication des données hebdomadaires montrant une hausse de près de 50% des achats nets qui sont passés de 14 à 21Md€, au cours de la semaine du 11 au 17 mars. Nous jugerons dès aujourd'hui de l'évolution de cette cadence, avec les nouveaux chiffres pour l'activité de la semaine dernière. Rappelons par ailleurs qu'à côté de ce programme d'urgence, le programme d'achat récurrent (APP) de la BCE se poursuit au rythme de 20Md€ par mois et contribue également à l'accroissement du bilan.

D'autre part, le 18 mars une nouvelle opération de refinancement à très long terme (TLTRO 3) a été réalisée par la BCE et a reçu pas moins de 330Md€ de demandes. Au global, le montant global emprunté par les banques, dans le cadre du TLTRO, s'élève à présent à 2079 Md€, ce qui représente près de 30% du bilan de la BCE et 61% du montant potentiel que les banques peuvent emprunter dans la cadre des limites actuelles (soit 55% du montant des prêts éligibles). L'importance de ce montant interroge. Les banques trouvent-elles là des conditions suffisamment attractives pour envisager une politique de crédit plus généreuse au cours des mois qui viennent, la demande de crédit se renforce-t-elle, ou peuvent-elles envisager d'investir en titres, à des conditions avantageuses, une partie de ces liquidités? Toujours soutenus par les dispositifs gouvernementaux, on note que les volumes de prêts aux entreprises sont repartis modestement à la hausse en février après une baisse en janvier. A suivre.

Les données de demande au TLTRO par pays, qui seront connues ultérieurement, permettront sans doute, de faire une analyse plus fine de l'utilisation de ces liquidités. En tout état de cause, à la différence des Etats-Unis qui peuvent au côté d'une politique monétaire encore accommodante, s'appuyer sur des mesures de relance spectaculaires, l'Europe estime devoir se reposer davantage sur la politique monétaire de la BCE. Son bilan a donc vocation à poursuivre sa croissance sous l'effet des achats d'actifs et des TLTRO à venir.

Actions Europe

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance de 0,7% portés par la publication d'indicateurs économiques avancés (PMI) perçus positivement malgré un contexte de restriction des déplacements dans plusieurs pays européens. Le secteur de la technologie (+4,6%) est le plus recherché par les investisseurs en lien avec les annonces de plans d'investissements dans les semi-conducteurs de la part d'Intel tandis que l'énergie (-1,6%) baisse en raison de la faiblesse du prix du baril depuis ses points hauts. Sur le plan des titres, ASML ressort en tête de classement avec une progression de 11,2% bénéficiant des dépenses en amont sur la chaîne de valeurs des puces électroniques. Par ailleurs, les équipementiers automobiles (Valeo -7,6%, Faurecia -7,6%, Continental -7,4%) sont victimes des interruptions généralisées de la production de véhicules en lien avec la pénurie de semi-conducteurs. En termes géographiques, l'indice néerlandais est en tête de classement avec une progression de 2,2% fort de son ancrage sur la technologie tandis qu'en fin de tableau l'indice portugais abandonne 0,2% en raison de ses expositions sur les valeurs pétrolières. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap maintient son avance (+10,0%) devant le MSCI EMU (7,6%) ou le MSCI Europe (+7,1%).

Nous avons déjà évoqué l'importance de la prise en compte des engagements sociétaux à travers les trois piliers ESG pour les entreprises. Loin est le temps où les marques étaient immunes aux débats environnementaux, sociétaux et de gouvernance. Elles sont désormais sommées de se positionner par rapport à ces enjeux. Par exemple, on se souvient que l'effondrement d'un immeuble contenant plusieurs ateliers de confection au Bangladesh en 2013 avait également jeté le trouble sur les pratiques controversées du secteur du textile. La semaine dernière, les cours de bourse de plusieurs sociétés du secteur de l'habillement et des articles de sport ont été attaqués à l'instar de Nike, Adidas et H&M, à la suite de l'appel au boycott de leurs produits par les autorités chinoises. En effet, ces marques ont indiqué ne plus vouloir s'approvisionner en coton issu du Xinjiang en Chine. Or, le coton chinois couvre environ 20% de la demande mondiale annuelle et près de 85% du coton chinois est produit dans la région du Xinjiang dans la partie occidentale de la Chine. Ces prises de positions de la part de sociétés cotées, relayant l'engagement de l'Association des Industries Textiles quant au respect des principes éthiques dans la production et les droits du travail observés dans le Xinjiang, remontent à quelques semaines voire quelques mois. Ces réactions politiques et médiatiques coïncident avec la dispute diplomatique entre Pékin et les puissances occidentales, suite à la mise au ban de certains dirigeants de la province. L'appel des autorités chinoises au boycott de ces marques constitue un précédent inédit à l'instar des articles du groupe textile suédois H&M. Ce dernier est désormais exclu des grands sites de commerces chinois comme Alibaba et ses magasins n'apparaissent plus sur les principales applications de géolocalisation. L'enjeu dépasse donc largement celui de la chaîne logistique d'approvisionnement en coton du secteur de l'habillement et prend la tournure d'une guerre commerciale. Le chiffre d'affaires réalisé par ces marques en Chine est loin d'être négligeable : Adidas (23%), Nike (19%), Puma (14%), H&M (5%). Les grandes marques sont tiraillées entre la volonté de remplir leurs engagements ESG sans subir des mesures de rétorsions ou se voir accuser de cautionner des pratiques controversées. Elles sont confrontées à un choix cornélien entre hypocrisie ou laissez-faire, en se prononçant en faveur d'une cause jugée légitime au risque de froisser d'autres parties prenantes..

