

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

10 Mai 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Extraterritorialité

Engagés dans une compétition géopolitique avec la Chine de façon à contrer l’accession de celle-ci à la première place de l’ordre mondial, les Etats-Unis n’en oublient pas d’exercer leur puissance sur leurs alliés ou leurs challengers.

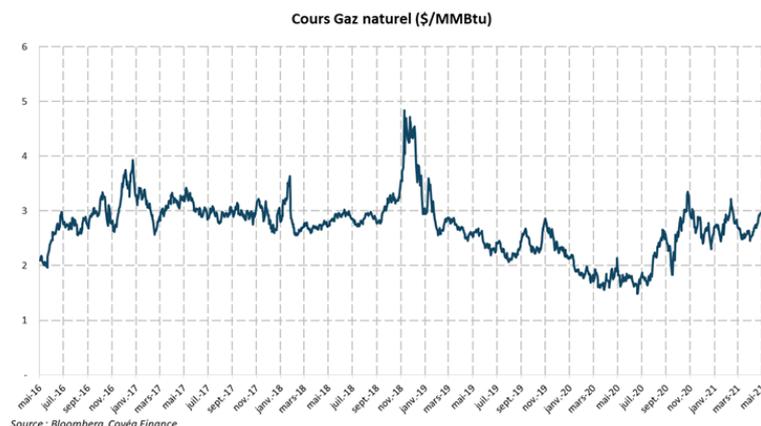
Au moment où M. Poutine est conforté dans les institutions russes par la loi et un referendum constitutionnel, la Russie cherche à pérenniser sa principale source de revenus, l’exportation de son gaz naturel. Une ressource énergétique bienvenue en Europe au moment de l’abandon du nucléaire par nombre de pays. Un enjeu tel pour l’économie russe qu’il justifiait la construction d’un gazoduc par la mer Baltique contournant les voies traditionnelles des plaines d’Ukraine. Or, les Etats-Unis ont fait connaître leur opposition à la construction de ce gazoduc Nord Stream II et précisé leurs menaces de sanctions envers les acteurs du projet. Un projet pourtant achevé à 95% mais à l’arrêt aujourd’hui.

Les hydrocarbures sont bien une clé de lecture essentielle de notre environnement et l’observation de leur écosystème contribue à notre compréhension du monde. Or, l’indépendance énergétique obtenue par les Etats-Unis il y a quelques années a bouleversé à la fois l’industrie du pétrole et du gaz mais aussi les politiques diplomatiques des parties prenantes. Le nouveau statut des Etats-Unis d’exportateur de gaz naturel liquéfié vers l’Europe par l’Atlantique rendait insupportable ce nouveau projet concurrent d’acheminement du gaz russe. Et tant pis s’il provient de la fracturation hydraulique ou s’il ne concourt pas à améliorer la souveraineté européenne. Car les réserves norvégiennes s’épuisent et l’Europe devra importer une part grandissante de sa consommation même si celle-ci est appelée à baisser compte-tenu de la transition énergétique.

Le projet est donc arrêté sur fond d’élection à venir en Allemagne et de revitalisation de l’OTAN. Et la question est posée sur la place du gaz dans cette transition énergétique. Si les Etats de l’Union européenne feignent d’assurer leur indépendance vis-à-vis des menaces de sanctions des Etats-Unis, les entreprises européennes concernées n’ont pu qu’abandonner et se désengager du projet afin de préserver leur capacité à intervenir sur le marché américain et se prémunir de futures pénalités financières conséquentes.

Un constat d’échec de la politique européenne de sécurité énergétique et d’absence de contre-mesures de rétorsion aux sanctions extraterritoriales. Une occasion ratée de s’affranchir de la Turquie, nœud du jeu gazier au sud de l’Europe. Un gâchis industriel pour un ouvrage quasiment terminé. L’espoir toutefois que ce gazoduc de la discorde puisse servir un jour à transporter d’autres matières. De l’hydrogène peut-être?

Focus de la semaine



Sommaire

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

Suivi macroéconomique p5
 Etats-Unis
 Europe
 Asie

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

Marché de taux

Une semaine particulière dans l'univers des taux. Nous avons vu les taux européens évoluer en désordre tandis que les taux américains ont baissé, baisse qui s'est accentuée en fin de semaine avec la déception des chiffres de l'emploi du mois d'avril aux Etats-Unis, tant au niveau du taux de chômage que des créations d'emplois. Le rattrapage de l'économie américaine prendra peut-être plus de temps et s'inscrit en ligne avec le discours prudent de la Fed. L'écart de rendement à 10 ans Italie-Allemagne continue de s'accroître, renforcé par les communications à contre-courant de certains membres de la BCE, ouvrant la voie à une réduction des achats d'actifs à venir.

Au 30/04, l'encours des programmes d'achat d'actifs de la BCE a augmenté de 14,8 Mds€. Ce dernier inclut notamment les achats suivants: 1,9 Mds€ pour le PSPP (Programme d'achat de titres publics) et 19,0 Mds€ dans le cadre du PEPP (Programme d'achat d'urgence face à la pandémie).

Du côté du crédit, les indices synthétiques iTraxx se sont légèrement tendus cette semaine. Les indices cash font ressortir une détente marginale des écarts de rendement en dehors du haut rendement qui s'écarte. Les secteurs des compagnies aériennes et des foncières commerciales sont à nouveau bien orientés dans le sillon des espoirs de réouverture de l'économie et des progrès de la vaccination (easyJet, Finnair, Hammerson, NE Property...). Sur le marché primaire les volumes sont repartis à la hausse à 9.7 Mds€ (6.1 Mds€ la semaine dernière). Les émetteurs du haut rendement ont représenté 30% des volumes. Les investisseurs étaient au rendez-vous. Le taux de souscription moyen s'est établi à 3.8x et plusieurs transactions ont valorisé avec des primes négatives.

Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance (+1,8%), après 2 semaines consécutives de repli, dans un contexte de publications de résultats des entreprises. Le secteur de l'énergie progresse le plus (+5,5%) en lien avec le regain des prix du baril tandis que l'immobilier perd -1,4%, toujours affecté par la crise sanitaire. Sur le plan des titres, le fabricant de four professionnel Rational AG arrive en tête de classement avec une progression de 11,6% portée par une bonne publication. Par ailleurs, l'éditeur de logiciel de travail à distance Teamviewer plonge de plus de 12,7%, suite à des ventes inférieures aux attentes des investisseurs. En termes géographiques, l'indice autrichien domine avec une progression de 3,2% fort de son ancrage sur les valeurs pétrolières. En fin de tableau, l'indice belge ferme la marche avec une progression timide de 0,7%. Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap maintient son avance (+15,0%) devant le MSCI EMU (+12,3%) ou le MSCI Europe (+11,5%).

Nous avons déjà évoqué la prise en compte des engagements extra-financiers dans les stratégies des entreprises. Au Royaume-Uni, la saison des assemblées générales débute actuellement et révèle des tendances de fonds sur l'implication des actionnaires dans les décisions des entreprises. Plus particulièrement, on constate une attention particulière des actionnaires dans les votes de confiance aux dirigeants. Pour exemple, le conglomérat minier Rio Tinto a fait face à une révolte inédite de ses actionnaires opposés à 60% aux dispositions offertes à ses anciens dirigeants, constituant la plus forte rébellion d'une société anglaise cette année (Ces derniers avaient dû quitter la société suite à la décision de dynamiter un site aborigène australien vieux de 40 000 ans pour y établir une exploitation minière). De même, le laboratoire pharmaceutique Indivior a essuyé un vote de défiance de 38 % de ses actionnaires opposés à la rémunération de ses dirigeants alors que l'ancien patron a été emprisonné aux Etats-Unis suite à son implication dans le scandale des médicaments à base d'opioïdes. Gouvernance toujours, on peut également évoquer que 25% des actionnaires du groupe de défense British Aerospace se sont prononcés contre les résolutions concernant la rémunération de son dirigeant jugée excessive en cette période de crise sanitaire.



Le regard de l'analyste

Le cimentier suisse LafargeHolcim sera nommé Holcim à l'issue de l'assemblée générale du 4 mai prochain. L'AG se tiendra à huis clos, avec des actionnaires représentés exclusivement par un mandataire indépendant, et ne pouvant poser des questions qu'en amont de l'assemblée. Pour justifier l'abandon du nom Lafarge, le conseil d'administration du groupe suisse invoque une simplification « pour l'efficacité et l'impact », alors que l'entreprise « se transforme pour devenir le leader mondial des solutions de construction innovantes et durables ». Ce changement permettrait en effet de refermer la page des affaires de financement de groupes armés en Syrie, qui ont affecté l'image du cimentier. Selon Proxinvest, la parité au sein de l'entité issue de la fusion entre Lafarge et Holcim a disparu en 2015 avec la nomination de Bruno Lafont à la coprésidence après son évincement de la direction exécutive, laissant craindre que l'équilibre annoncé du conseil d'administration ne vole vite en éclat au profit de Holcim". Le directeur général de Proxinvest va jusqu'à dire que "les fusions entre égaux n'existent pas en réalité, que certaines promesses de gouvernance ne peuvent bien sûr pas perdurer." Le changement de nom ne concerne que le nom du groupe. Toutes les marques du marché continueront d'exister, "comme moteurs du succès commercial de la société, création de valeur et de confiance pour ses clients et partenaires du monde entier", souligne LafargeHolcim.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés Asiatiques

Une semaine boursière nettement raccourcie par la fermeture des marchés japonais et chinois du 3 au 5 mai, en raison respectivement de la « Golden Week » et de la fête du travail. Néanmoins, à la réouverture des marchés, la surperformance des valeurs cycliques et décotées s'est poursuivie, comme l'illustre la très bonne performance de l'énergie, des matériaux de base et des financières au Japon en Corée du sud et en Australie. En Chine, la multiplication des enquêtes du gouvernement à l'encontre des plateformes internet (Tencent, Meituan, JD.Com, Pinduoduo) a maintenu une pression sur la cote.

La baisse du marché de Taiwan s'explique quant à elle par des prises de profits sur les valeurs technologiques et de la santé.

A nouveau, les tensions géopolitiques continuent de dominer l'actualité de la zone et s'exercent aussi bien sur les sujets technologiques, énergétiques qu'alimentaire. Plusieurs exemples marquants cette semaine :

- La Chine cherche à contourner l'Australie, son premier fournisseur d'orge, en augmentant ses achats à l'Argentine. L'orge est un substitut au maïs pour l'alimentation animale. La Chine a annoncé la suspension du dialogue économique au niveau ministériel avec l'Australie pour une durée indéterminée.

