

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

17 Mai 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## La bataille de l'eau

L'enjeu de l'eau ne se tarit pas. Si son utilisation est universelle, le déterminisme géographique de ses sources en fait bien souvent un objet de convoitise entre les Etats et son écoulement à travers les frontières, une insécurité permanente pour les utilisateurs en aval.

Et deux épisodes récents nous rappellent combien les batailles pour la maîtrise de cet élément essentiel peuvent déboucher sur des conflits géostratégiques « de grande intensité ». Le premier concerne 2 puissances nucléaires, la Chine et l'Inde, à travers le projet chinois d'un barrage gigantesque au Tibet sur le Brahmapoutre. Ce super-barrage, pourtant situé dans une zone à forte activité sismique, pourrait produire 3 fois plus d'électricité que celui des « 3 gorges », le plus grand au monde. Au-delà des centaines de milliers de personnes à déplacer, il devrait supprimer les crues et les dépôts de sédiments en aval sur les plaines indiennes et bengalies. Un élément de tension supplémentaire entre les 2 puissances alors que la région himalayenne du Ladakh est déjà le lieu d'accrochages violents. Le deuxième épisode est la crainte que fait peser le « grand barrage de la renaissance » éthiopien sur les pays riverains et surtout l'équilibre économique de l'Égypte. Plus grand ouvrage d'Afrique, il est supposé retenir les eaux de pluie...mais apparaît comme une remise en cause des anciens traités coloniaux de partage du Nil et de l'usage de ses eaux. Or l'Égypte ne peut se permettre une réduction de son approvisionnement; le prix de sa stabilité intérieure. La Russie et ses relations bilatérales privilégiées avec l'Éthiopie, le Soudan et l'Égypte aura un rôle essentiel pour trouver une solution acceptable pour les 3 principaux protagonistes. La Russie qui doit déjà suppléer en eau la Crimée, privée de son approvisionnement principal par le canal ukrainien...

Ces 2 exemples récents soulignent à quel point la rareté de l'eau en fait un risque géopolitique et les tout derniers échanges de tirs à la frontière (au tracé contesté) entre le Kirghizstan et le Tadjikistan en sont la preuve sanglante. Une militarisation de sa gestion dans de nombreux pays n'est d'ailleurs pas à exclure demain sur fond de risque grandissant de cyberattaques sur les infrastructures. Plus proche de nous, la bataille pour la formation d'un champion mondial français illustre les enjeux de cette ressource.

Notre fonds Covéa Aqua accompagne ainsi des entreprises susceptibles de proposer des solutions novatrices autour de l'exploitation de cet « élément » et l'optimisation de son utilisation.

### Sommaire

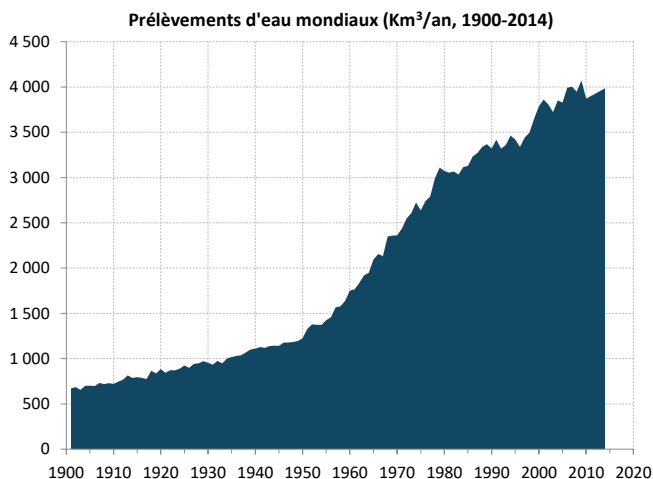
#### Suivi des marchés

Marchés obligataires p2  
Marchés actions  
Regards financiers & extra-financiers

#### Suivi macroéconomique p5

Etats-Unis  
Europe  
Asie

### Focus de la semaine



« Si l'utilisation de l'eau est universelle, le déterminisme géographique de ses sources en fait bien souvent un objet de convoitise entre les Etats et son écoulement à travers les frontières, une insécurité permanente pour les utilisateurs en aval »

Sources : Aqumat, UN, Our World in Data, Covéa Finance

\*Les prélèvements d'eau désignent les volumes d'eau douce extraits définitivement ou temporairement d'une source souterraine ou de surface et transportés sur leur lieu d'usage.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

Sur le marché monétaire US, les opérations proposées par la FED continuent d'intéresser le marché puisque la demande a été très forte avec des opérations quotidiennes allant de 176Mds\$ à 241Mds\$, point le plus haut depuis fin mars. Ceci traduit le besoin de placer des quantités très importantes de liquidités sur le marché monétaire garanti ou non garanti. La croissance du bilan de la FED via la reprise des achats d'actifs depuis le début de la crise sanitaire, la baisse du Treasury General Account mobilisé pour financer les dépenses de l'Etat et la reconstitution des réserves excédentaires des banques en sont les raisons principales. A cela s'ajoute la réduction des émissions de bons du Trésor au profit de maturités plus longues moins recherchées sur le marché monétaire.