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine



Le regard de l'analyse financière et extra-financière

Centrales à charbon : La fermeture des quatre dernières centrales à charbon situées en France à Cordemais (Loire-Atlantique), Gardanne (Bouches-du-Rhône), Saint-Avoid (Moselle), et au Havre (Seine-Maritime) d'ici à 2022 était une promesse de campagne du Président Emmanuel Macron. Elle a été votée en septembre 2019 dans le cadre du projet de loi relatif à l'énergie et au climat. Sauf que le report de la fermeture de la centrale à charbon de Cordemais, propriété d'EDF est déjà acté. Elle fonctionnera encore au moins à "10% de ses capacités" à partir de 2022 et "jusqu'en 2024 au moins, voire 2026", a confirmé Emmanuelle Wargon, secrétaire d'Etat à la Transition écologique. Ce scénario n'avait pas été exclu par les députés. Ils avaient intégré dans leur projet de loi que Cordemais pourrait produire de l'électricité si la sécurité d'approvisionnement du quart nord-ouest du pays ne pouvait être assurée par d'autres moyens. C'est ce qu'il s'est passé en septembre dernier, contre toute attente, la France a alors dû se résigner à rallumer ses centrales à charbon. Pour ce site, EDF souhaite produire, dès 2022, de l'électricité en mixant 20 % de charbon et 80 % de biomasse fabriquée à partir de granulés de bois issus de déchets d'ameublement ou de construction. Une fois que la centrale fermera définitivement, au plus tard en 2026, l'objectif est de poursuivre la production de granulés de bois. A Gardanne, le « pacte pour la transition écologique et industrielle » signé en décembre 2020 fixe un cadre pour la reconversion de la centrale à charbon, propriété du groupe EPH et vouée à la fermeture définitive en 2022. Dans une zone déjà marquée par la fin des mines de charbon où il était estimé qu'entre 300 et 400 emplois étaient menacés au premier trimestre 2021, le pacte permettra la relance de la centrale biomasse du site fonctionnant au bois. Cependant, la biomasse issue du bois fait l'objet de nombreuses critiques. Récemment un groupe de scientifiques a adressé une lettre au Président américain et à la Présidente de la Commission Européenne pour les mettre en garde sur ce moyen de production d'énergie fortement émetteur de CO2 et consommateur de bois. « Chaque kilowattheure de chaleur ou d'électricité produit en utilisant du bois pourrait probablement ajouter deux à trois fois plus de carbone dans l'air que l'utilisation de combustibles fossiles », précisent-ils.

Pour les deux autres centrales à charbon françaises, au Havre la fermeture est prévue le 31 mars 2021, et celle de Saint-Avoid doit fermer au deuxième trimestre 2022 pour se reconvertir dans la production d'hydrogène renouvelable.

Actions Internationales

Marchés Asiatiques

En Asie, les marchés ont affiché des performances contrastées sur la semaine. La hausse du marché australien est tirée par les valeurs bancaires et les minières, tandis que le marché thaïlandais est tiré par l'annonce du gouvernement d'un allègement de la quarantaine en 3 phases dès le 1^{er} avril, donnant l'espoir d'un retour progressif à la normale. La baisse du Japon s'explique essentiellement par les prises de profits notamment sur les valeurs de croissance et ce malgré de nouveaux achats de la part de la Banque du Japon (50 mds JPY le 22/03/21 et 70 mds JPY le 24/03/21). Taiwan et la Corée du Sud ont, eux, profité des perturbations en cours sur la chaîne de valeurs des semi-conducteurs. Spécifiquement sur cette chaîne de valeurs, plusieurs nouvelles sont venues alimenter les risques au cours des derniers jours (pénurie d'eau à Taiwan, incendie chez Renesas, pénurie d'emballage de substrats) et devraient entraîner une prolongation, voire des extensions de fermetures d'usines automobiles (en témoigne encore les annonces de Hyundai et Ford cette semaine). Finalement, la baisse du marché chinois s'explique par la pression des régulateurs sur les géants de l'Internet et sur le marché immobilier.