- Le Ministère du travail Taiwanais a interdit aux agences de recrutement présentes sur l'île de publier des annonces de recrutements pour des emplois en Chine continentale, notamment pour des métiers d'ingénieurs dans le secteur des semi-conducteurs,

- Le gouvernement indien a exclu Huawei et ZTE (deux groupes Chinois) pour les essais de son réseau de 5G,

- L'UE et l'Allemagne veulent mettre en place des législations destinées à rendre plus difficiles les investissements Chinois en Europe. Le gouvernement italien est en passe de bloquer des acquisitions d'entreprises locales par des entités chinoises. Les Pays-Bas, qui font partie des 10 principaux partenaires commerciaux de la Chine, sont de plus en plus méfiants et souhaitent aussi protéger leurs entreprises de haute technologie contre des rachats chinois. Ces éléments illustrent un durcissement de la position européenne à l'égard de Pékin.

- Un consortium de sociétés coréennes, chinoises et indonésiennes (LG Energy Solution, Posco, Huayou holding, Indonesia battery corp) a annoncé un plan d'investissement de \$10 Mds pour construire une usine de batteries pour voitures électriques en Indonésie.

Du côté des entreprises, Taiwan Semi Corporation (TSMC) serait prêt à construire 6 unités de production en Arizona (et non une seule). Le terrain en Arizona acheté par TSMC est suffisamment grand pour une extension de capacité bien au-delà de la première usine. Même si l'information n'a pas été confirmée par TSMC, son évocation rappelle à quel point cette entreprise se retrouve au cœur des enjeux politiques et technologiques : un groupe taiwanais qui dispose d'un savoir-faire technologique très avancé, mais lui-même dépendant de technologies internationales pour la conception et le fonctionnement de ses propres usines et dont la base de clientèle est majoritairement américaine.

Marché Américain

Un début de semaine marqué par une légère consolidation, mais qui se conclut sur un nouveau record vendredi, malgré des chiffres de l'emploi décevants. Les valeurs cycliques/décotées, ainsi que les petites et moyennes capitalisations ont continué d'avoir les faveurs des investisseurs. Près de 90% des sociétés du S&P500 ont publié leurs résultats trimestriels : 71% et 86% des entreprises ont dépassé les attentes du consensus, respectivement en termes de ventes et de bénéfices par action. Les bénéfices des entreprises des secteurs de la consommation discrétionnaire, de la finance et des services de communication sont très largement supérieurs aux attentes. Les mesures budgétaires et monétaires massives ont permis de soutenir les chiffres d'affaires. Par ailleurs, la faiblesse généralisée des niveaux de stocks a maintenu un niveau de production élevée. Plus spécifiquement dans le secteur bancaire, ce trimestre a bénéficié des fortes reprises de réserves, le risque de crédit ne se matérialisant pas du fait des soutiens aux ménages et aux entreprises. Les pressions inflationnistes liées aux problèmes de chaîne d'approvisionnement, de hausse des prix des matières premières et des pénuries de main-d'œuvre n'ont pas impacté les marges bénéficiaires grâce à la vigueur des volumes, des réductions de coûts et des hausses de prix. Au total, la marge nette des entreprises du S&P500 a atteint un niveau record moyen de 13,1% sur ce trimestre. Du côté des sociétés, nous notons la poursuite des annonces d'investissements massifs dans la filière des semi-conducteurs, avec la décision d'Intel d'investir \$3,5 Mds pour moderniser son usine de semi-conducteurs au Nouveau-Mexique. De son côté, Lonza (société Suisse très critique sur la chaîne de production de médicaments biologiques) a annoncé un investissement de CHF850 millions pour deux nouvelles lignes de production cellulaire aux Etats-Unis et en Suisse. Enfin, les modèles économiques des GAFAs continuent de faire débat. A titre illustratif, suite à la plainte déposée par Spotify en 2019, nous notons que la Commission Européenne accuse officiellement Apple d'avoir enfreint la loi antitrust en surfacturant les frais de commission sur son App Store et en interdisant aux développeurs d'informer leurs clients sur les autres moyens de s'abonner à leurs services. Toutefois, il faudra probablement des années de procédure avant qu'Apple ne soit éventuellement condamné à une amende pouvant atteindre 10% de son chiffre d'affaires. De son côté, Epic Games poursuit Apple pour abus de position dominante à propos des commissions perçues (30%) lors de transactions effectuées via l'App Store : le procès s'est ouvert cette semaine et devrait durer jusqu'à la fin du mois.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Le regard de l'analyste

Lors du récent sommet sur le climat, M. Xi Jinping a appelé à accélérer les mesures en faveur de l'accord de Paris.

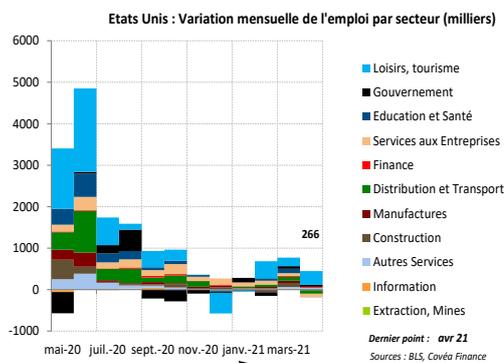
Or il faut savoir que la Chine est **encore très dépendante du charbon** pour produire son électricité. Et en termes d'émissions, elle dépasse de loin les autres pays avec ses 2777 millions de tonnes de carbone rejetées dans l'atmosphère en 2019, selon Global Carbon Project 2020. Et si le président chinois a rappelé qu'il visait la neutralité carbone d'ici 2060, le pays revendique également qu'il continuera parallèlement à soutenir la construction de centrales à charbon dans les pays en développement.... C'est-à-dire à émettre hors de ses frontières. Les entreprises chinoises en financent d'ores et déjà plusieurs, en Afrique comme en Asie, dans le cadre des "Nouvelles routes de la soie", une initiative lancée par Pékin en 2013. Mais le pays va également poursuivre la construction de centrales à charbon sur son propre sol, dans l'objectif de s'assurer que son approvisionnement électrique reste stable, en promettant toutefois « des centrales de taille plus modestes avec des "émissions moins élevées" que les structures traditionnelles ». Enfin, du côté des énergies renouvelables, dans le cadre de son nouveau plan quinquennal (2021-2025), la Chine fixe à "20 % environ" la part que les énergies non-fossiles (éolien, solaire, hydroélectricité) devraient atteindre d'ici 2025.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le rapport d'emploi du mois d'avril rappelle que la normalisation du marché du travail sera longue »