Sur les éléments spécifiques sur le marché Chinois, nous notons qu'avant de se reprendre lors des deux dernières séances, le CSI 300 (indice composé de près de 300 valeurs classe A cotées sur les bourses de Shenzhen et Shanghai), affichait une baisse de près de 18% par rapport à ses plus hauts touchés en février dernier. Ce mouvement passé quasiment inaperçu a la particularité de se passer dans une indifférence quasi générale et avec la bénédiction d'un gouvernement central dont la maîtrise et le contrôle de ces marchés financiers a pris le pas sur un développement tout azimut. Cette volonté se traduit par deux mouvements majeurs qui affectent les marchés actions. D'une part, une volonté de réguler ce que Xi a appelé « les économies de plate-forme », comprenant notamment les géants de la téléphonie mobile et de l'Internet qui offrent des services divers tels que Didi Chuxing (géant de la livraison de nourriture), ou les leaders du commerce électronique comme JD.com et Pinduoduo. On ne parle plus uniquement de Tencent ou d'Alibaba, mais de tous les acteurs qui ont fait le succès des marchés actions chinois. La reprise en main risque de passer par un contrôle plus ferme des activités et une réglementation accrue de ces plateformes, dont nous avons déjà évoqué les risques au cours des dernières semaines (attente de la mise en place d'une réglementation anti-monopole pour septembre). D'autre part, le gouvernement central semble également vouloir faire preuve de plus de fermeté dans le contrôle des risques d'une bulle immobilière en imposant des conditions prudentielles drastiques aux établissements financiers trop exposés au goût du régulateur. Plus de contrôle d'un côté et moins de sauvetage de l'autre, envoyant indirectement le message d'un besoin d'assainissement du système, au même titre que ce que nous avons pu voir en 2019 avec l'acceptation du défaut de certaines banques (Baoshang Bank, Heng Feng...). Cette semaine, le défaut du promoteur immobilier Yuzhou Group Holdings rappelle que le nettoyage en cours du secteur poursuit son chemin, avec la bénédiction de l'Etat.

De manière générale, on note toujours de vives tensions politiques et géopolitiques, avec notamment la menace d'expulsion des actions chinoises des bourses américaines. Dans un communiqué publié par la SEC, le gendarme de la bourse américaine a confirmé qu'il allait prendre des mesures pour obliger les entreprises à permettre aux inspecteurs américains de réaliser leurs audits financiers. La sanction pour non-conformité, telle que stipulée par la loi approuvée par le Congrès en décembre, est le retrait de la Bourse de New York ou du Nasdaq. Enfin, la loi exige aussi que les entreprises révèlent si elles sont sous le contrôle d'un gouvernement.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Par ailleurs, le ton monte encore d'un cran autour des sujets liés aux droits de l'homme dans la province du Xinjiang. Les Etats-Unis, l'Union européenne, le Canada et la Grande-Bretagne ont imposé des sanctions contre des responsables chinois pour atteintes aux droits de l'homme, tandis que la Chine a sanctionné de son côté quatre entités et neuf individus britanniques, les accusant de « répandre des mensonges » sur la région. Les personnes sous le coup de ces sanctions, comme l'ancien chef du Parti conservateur britannique Ian Duncan Smith, et les membres de leurs familles, sont interdits d'entrée sur le territoire chinois, a déclaré le ministère. « La Chine est déterminée à préserver sa souveraineté nationale, sa sécurité et ses intérêts de développement ». Elle met en garde la Grande-Bretagne de ne pas s'engager « sur le mauvais chemin », a prévenu le gouvernement. Ces tensions ont également eu des répercussions au niveau des valeurs, à l'image de Nike ou H&M qui sont devenues la cible des médias sociaux chinois pour leurs positions sur le coton venant du Xinjiang.

Marchés Américains

Suite à la forte hausse en fin de semaine, les indices S&P 500 et Dow Jones terminent proches de leurs records historiques. Le président de la Fed, Jerome Powell, et la secrétaire au Trésor, Janet Yellen, ont présenté une vision optimiste de la reprise au cours de témoignages conjoints au Capitole et continuent de privilégier des taux d'intérêt très bas. Sur le plan politique, les démocrates de la Chambre des Représentants et la Maison Blanche semblent prêts à s'engager en faveur d'un plan ambitieux de rénovation des infrastructures américaines et Joe Biden apportera les détails de sa version le 31 mars prochain. Plusieurs médias ont indiqué que ce plan pourrait atteindre \$3,000 à \$4,000 milliards avec un financement partiellement assuré par des hausses d'impôts. En outre, il pourrait aussi inclure un certain nombre de propositions du programme électoral du nouveau Président, comme l'extension de la couverture médicale, des formules de réduction du prix des médicaments et des mesures en faveur de l'immigration. Sur le plan sanitaire, Joe Biden a doublé l'objectif du nombre total de personnes vaccinées à fin avril : 200 millions contre un objectif initial de 100 millions (déjà atteint mi-mars).

Au niveau des performances, les valeurs les plus sensibles à la réouverture économique ont subi de fortes prises de bénéfices, notamment dans le secteur de la consommation discrétionnaire (automobile, hôtels, croisiéristes). S'agissant du secteur financier, après quelques prises de bénéfices en début de semaine (les banques en particulier souffert de la fin d'une exemption favorable dans le calcul du ratio de levier), les banques ont terminé en hausse après que la Fed ait indiqué qu'elle allait permettre des hausses de dividendes et des rachats d'actions après les résultats des prochains tests de résistance, attendus en juin. Par ailleurs, sur la semaine, nous constatons un repli marqué des valeurs de média, que nous relierions à des prises excessives de risques de certains fonds (Archegos), dont les positions ont été saisies par les intermédiaires financiers et vendues en urgence dans les séances de jeudi et vendredi (20 milliards de ventes forcées sur des titres tels que Viacom, Discovery, mais également les valeurs internet Chinoises telles que Baidu). Les ventes forcées font remonter d'importantes pertes chez certains intermédiaires financiers, tels que Nomura et Crédit Suisse, en attendant d'en savoir plus pour les contreparties américaines (Morgan Stanley et Goldman Sachs).



Le regard de l'analyse financière et extra-financière

Le E-Commerce : Après la publicité, le greenwashing sévit sur les sites de commerce en ligne qui ont le vent en poupe avec les restrictions sanitaires. Selon une analyse de la Commission Européenne, "la moitié des allégations environnementales ne sont pas étayées par des preuves". En effet, 42% des 344 allégations environnementales analysées sur les sites de e-commerce sont exagérées, fausses ou fallacieuses selon le rapport de la Commission Européenne. Ce type d'allégation peut être considéré comme "une pratique commerciale déloyale en vertu de la directive sur les pratiques commerciales déloyales", rappelle la Commission. Les entreprises pointées du doigt (mais non nommées) par l'enquête devraient d'ailleurs se voir rappeler à l'ordre par les autorités des pays dans lesquelles elles opèrent. Dans un premier temps, celles-ci vont demander aux entreprises de corriger leurs arguments et d'être plus transparentes sur leurs allégations.

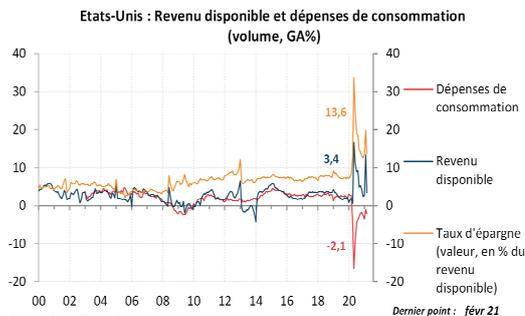
"L'écoblanchiment a pris de l'ampleur car les consommateurs cherchent de plus en plus à acheter des produits respectueux de l'environnement", estime la Commission. Pour briser la dynamique, elle compte utiliser l'étude comme argument de poids lors du lancement des nouvelles réglementations déjà prévues sur le sujet. Une proposition législative est sur la table pour mieux informer le consommateur et ainsi lui permettre d'agir sur la transition écologique. Une autre vise spécifiquement les allégations environnementales des entreprises pour les obliger à utiliser des méthodologies référentes sur l'impact environnemental par exemple."

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les intempéries perturbent la lecture des données d'activité de février »

Les statistiques économiques publiées cette semaine confirment l'affaiblissement de l'activité au mois de février. Une modération, dont la lecture et l'interprétation sont toutefois rendues difficiles par les tempêtes de neige qui ont touché le sud du pays. Au-delà des intempéries, les données de février pour la consommation sont également pénalisées par un effet de balancier défavorable suite à un mois de janvier exceptionnel, dopé aux aides gouvernementales. Le revenu des ménages américains enregistre ainsi un net recul en février (-7,1% en glissement mensuel), en contrecoup des envois de chèques de 600\$ mis en œuvre en janvier par le gouvernement fédéral. Les transferts sociaux qui avaient bondi de 52% en janvier se contractent ainsi de 27% en février. En rythme annuel, les transferts sociaux affichent toujours une croissance de plus de 30%, signe que le soutien gouvernemental reste conséquent notamment au travers des indemnités chômage exceptionnelles. Le taux d'épargne reflue de 19,8% à 13,6% du revenu disponible, un niveau qui demeure très supérieur aux standards d'avant crise (7,5% en 2019). Du côté des dépenses, les ménages ont freiné les achats après un mois de janvier soutenu par les aides au revenu : la consommation recule de 1,2% en volume (+3% en janvier), avec un effet de ciseaux plus marqué pour les biens durables qui avaient fait l'objet de dépenses importantes en janvier.



Le dernier point : févr 21

biens durables qui avaient fait l'objet de dépenses importantes en janvier.

Dans l'immobilier, les ventes de logements anciens reculent de 6,6% en glissement mensuel en février, tandis que sur le marché du neuf la baisse atteint -18%. Si cette faiblesse est probablement accentuée par les intempéries, elle n'est toutefois pas circonscrite aux régions touchées. Ainsi, **après une année 2020 exceptionnelle, on pourrait assister à une modération du dynamisme de l'immobilier résidentiel en ce début d'année, probablement en lien avec l'inflexion haussière observée sur les taux hypothécaires.**

Dans l'industrie, les commandes de biens durables témoignent également de la modération de l'activité en février. Le recul mensuel atteint -1,1% sur le mois, après 9 mois consécutifs de progression. La faiblesse est généralisée, avec des replis de -1,6% dans les équipements de transport, -0,6% dans les machines, et -0,5% dans l'informatique et l'électronique. Le Texas, touché par des tempêtes de neige exceptionnelles, représente 10% de la production manufacturière américaine, ce qui incite à ne pas sur-interpréter cette inflexion baissière. En rythme annuel, les commandes de biens durables restent en croissance de 3,2%.