Alors que près d'un million de nouveaux emplois étaient attendus par le consensus des économistes dans la foulée d'un mois de mars très solide (916 000 postes en première estimation), le soufflé est bel et bien retombé en avril. Les créations d'emploi se sont limitées à 266 000 postes sur le mois, un rythme qui reste soutenu mais témoigne du chemin à parcourir pour effacer le déficit de 8,2 millions de postes restant détruits depuis l'éclatement de la pandémie au printemps 2020. L'estimation de mars a par ailleurs été révisée à la baisse à 770 000 postes, ce qui demeure toutefois la progression la plus marquée depuis août dernier. **Les emplois créés en avril se sont concentrés dans les services de restauration et d'hôtellerie** (331 000), qui à la faveur de l'assouplissement des restrictions sanitaires, rattrapent en ce début d'année 2021



leur retard. **En dehors de ce secteur, la faiblesse est assez généralisée** : la construction ne crée pas d'emploi, le commerce de détail et la logistique détruisent respectivement 15 000 et 74 000 postes, et le secteur manufacturier recule également (-18 000) après 2 mois de progression. **La faiblesse de l'emploi manufacturier se situe essentiellement dans l'industrie automobile (-27 000 postes) qui fait face à des problèmes d'approvisionnement en semi-conducteurs ayant entraîné des arrêts de production.** Les enquêtes menées auprès des entreprises en mars et avril (voir ISM *infra*) ont fait état d'une activité en accélération qui peine à répondre à la demande en raison de problèmes d'approvisionnement et de difficultés à embaucher. **Le ralentissement des embauches en avril pourrait ainsi autant être le résultat d'une modération du rythme de la reprise, que des difficultés des entreprises à faire face aux contraintes d'offre.** Si le taux de participation à la population active

est enfin en progrès sur le mois d'avril (61,7% contre 61,5% en mars), il reste très en deçà du niveau pré-pandémie (63,3% en février 2020), ce qui témoigne d'une part non négligeable de travailleurs ne s'étant pas encore inscrits dans une démarche de retour sur le marché du travail. La problématique de la garde d'enfants avec une réouverture des écoles encore incomplète peut être un facteur explicatif obligeant des parents à décaler leur recherche d'emploi. Les allocations chômage exceptionnelles qui seront versées jusqu'en septembre 2021 (300\$ par semaine en sus des allocations standards) peuvent également freiner un retour sur le marché du travail, notamment pour les plus bas salaires, en raison de taux de remplacement élevés. Le taux de chômage connaît une inflexion haussière pour la première fois depuis avril 2020, à 6,1% contre 6% en mars, mais cette hausse reflète essentiellement la progression du taux de participation et ne doit donc pas être sur-interprétée comme une détérioration de la situation du marché du travail. **Du côté des salaires, la dynamique est favorable dans une grande majorité de secteurs**, avec une hausse mensuelle de 0,7% du salaire moyen. Par ailleurs le nombre d'heures moyen travaillées est en nette augmentation à 35h par semaine contre 34,7 en mars, ce qui suggère une certaine tension en termes d'activité. **Ce rapport d'emploi renforce l'idée que la normalisation du marché du travail prendra du temps et devrait conforter la Réserve Fédérale dans sa stratégie très prudente quant au calendrier de la réduction du soutien monétaire.**

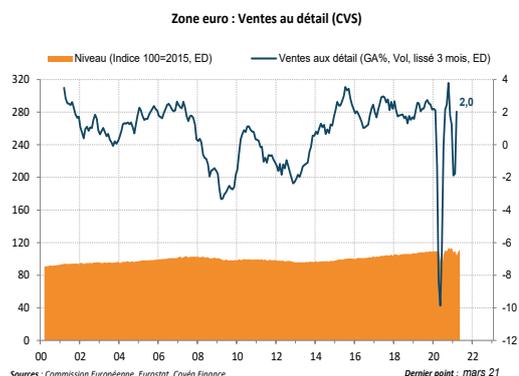
Les indicateurs d'enquête ISM marquent quelque peu le pas en avril, après l'accélération prononcée enregistrée en mars. L'indice manufacturier s'établit à 60,7 après 64,7, un niveau qui renvoie toujours à une croissance très soutenue de l'activité (le seuil de 50 délimite croissance et contraction de l'activité). Les composantes nouvelles commandes et production sont également en recul à respectivement 64,3 et 62,5 et les délais de livraisons se maintiennent sur des niveaux très élevés (75), suggérant la persistance de perturbations sur la chaîne d'approvisionnement. Dans la même logique, le niveau de stocks reste bas avec une sous-composante en recul à 46,5 après 50,8. Du côté des services on relève un mouvement similaire, avec un indice ISM s'établissant à 62,7 après 63,7. Là encore, ce niveau suggère une activité très soutenue en ce début de deuxième trimestre à la faveur de la réouverture de secteurs jusqu'alors pénalisés par les restrictions sanitaires. La sous-composante nouvelles commandes reste sur des niveaux favorables pour l'activité future à 63,2.