Dans la foulée du plan de soutien de 1900 Mds\$ voté début mars, **l'administration Biden serait actuellement en préparation d'un ensemble de nouvelles dépenses pour un montant proche de 3000 Mds\$.** Une première proposition serait centrée sur les dépenses d'infrastructures, notamment routières, et inclurait des initiatives pour le climat, ce qui reprend les contours du plan « *Build Back Better* » publié durant la campagne présidentielle. Ce projet devrait être officiellement dévoilé par le Président Biden ce mercredi. Une seconde proposition concernerait l'éducation de la petite enfance, et des dispositions pour les familles. L'augmentation du crédit d'impôt pour enfant, qui faisait partie du plan voté début mars, et qui doit expirer au bout d'un an, pourrait ainsi être prolongée. De nombreux arbitrages n'ont pas encore été rendus, et Joe Biden devra notamment décider de la stratégie à adopter vis-à-vis des Républicains au Congrès pour faire avancer ces mesures. La question du financement de ces dépenses doit également être traitée. **Le Secrétaire au Trésor Janet Yellen n'a pas caché lors de son audition au Congrès cette semaine, que des augmentations de la fiscalité pour les entreprises et les ménages les plus aisés étaient une solution envisagée,** tout en soulignant qu'elles n'interviendraient pas tant que l'économie américaine ne sera pas remise sur pied.

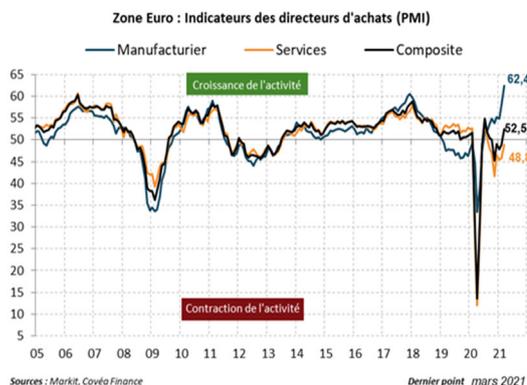
Europe

« Les tensions montent entre l'UE et son premier partenaire économique, la Chine »

Les **indicateurs de climat des affaires publiés sur la semaine décrivent une nette amélioration du climat des affaires en mars.** Cette hausse apparaît principalement attribuable au dynamisme du secteur manufacturier, qui profite d'une demande mondiale dynamique, tandis que l'amélioration du secteur des services (hors distribution) et de la confiance des consommateurs est moins importante. Cette meilleure orientation doit par ailleurs être relativisée dans la mesure où la plupart de ces enquêtes ne prennent pas en compte, ou seulement partiellement, le durcissement des mesures de restriction sanitaires annoncées en France (depuis le 20 mars) et en Allemagne (extension du confinement jusqu'au 18 avril annoncée le 22 mars).

Ainsi, selon l'estimation préliminaire, l'indicateur PMI composite, qui reflète l'évolution de l'activité du secteur privé, repasse en territoire d'expansion pour atteindre 52,5 points (contre 48,8 en février, 50 étant le seuil séparant la contraction de la croissance). Par pays, l'amélioration semble généralisée mais c'est principalement l'Allemagne, avec un gain de 6 points pour atteindre 57, qui tire la dynamique sur la période. La France reste, pour sa part, sous la barre des 50. Par secteur, l'indicateur PMI de la production manufacturière enregistre une très nette amélioration et atteint, à

Suivi Macroéconomique



63 points, un plus haut historique depuis le début de la série. Les sous-composantes de l'indicateur indiquent une demande qui reste très soutenue, avec une augmentation des nouvelles commandes, notamment en provenance d'Asie. Le secteur manufacturier continue par ailleurs à faire face à d'importantes perturbations des chaînes de valeurs qui induisent une forte hausse des délais de livraison et des coûts. La hausse des prix des intrants se poursuit et se répercute sur les prix des ventes, les composantes correspondantes atteignent un plus haut depuis 10 ans. Du côté des services (hors distribution), la hausse est moins importante. Le secteur devrait par ailleurs faire les frais des nouvelles mesures sanitaires. **Enfin, l'indice de confiance des consommateurs de la Commission Européenne enregistre lui aussi une nette augmentation sur le mois.** Avec un gain de 3 points, il s'approche, pour la première fois depuis le début de la crise, de sa moyenne de long terme. Il reste néanmoins en-deçà de son niveau d'avant crise.

Le crédit au secteur privé continue d'indiquer un dynamisme moins marqué début 2021. En effet, la croissance des prêts bancaires au secteur privé est restée stable à 4,4% en glissement annuel en février. Comme en janvier, ce rythme traduit un certain essoufflement par rapport à la forte dynamique de 2020 (4,7% en décembre dernier). Les prêts aux ménages ont continué de ralentir légèrement en février à 3,2% (contre 3,3% en janvier) en lien avec une contraction encore plus marquée des crédits à la consommation alors que les crédits immobiliers sont restés stables. Du côté des entreprises non-financières, on note toutefois une légère accélération des prêts à 6,3% (contre 6,2% en janvier) mais cette dynamique reste inférieure aux points haut de 2020. Ces données restent marquées par une forte hétérogénéité géographique avec un crédit au secteur privé qui reste très dynamique en France et, dans une moindre mesure en Allemagne, alors que l'Espagne et surtout l'Italie enregistrent des progressions bien moins marquées. S'agissant de la dynamique des dépôts des institutions monétaires et financières, les dépôts des ménages enregistrent une croissance historique de 9,4% en glissement annuel en février alors que les entreprises non-financières enregistrent un ralentissement à 20,7% après le record de janvier (21,3%). Dans ce contexte, la croissance de la masse monétaire se maintient à des niveaux historiques malgré un ralentissement de l'agrégat M3 (12,3%) qui reste principalement tiré par la croissance de M1 (16,4%).