Dans l'immobilier, les dépenses de construction ont modérément progressé en mars (+0,2% en glissement mensuel), du fait d'une baisse de 1,1% dans le non résidentiel, tandis que le résidentiel poursuit sa marche en avant (+1,7%). En rythme annuel, la divergence reste prégnante, avec une croissance des dépenses dans le résidentiel qui atteint 23%, et à laquelle s'oppose une contraction de 7,4% dans le non résidentiel.

Suivi Macroéconomique

Europe

« Alors que la demande se redresse, les contraintes sur l'offre limitent l'expansion industrielle »



La consommation continue de progresser en mars en lien avec l'assouplissement des restrictions. Le volume des ventes au détail a en effet augmenté de 2,7% (corrigé des variations saisonnières) en mars par rapport à février, soit une croissance de 12% en glissement annuel qui reflète surtout un effet de base significatif. Après le point bas de janvier 2021 (-5,2% en rythme mensuel), qui correspond à un pic épidémique dans plusieurs pays, la progression des ventes au détail reste dynamique pour un deuxième mois consécutif (après +4,2% en février). Si le retour à des restrictions plus importantes fin mars pourrait affecter cette bonne tendance sur le mois d'avril, (i) le fort niveau de confiance des consommateurs (relaté par l'enquête de la Commission européenne), (ii) l'épargne accumulée par les ménages (20% du revenu disponible au T4 2020) et (iii) la réouverture progressive de l'économie devraient alimenter la bonne dynamique de la consommation au deuxième trimestre 2021. Au niveau des principales économies de la Zone euro, les ventes aux détails ont particulièrement progressé en Allemagne (+7,7% en rythme mensuel) et en Espagne (+3,6%) alors que la France enregistre un déclin (-1%)

en lien avec des mesures de confinement plus strictes. Eurostat n'a pas encore publié de données similaires pour l'Italie mais, selon l'institut de statistiques national, les ventes au détail y auraient stagné sur le mois de mars (-0,1%).

Du côté de l'industrie, la production manufacturière progresse légèrement en mars en France (+0,4%) et en Allemagne (+0,7%) après deux mois de baisse. La production demeure toutefois largement en-deçà des niveaux d'avant crise (-7% par rapport à février 2020) et s'inscrit, sur le trimestre, en léger recul dans les deux pays. Par secteur, les biens d'équipements affichent un recul marqué sur le trimestre, en lien notamment avec les difficultés du secteur automobile, dont la production a été fortement affectée par les problèmes d'approvisionnement. **Dans le secteur de la construction, les performances sont plus hétérogènes.** Après deux mois de recul, l'activité rebondit fortement en Allemagne (+11% par rapport au mois précédent) mais demeure en recul sur le trimestre (-4,0%), affectée notamment par de mauvaises conditions climatiques. En France, la construction recule fortement pour le deuxième mois consécutif mais affiche une croissance de 2,5% sur le trimestre, en raison d'une forte hausse de l'activité en janvier 2021. **En Allemagne, la demande adressée à l'industrie reste dynamique.** Les commandes à l'industrie enregistrent un troisième mois de hausse en mars, soit une progression trimestrielle de 2,3%. Par zone, la hausse de la demande est généralisée mais plus marquée en provenance des pays étrangers hors zone euro. Les chiffres du commerce extérieur témoignent également d'une reprise de l'activité. Les exportations affichent une nouvelle hausse en mars et atteignent les niveaux d'avant crise. Les importations enregistrent une augmentation encore plus marquée, entraînant une baisse de l'excédent commercial.

Au niveau politique, la droite espagnole s'est largement imposée aux élections régionales de Madrid. Le Parti Populaire (qui représente la droite de l'échiquier politique) a en effet remporté près de 45% des votes, portant ainsi son nombre de députés au parlement régional à 65 (contre 30 en 2019) soit à seulement 4 sièges de la majorité absolue. Isabel Díaz Ayuso, qui représente le Parti Populaire, entame ainsi son deuxième mandat à la tête de la région mais en s'affranchissant cette fois de la nécessité de former une coalition avec le parti centriste Ciudadanos dont tous les sièges ont été absorbés par la droite. La Présidente avait elle-même convoqué le scrutin anticipé en mars dernier après avoir annoncé la rupture de la coalition entre la droite et le centre. A l'inverse, ce vote est un revers considérable pour les partis de la coalition au pouvoir à l'échelle nationale. En effet, le Parti socialiste (centre gauche) du Premier ministre P. Sanchez a vu son nombre de députés chuter de 37 à 24 alors que Podémos (extrême gauche), dont le Secrétaire général P. Iglesias avait abandonné ses fonctions au gouvernement pour se présenter à l'élection, n'a remporté que 10 sièges. En conséquence, P. Iglesias a annoncé son retrait de la vie politique. Sur le plan national, cette victoire relance le Parti populaire, qui était en perte de vitesse depuis plusieurs années, en vue de l'élection générale qui devrait se tenir en 2023 en l'absence de vote anticipée.

Enfin, la Commission européenne a annoncé la suspension de ses efforts pour la ratification de l'accord d'investissement entre l'UE et la Chine. Valdis Dombrovskis, le vice-président de la Commission, a en effet déclaré que la situation actuelle n'était pas propice à la ratification d'un tel accord. Il fait ainsi référence à la montée des tensions en mars dernier qui s'est traduite par la mise en place de sanctions de l'UE qui, à l'instar des grands pays occidentaux, accuse la Chine de persécutions sur l'ethnie des Ouïghours, et par la réponse chinoise, dont les sanctions ciblent notamment des députés européens qui doivent se prononcer sur l'accord. 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. Cette déclaration du vice-président de la Commission s'ajoute à l'annonce la semaine passée d'un projet de loi visant à défendre le marché unique contre la concurrence jugée non équitable des entreprises étrangères subventionnées et qui semble surtout viser la Chine.