La ratification du plan de relance de l'Union Européenne (750 Mds€ dont 312,5 Mds€ de subventions) rencontre des perturbations en Allemagne et en Pologne. Malgré le vote des deux chambres parlementaires allemandes en faveur de la décision de ressource propre (qui doit être adoptée par tous les Etats membres pour permettre à l'UE de s'endetter pour financer le plan de relance), la Cour constitutionnelle allemande a suspendu cette ratification dans l'attente de se prononcer sur un recours initié par un groupe de 2 200 citoyens considérant que la mise en place d'une dette commune à l'échelle de l'UE rentrerait en contradiction avec les cadres législatifs allemand et européen. En Pologne, la question de la ratification de la décision de ressource propre divise au sein de la coalition gouvernementale où le parti *Pologne Uni*, qui est le partenaire mineur du parti *Droit et justice*, a annoncé qu'il ne votera pas en faveur de ce plan. En plus de la perspective d'un endettement à l'échelle de l'UE, le parti s'oppose au mécanisme de conditionnalité de versement des fonds au respect de l'Etat de droit qui était déjà un sujet de tension entre les Etats membres fin 2020. Un rejet de la décision de ressource propre reste toutefois peu probable en Pologne dans la mesure où le parti d'opposition de gauche s'est déjà prononcé en faveur du plan.

Sur le plan international, la semaine a été marquée par la montée des tensions entre l'UE et la Chine. Ces hostilités contribuent à la montée structurelle des tensions géopolitiques, documentées dans nos Perspectives Economiques et Financières, qui constituent une fragilité majeure dans un contexte de forte interdépendance économique. L'UE a annoncé le 22 mars des sanctions sous la forme d'interdictions de voyager et de gels d'actifs de quatre fonctionnaires et d'une organisation chinoises en raison des persécutions et des internements des Ouïghours dans la région du Xinjiang – les premières sanctions imposées à la Chine par l'UE depuis les événements de Tiananmen en 1989. Des mesures similaires ont également été prises par les Etats-Unis, le Canada et le Royaume-Uni. Le ministère chinois des affaires étrangères, considérant que ces sanctions sont infondées, a immédiatement répondu en imposant des interdictions de voyager à dix individus dont cinq parlementaires européens ainsi que quatre entités de l'UE. Ainsi, l'accord bilatéral d'investissement entre l'UE et la Chine – sur lequel les deux partis étaient arrivés à un accord de principe fin 2020 après 7 ans de négociations et qui devrait être ratifié au premier semestre 2022 – pourrait être mis en péril par ces événements. Le Parlement européen a en effet déjà fait savoir que la ratification de l'accord était impossible tant que des députés européens feront l'objet de sanctions. Cet accord devait pourtant approfondir les relations économiques entre les deux zones et visait l'établissement d'un cadre réglementaire jugée robuste et la réciprocité d'accès aux marchés pour les entreprises pour une concurrence plus juste.

Au Royaume-Uni, l'indicateur PMI composite enregistre une très nette progression, passant de 49,9 à 56,6. L'indice PMI sur la production manufacturière gagne 5 points pour atteindre 55,6, tandis que l'indice d'activité des services augmente de 7 points, à 56,8. Cette forte augmentation traduit, pour partie, un retour à la normal du secteur manufacturier après les fortes perturbations liées au Brexit. L'industrie britannique fait toutefois, à l'instar de la Zone euro, face aux mêmes problèmes d'approvisionnement et de pénuries. L'amélioration enregistrée du côté des services (hors distribution) semble attribuable à une amélioration de la confiance de consommateurs, sur fond de campagne de vaccination bien avancée et de promesses de réouverture de l'économie. **Du côté du marché du travail, le taux de chômage enregistre une légère baisse au mois de janvier (-0,1 pt) à 5,0% (contre un plus bas 3,7% en mai 2019).** Les dispositifs de chômage partiel, qui ont été prolongés jusqu'en septembre 2021, continue de limiter la dégradation du marché du travail. En ce qui concerne les prix, **l'inflation ralentit pour atteindre 0,4% en février (contre 0,7% en janvier).** Cette baisse est liée à la composante habillement, qui tire fortement à la baisse l'inflation en raison du décalage de certaines soldes. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente passe de 1,4% à 0,9% sur la même période. A moyen terme, on peut toutefois attendre une hausse des pressions

Suivi Macroéconomique

inflationnistes en lien avec les effets de base sur les prix du pétrole. **Enfin, les tensions entre l'Union Européenne et le Royaume-Uni autour de la distribution des vaccins se sont poursuivies.** L'Union Européenne a ainsi annoncé un renforcement du contrôle des exportations de vaccins contre le Covid-19, ce qui pourrait permettre aux pays membres de bloquer les exportations au cours des mois à venir.

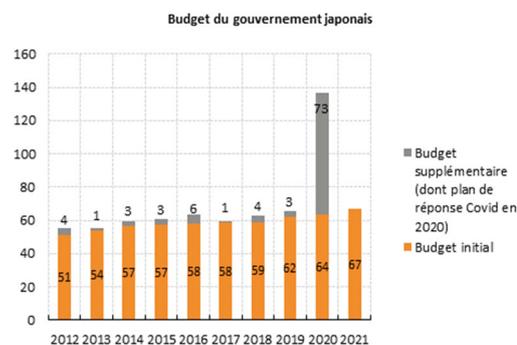
Asie

« Les tensions sur l'offre s'accroissent au mois de mars pour l'industrie japonaise »

Au Japon, les enquêtes PMI préliminaires pour le mois de mars témoignent d'une poursuite de la contraction de l'activité dans le secteur privé, liée principalement aux difficultés du secteur des services, dans un contexte d'état d'urgence sanitaire. L'indice PMI composite demeure ainsi en territoire négatif à 48,3 points, un niveau quasiment stable après 48,2 points en février. Dans le secteur manufacturier, l'indice PMI suggère le maintien d'une activité dynamique, avec un indice à 52 points, en hausse pour le deuxième mois consécutif après 51,4 points en février. Les entreprises font part d'une accélération des commandes, à la fois au niveau intérieur et à l'exportation. De façon notable, les prix des intrants sont à leur plus haut niveau depuis plus de 2 ans, reflétant la hausse du prix des matières premières et les tensions sur l'offre dans le secteur des semi-conducteurs. Ces tensions sont également visibles dans les délais de livraison des fournisseurs, en forte hausse en mars. Elles sont de nature à fortement s'accroître dans les mois à venir du fait d'un incendie majeur dans l'une des usines du fabricant de semi-conducteurs japonais Renesas, qui est le principal fournisseur des constructeurs automobiles japonais ainsi que du coréen Hyundai. L'usine, qui représente 30 % de la production de l'entreprise, pourrait avoir besoin de plusieurs mois avant d'être de nouveau opérationnelle, avec un impact substantiel sur la production automobile dans l'intervalle, surtout étant donné les tensions d'offre préexistantes au niveau mondial sur ce secteur. Dans le secteur des services, le PMI n'enregistre qu'une légère progression et demeure en territoire fermement négatif à 46,5 points, après 46,2 points en février, reflétant l'impact persistant de la situation sanitaire, dans la mesure où l'état d'urgence n'a été levé à Tokyo et dans les préfectures voisines que cette semaine.

La chambre haute du Parlement japonais a approuvé un budget d'un montant de 976 Mds \$ pour l'année fiscale 2021 qui débute en avril. Ce budget est en hausse de +5,7% par rapport au budget initial de l'année précédente, excluant les trois budgets supplémentaires liés à la crise Covid d'un montant total de plus de 600 Mds \$. Le budget pour l'année fiscale 2021 inclut 45 Md\$ de fonds d'urgence Covid-19 destinés à financer de nouvelles mesures de soutien à l'économie pour les secteurs affectés par la situation sanitaire. Ce montant reste toutefois faible au regard du montant des budgets supplémentaires déployés lors de l'année fiscale 2020, laissant ouverte la possibilité d'un budget supplémentaire dans

les mois à venir si la situation sanitaire continue de pénaliser l'activité. En dehors des fonds d'urgence dédiés au Covid, la hausse du budget par rapport au budget initial de l'année fiscale 2020 s'explique principalement par une hausse des dépenses de sécurité sociale, en lien avec le vieillissement de la population, ainsi qu'un accroissement du budget consacré à la défense.



Source : Ministry of Finance Japan ; Covéa Finance

Les prix à la consommation à Tokyo, un indicateur avancé de l'inflation au niveau national, ont enregistré un léger regain. L'inflation sous-jacente hors énergie et produits frais s'établit à +0,3% en glissement annuel au mois de mars à Tokyo, en accélération après +0,2% en février, reflétant la reprise de la demande malgré le maintien de l'état d'urgence dans la capitale japonaise en mars. L'inflation devrait toutefois être pénalisée dans les mois à venir par une réduction du prix des abonnements mobiles et par la probable reprise, tandis que le programme « Go To Travel », une initiative gouvernementale offrant des réductions sur les dépenses liées au tourisme, pourrait reprendre à partir du mois de juin. **Les négociations salariales**

annuelles entre syndicats et patronat se sont par ailleurs traduites par une hausse des salaires de 1,81% en moyenne, après 1,91% en 2020, soit le niveau le plus faible depuis que Shinzo Abe a redonné du poids à cette échéance annuelle en 2014. Cette relative modération des salaires devrait exercer une pression baissière sur l'inflation en 2021, mais a néanmoins été accueilli favorablement par les syndicats, étant donné que le ralentissement des salaires demeure relativement mineur au regard de l'impact de la pandémie sur les profits des entreprises japonaises.