Au Royaume-Uni, le parti indépendantiste SNP (Scottish National Party) et son allié, le parti des Verts (également en faveur de l'indépendance) ont remporté la majorité au parlement écossais à l'issue des élections législatives écossaises. A lui seul, le SNP n'a toutefois décroché que 64 des 129 sièges totaux, manquant ainsi d'un siège la majorité absolue que le parti espérait décrocher et qui aurait justifié, plus facilement, la tenue d'un second référendum sur l'indépendance écossaise. Néanmoins, la dirigeante du SNP, N. Sturgeon, a confirmé que le SNP et son allié écologiste, demanderont la tenue d'un référendum. Ce dernier ne pourra toutefois être organisé qu'avec l'aval du parlement britannique, contrôlé par les conservateurs. Le Premier ministre et chef du parti, B. Johnson, a laissé entendre que l'organisation d'un nouveau référendum n'apparaissait pas envisageable avant 2050.

Suivi Macroéconomique

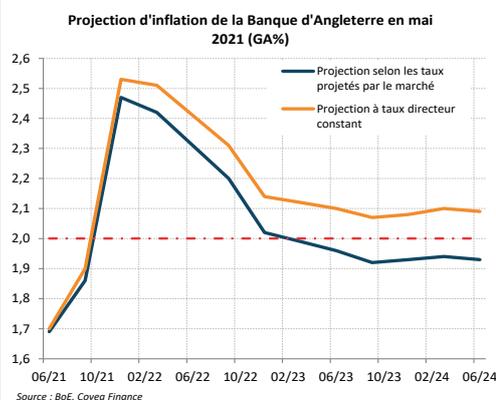
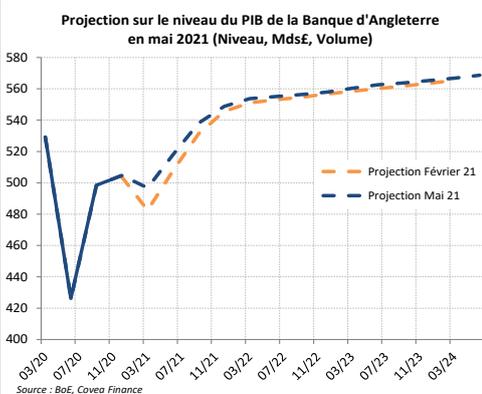
Focus : La Banque d'Angleterre réduit son rythme d'achat hebdomadaire

A l'issue de son comité de politique monétaire, la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu inchangé son taux directeur (à 0,1%) et son programme d'achats d'actifs dont l'objectif, en terme de stock détenu, est de 895 Mds£ (875 Mds£ d'obligations souveraines et 20 Mds£ d'obligations privées). L'enveloppe de 150 Mds£ attribuée aux achats d'obligations souveraines, votée en novembre 2020, a toutefois fait l'objet de débats. Un des neuf membres du comité de politique monétaire, le Chef économiste A. Haldane, a voté en faveur d'une réduction de cette enveloppe, de 150 Mds£ à 100 Mds£, ce qui aurait porté l'objectif total de 875 Mds£ à 825 Mds£.

Afin que l'enveloppe de 150 Mds£ puisse, conformément à l'agenda de la BoE, être utilisée dans sa totalité vers la fin de l'année, le comité de politique monétaire a annoncé une réduction du rythme d'achat hebdomadaire d'obligations souveraines, de 4,44 Mds£ à 3,44 Mds£. Au 5 mai 2021, 70 Mds£ d'obligations souveraines ont été achetées dans le cadre de l'enveloppe.

Cette baisse du rythme d'achat était donc nécessaire pour que la BoE puisse respecter son calendrier. La Banque d'Angleterre précise ainsi dans son communiqué que cette modification du rythme d'achat hebdomadaire doit être interprétée comme un ajustement opérationnel et ne traduit pas une modification de la posture de politique monétaire. **Dans ce contexte, la décision de la BoE ne peut pas être directement comparée aux politiques de ralentissement des achats de titres entrepris par la Fed en 2013.** En Zone euro, la Banque Centrale Européenne risque de se confronter au même exercice que la Banque d'Angleterre. En effet, si la BCE maintient l'enveloppe du PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) inchangée, elle devra, à son tour, annoncer une réduction du rythme d'achat sous peine d'épuiser ses munitions avant la date de fin du programme (mars 2022)

La BoE a également révisé à la hausse ses projections macroéconomiques. Le comité de politique monétaire anticipe désormais une croissance annuelle moyenne de 7,3% en 2021, ce qui constitue une révision haussière significative par rapport au taux d'environ 5,5% envisagé en février dernier. La banque centrale attribue cette révision haussière à une campagne de vaccination efficace, à l'extension des mesures de soutien annoncée en mars (notamment la prolongation du chômage partiel jusqu'en septembre) et à des données d'activité meilleures que prévu. La Banque d'Angleterre estime par ailleurs que les effets à long terme de la pandémie (les effets dits « d'hystérèse ») seront moins importants que prévu et que les ménages utiliseront plus massivement l'épargne accumulée cette année pour consommer. Concernant l'inflation, la BoE revoit légèrement à la hausse ses projections pour 2021 et ce malgré des pressions sur les prix encore limitées au mois de février. La BoE considère que l'inflation devrait dépasser la cible des 2% en fin d'année sous l'effet des facteurs transitoires liés notamment aux prix de l'énergie. Dans son communiqué, le comité de politique monétaire a supprimé la mention relative à un éventuel affaiblissement des tensions inflationnistes.



La BoE révisé toutefois à la baisse ses projections de croissance pour 2022 et ne revoit que marginalement ses anticipations d'inflation, avec une dynamique des prix qui se stabiliserait aux alentours de 2% en 2022 et 2023. **Les projections de la BoE décrivent donc une reprise plus rapide que prévu mais ne semblent pas traduire un niveau d'activité à terme plus élevé que dans les précédentes projections.**

Dans son communiqué, le comité de politique monétaire souligne que l'orientation actuelle de la politique monétaire demeure appropriée et s'engage à ne pas durcir sa politique tant qu'il n'y aura pas « des signes clairs que des progrès significatifs ont été réalisés pour permettre l'élimination des capacités non utilisées et le retour de l'inflation à la cible de 2% de manière soutenable ». Dans ses projections, la BoE anticipe une inflation de 2,1% en 2024 en cas de maintien du taux directeur à son niveau actuel de 0,1% et de 1,9% en cas de hausse conforme aux projections de marché (à savoir une hausse de 50 points de base pour atteindre 0,6% entre 2023 et 2024).

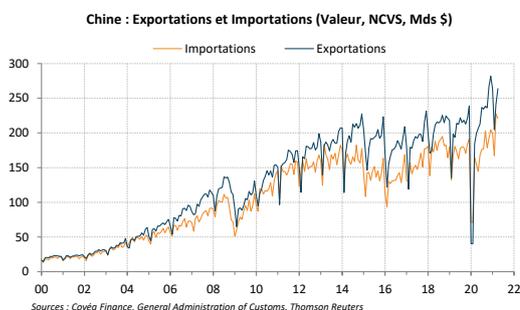
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'extension de l'état d'urgence met en péril la reprise de la consommation japonaise »

Le gouvernement japonais a prolongé l'état d'urgence sanitaire jusqu'au 31 mai et l'a étendu à deux préfectures supplémentaires : Aichi et Fukuoka. Le troisième état d'urgence sanitaire, qui a débuté le 25 avril à Tokyo, Osaka, Hyogo et Kyoto, devait initialement être « court et puissant » et prendre fin le 11 mai à l'issue de la *Golden Week*. La poursuite de la hausse du nombre de nouveaux cas quotidiens, qui ont dépassé le seuil de 5 000 au début du mois de mai, a toutefois remis en question le relâchement des restrictions sanitaires. Dans le cadre de cette prolongation de l'état d'urgence, les restaurants et les bars n'ont pas l'autorisation de vendre de l'alcool et doivent fermer à 20h. Contrairement à fin avril, les centres commerciaux pourront rouvrir leurs portes mais devront également fermer à 20h. Malgré une légère accélération lors du mois d'avril, la campagne de vaccination peine par ailleurs à prendre de l'ampleur, avec seulement 3 doses injectées pour 100 personnes le 6 mai. L'extension de l'état d'urgence pénalisera la consommation privée lors du 2^{ème} trimestre et pourrait complètement enrayer le rebond des dépenses de consommation des ménages initialement attendu, après le pic épidémique du 1^{er} trimestre de l'année. Les données de mobilité haute fréquence fournies notamment par Google ne font toutefois pas part d'un recul marqué de la fréquentation des magasins à la suite de l'imposition du 3^{ème} état d'urgence à la fin du mois d'avril, bien qu'il soit possible d'observer un recours fortement accru au télétravail à partir de cette date.

Les salaires japonais enregistrent une légère reprise au mois de mars, progressant de +0,2% en glissement annuel, après -0,4% en février. Les salaires des employés réguliers se montrent particulièrement dynamiques avec une progression de +0,8%, tandis que le recul des salaires issus des heures supplémentaires est moins marqué qu'en février, reflétant la réouverture de certains secteurs de l'économie qui a eu lieu au mois de mars. Au total, les rémunérations réelles de l'ensemble des travailleurs japonais progressent de +0,5% en mars, la croissance la plus marquée depuis le début de la pandémie.



Les exportations chinoises du mois d'avril ont enregistré une croissance plus marquée que prévu au mois d'avril, progressant de +32,3% en glissement annuel, en accélération après +30,6% en mars, malgré un effet de base moins favorable que le mois précédent. En comparaison au niveau de 2019, les exportations d'avril sont en hausse de +36,3%, après +21,6% en mars. Les exportations sont particulièrement dynamiques à destination des pays émergents d'Asie (ASEAN et Inde), tandis qu'elles ralentissent légèrement vers les pays développés et notamment vers l'Europe et le Japon. Les équipements sanitaires et les produits électroniques qui ont particulièrement bénéficié de la pandémie continuent d'enregistrer des performances supérieures au reste des exportations, en lien avec une dégradation récente de la situation sanitaire dans plusieurs économies émergentes – dont l'Inde en particulier. Les importations accélèrent également, progressant de +43,1% en avril, après +38,1% en mars. La forte hausse du prix des

matières premières a tiré à la hausse la valeur des importations chinoises. Les importations chinoises de produits américains enregistrent toutefois un ralentissement notable, une tendance à surveiller dans le contexte de l'accord commercial entre les Etats-Unis et la Chine qui fixe une cible de produits américains devant être importés par la Chine pour éviter de faire l'objet de sanctions commerciales. Au total, le fort dynamisme des exportations conduit à une forte hausse de l'excédent commercial chinois, qui s'établit à 42,9 Md\$ en avril, après 13,8 Md\$ en mars.