En Corée, l'Assemblée a approuvé le projet de budget supplémentaire du gouvernement, d'un montant de 13 Mds \$ (0,7% du PIB). Comme pour les trois budgets supplémentaires mis en œuvre en 2020, ce budget vise à atténuer l'impact de la pandémie sur l'économie et l'emploi. La moitié de ces fonds prendra la forme d'aides financières pour les petites entreprises mises en difficulté par les mesures de distanciation sociale imposées après le regain du nombre de cas en décembre, tandis que 4 Mds \$ seront utilisées pour des dépenses médicales, en lien notamment avec l'achat de vaccins. Ce budget supplémentaire vient compléter un budget initial pour l'année 2021 déjà expansionniste, en hausse de 8,9% par rapport au budget initial de l'année 2020. Ce budget supplémentaire répond à une forte demande politique, dans un contexte de difficultés sociales accrues après la troisième vague épidémique et à l'approche des échéances électorales du 7 avril, notamment pour la mairie de Séoul. En parallèle, **l'indice de confiance des consommateurs a quasiment retrouvé en mars son niveau pré crise,** s'établissant à 100,5 points (+3 points par rapport en février), en lien avec l'annonce d'un budget supplémentaire et avec début de la campagne de vaccination.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		oct.-20	nov.-20	déc.-20	janv.-21	févr.-21	mars-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,8	-4,8	-3,5	-2,0	-4,2			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-1,9	-2,6	-3,5	-1,0	-2,1			
	Créations / Destructions nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	680	264	-306	166	379			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-3,2	-2,7	-0,8	-0,1				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,5	4,5	5,5	5,3	5,3			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,2	1,2	1,4	1,4	1,7			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4732,2	4742,3	4710,1	4713,3	4725,0		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,4	8,1	8,1	8,1			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	-0,3	-0,3	0,9	0,9		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (Indice)	98,6	97,1	98,6	95,9	99,8	104,4	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	8,7	9,2	1,6	-6,3			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	2,6	6,8	6,0	2,4			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-6,9	-3,4	-3,0	-1,9			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	97,3	96,3	97,6	97,6	99,1		
		Climat dans le secteur de la construction (Indice)	-15,6	-16,3	-16,6	-13,8	-12,2		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	3,6	-15,6	3,6	0,0			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,5	-4,9	-3,2	-0,2			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-9,7	-6,8	-6,4	-1,1			
	Italie	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,2	-4,2	-1,3	-2,9			
		PMI Manufacturier (Indice)	53,8	51,5	52,8	55,1	56,9		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-7,2	3,0	-3,7	-1,7			
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,8	-4,2	-1,5	-2,2			
		PMI Manufacturier (Indice)	52,5	49,8	51,0	49,3	52,9		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-4,4	-1,8	-2,1	-6,9			
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-5,4	-3,9	-3,3	-4,8			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	6,1	2,2	3,0	-5,9	-3,6		
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,7	0,3	0,6	0,7	0,4		
	Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	3,3	-1,2	0,5	-5,9		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,8	-1,7	0,8	7,8	-0,8	
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-0,7	-1,8	-3,0	-0,6		
Chine		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,4	-1,0	-1,2	-0,6	-0,4		
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	6,9	7,0	7,3		35,1		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	0,8	1,9	3,2		108,4		
Autres émergents	Brésil	Importations (valeur, NCVS, GA%)	4,4	3,9	6,5	26,6	17,3		
		Production industrielle (volume, CVS, GA%)	1,0	3,9	5,4	4,7			
	Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	3,9	4,3	4,5	4,6	5,2		
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-8,9	-4,8	-1,3	-1,9	-3,7		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,0	4,4	4,9	5,2	5,7		

11/03/2021 date de nos dernières Perspectives Économiques 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	11/03/21	26/03/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 11/03/21 (% 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	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	2,00	2,75	0,75	0,75
		Russie	4,25	4,25	4,50	0,25	0,25
		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	1,54	1,68	0,76	0,14
		France OAT	-0,34	-0,09	-0,10	0,24	-0,01
		Allemagne	-0,57	-0,33	-0,35	0,22	-0,01
		Italie	0,54	0,60	0,62	0,08	0,02
		Royaume-Uni	0,20	0,74	0,76	0,56	0,02
		Japon	0,02	0,10	0,08	0,06	-0,02
Corée du Sud		1,73	2,02	2,01	0,28	-0,01	
Brésil		3,22	4,16	4,27	1,05	0,11	
Russie	6,01	6,77	6,97	0,96	0,20		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,6	242,7	-0,61	0,02	
Marchés des changes	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,22	1,20	1,18	-3,5	-1,6
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-4,3	-0,2
		Yen	126,2	130,1	129,3	2,5	-0,6
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1136	1129	3,4	-0,6
		Real brésilien	5,2	5,5	5,8	10,7	3,9
		Rouble	74,0	73,3	75,7	2,2	3,2
		Roupie indienne	73,1	72,9	72,5	-0,8	-0,6
		Yuan	6,5	6,5	6,5	0,2	0,5
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3939	3975	5,8	0,9
		Japon - Nikkei 300	382	403	413	8,1	2,5
		France - CAC 40	5551	6034	5989	7,9	-0,7
		Allemagne - DAX	5954	6284	6362	6,9	1,2
		Zone euro - MSCI EMU	128	137	138	7,6	0,5
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	6737	6741	4,3	0,1
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3014	3041	7,8	0,9
		Brésil - Bovespa	119409	114984	114781	-3,9	-0,2
		Russie - MICEX	3275	3509	3490	6,6	-0,5
		Inde - SENSEX	47751	51280	49009	2,6	-4,4
		Chine - Shangāi	3473	3358	3418	-1,6	1,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28908	28336	4,1	-2,0
	MSCI - BRIC	1296	1367	1294	-0,2	-5,3	
	Euro	S&P (€)				9,6	2,5
		Nikkei 300 (€)				5,5	3,1
FTSE 100 (€)					9,0	0,2	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	555	553	14,2	-0,5
		Indice CRB**	444	499	510	14,9	2,2
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	70	65	24,7	-7,3
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1723	1732	-8,6	0,6
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9058	8962	15,4	-1,1

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

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

11/03/2021: 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.