Enfin, en Chine, l'indice PMI Caixin pour les services fait part d'une expansion rapide, s'établissant à 56,3 pt en avril, après 54,3 pt en mars, son niveau le plus élevé depuis 4 mois. Cette accélération de l'activité suggérée par l'indice PMI confirme le retour à la normale des secteurs de services, alors que l'épidémie de Covid-19 demeure sous contrôle dans l'ensemble du territoire chinois. L'enquête PMI fait notamment part d'un fort optimisme des entreprises de services pour les perspectives futures, ainsi que d'une hausse marquée de l'emploi dans ce secteur. L'indice PMI Caixin, qui suit principalement les PME de services du secteur privé, affiche un dynamisme plus marqué que l'indice PMI officiel du NBS, reflétant le fait que les entreprises du secteur privé ont sans doute été plus affectées que les autres par les contraintes sanitaires lors du rebond de l'épidémie de début d'année.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		déc.-20	janv.-21	févr.-21	mars-21	avr.-21	mai-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,4	-2,1	-4,8	1,0				
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-3,5	-1,0	-2,1	8,5				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	-306	233	536	770	266			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-0,7	-0,1	-8,0	4,4				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	5,5	5,2	5,2	4,2	0,3			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,4	1,4	1,7	2,6				
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4710,2	4713,9	4724,5	4777,7			
		Taux de chômage (% de la population active)	8,2	8,2	8,2	8,1			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	0,9	0,9	1,3	1,6		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	98,6	95,8	99,8	104,2	103,5		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	1,9	-5,2	-3,0	5,4			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	6,8	1,3	6,0	27,6			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,1	-1,9	-2,1	12,6			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	98,1	98,5	100,6	104,9			
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-16,6	-13,8	-12,5	-3,1	2,8		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	3,9	-0,2	0,0	18,7			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,1	0,0	-6,6	13,7			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-5,9	-1,0	-8,3	12,7			
	Italie	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,2	-2,5	-1,0				
		PMI Manufacturier (Indice)	52,8	55,1	56,9	59,8	60,7		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,7	-1,7	-2,3				
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,5	-2,3	-2,3	12,4			
		PMI Manufacturier (Indice)	51,0	49,3	52,9	56,9	57,7		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-2,0	-6,7	0,0				
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,3	-4,3	-3,5				
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	3,1	-5,9	-3,6	7,1			
Inflation (prix à la consommation, GA%)		0,6	0,7	0,4	0,7				
Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	0,5	-5,9	-4,5				
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	0,9	7,9	-0,7	13,6			
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-3,0	-1,3	-0,4	0,2			
	Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-1,2	-0,6	-0,4	-0,1			
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	7,3		35,1	14,1			
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA %moyen depuis le début de l'année)	3,2		108,4	68,1			
Autres émergents	Brésil	Importations (valeur, NCVS, GA%)	6,8	26,9	17,4	38,1	43,1		
		Production industrielle (volume, CVS, GA%)	5,4	4,8	2,5	8,5			
	Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,5	4,6	5,2	6,1			
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-1,3	-1,9	-3,2	1,1			
			Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,9	5,2	5,7	5,8	5,5	

11/03/2021 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	11/03/21	07/05/21	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	3,50	1,50	1,50
		Russie	4,25	4,25	5,00	0,75	0,75
		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	1,58	0,66	0,04
		France OAT	-0,34	-0,09	0,17	0,51	0,26
		Allemagne	-0,57	-0,33	-0,22	0,35	0,12
		Italie	0,54	0,60	0,97	0,42	0,36
		Royaume-Uni	0,20	0,74	0,78	0,58	0,04
		Japon	0,02	0,10	0,09	0,07	-0,01
Corée du Sud		1,73	2,02	2,12	0,39	0,10	
Brésil		3,22	4,16	3,75	0,53	-0,41	
Russie	6,01	6,77	6,96	0,95	0,20		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,6	242,6	-0,62	0,02	
Marchés des changes	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,22	1,20	1,22	-0,4	1,5
		Sterling	0,89	0,86	0,87	-2,7	1,5
		Yen	126,2	130,1	132,1	4,7	1,6
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1136	1121	2,7	-1,3
		Real brésilien	5,2	5,5	5,2	0,8	-5,5
		Rouble	74,0	73,3	73,8	-0,3	0,7
		Roupie indienne	73,1	72,9	73,5	0,6	0,8
		Yuan	6,5	6,5	6,4	-1,4	-1,1
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3939	4233	12,7	7,4
		Japon - Nikkei 300	382	403	404	5,8	0,3
		France - CAC 40	5551	6034	6386	15,0	5,8
		Allemagne - DAX	5954	6284	6547	10,0	4,2
		Zone euro - MSCI EMU	128	137	144	12,3	4,9
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	6737	7130	10,4	5,8
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3014	3197	13,4	6,1
		Brésil - Bovespa	119409	114984	122038	2,2	6,1
		Russie - MICEX	3275	3509	3683	12,5	5,0
		Inde - SENSEX	47751	51280	49206	3,0	-4,0
		Chine - Shangāi	3473	3358	3419	-1,6	1,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28908	28611	5,1	-1,0
	MSCI - BRIC	1296	1367	1319	1,8	-3,5	
	Euro	S&P (€)				13,2	5,9
		Nikkei 300 (€)				1,0	-1,2
FTSE 100 (€)					13,4	4,2	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	555	773	59,7	39,2
		Indice CRB**	444	499	543	22,3	8,8
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	70	68	31,8	-1,9
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1723	1831	-3,4	6,3
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9058	10417	34,1	15,0

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

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

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.