Le marché obligataire a été encore cette semaine très chahuté. Les chiffres d'inflation aux Etats-Unis ont dépassé les attentes et surpris le marché. Ainsi, les taux US ont progressé dans le sillage du chiffre pour atteindre 1,70% sur le 10 ans US avant de finalement refluer vers 1,60% sur des propos de membres de la FED analysant ce pic d'inflation comme transitoire ne les forçant donc pas à agir. Finalement, c'est en zone euro que l'inflation US a eu le plus d'effets, ainsi les taux allemands ont refranchi la barre psychologique des -0,20% et finir à -0,14% en fin de semaine. Le nouveau 10 ans français a, lui, atteint 0,30% avant de refluer vers 0,26%. Même constat du côté des pays périphériques qui se sont même écartés contre Allemagne (Italie à 1,06%, Espagne à 0,59% tout comme le Portugal). Pourquoi une telle décorrélation ? Tout d'abord la zone euro est en décalage de croissance par rapport aux Etats-Unis et les taux américains avaient déjà intégré ces éléments alors qu'en zone euro tant la croissance que l'inflation montre seulement maintenant quelques signes de rebond avec les différents déconfinements. Par ailleurs, les voix divergentes au sein de la BCE font penser à certains à une possible réduction de son soutien dès la réunion de juin.

Du côté du marché primaire, en dépit de l'Ascension, les volumes primaires ont atteint 10.85 Mds€. Les émetteurs « haut rendement » ont représenté 32% des volumes. Les émissions vertes ont représenté également 19% des émissions. La demande, bien que moins forte que les semaines précédentes, a permis un taux de souscription de 2,6x.

### Focus : Tendances sur les impayés hypothécaires et sur les prêts automobiles aux Etats-Unis, en comparaison avec la récession de 2008 (Etude de la FED).

Les défauts de paiement ou les retards de paiement sur la dette des ménages suivent généralement de près le cycle économique. Alors que les conditions économiques se détériorent, la baisse de l'emploi et des revenus met les finances des ménages à rude épreuve, entraînant une augmentation des défauts de paiement. Pourtant, dans le contexte d'une hausse historique du chômage associée à la pandémie COVID-19, les défauts de paiement ont diminué. La FED a cherché à mieux comprendre comment les politiques publiques ont pu influencer sur le comportement des emprunteurs quant à leur capacité à rembourser leur dette qu'elle soit hypothécaire ou sur des prêts automobiles.

La FED a constaté qu'en 2008 les défauts de paiement étaient corrélés au taux de chômage. En 2020, la situation a été différente car bien que le taux de chômage ait drastiquement augmenté, les taux de défaut sur les « Mortgage » ainsi que sur les prêts automobile n'ont pas augmenté. Ce qui différencie cette dernière crise des autres c'est la loi CARES (Coronavirus Aid, Relief and Economic Recovery Act), qui a été adoptée par le Congrès en mars 2020. Cette loi a permis à des propriétaires ayant des problèmes financiers, de suspendre temporairement leurs échéances d'hypothèques et/ou de prêts automobiles sans être comptabilisés dans les statistiques reprenant les défauts de paiement. Par ailleurs, l'assurance-chômage et les subventions aux petites entreprises qui ont conservé des employés ont contribué à remplacer momentanément les revenus perdus.

Contrairement à 2008, lorsque les prix des logements chutaient et que de nombreux emprunteurs hypothécaires étaient soumis à un choc sur la valeur des biens immobiliers, le marché de l'immobilier résidentiel pendant la pandémie a été solide. Entre 2008 et 2009, la réduction du revenu disponible des ménages associée à la baisse de la valeur nette du logement se sont combinées pour former un « double déclencheur » de défaut hypothécaire. Rien de tel en 2020, les prix de l'immobilier ont même augmenté de 6,7% à l'échelle nationale entre février et octobre. Ainsi, le cycle de récession par la hausse du taux de chômage, la baisse du revenu disponible et la baisse des actifs ne s'est pas enclenché.

## Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) marquent une pause (-0,4%) sur fond de rotation sectorielle marquée. En effet, les chiffres d'inflation et la hausse des taux d'intérêt souverains allemand ont entraîné des craintes sur la valorisation de certains secteurs, au premier rang desquels la technologie (-3,3%). A l'inverse la finance (+2,1%) et l'énergie (+1,5%) continuent d'être plébiscités dans cet environnement, ils rejoignent dorénavant le haut du classement en termes de performances depuis le début de l'année avec respectivement +21,3% et +12,7%. On retrouve d'ailleurs 3 titres bancaires dans les 5 meilleures performances de la semaine : Commerzbank (+15,7%), Unicredit (+9,2%) et Erste Group Bank (+7,2%), mais que l'on retrouve également en termes géographiques, puisque ce sont les indices avec une composante financière importante qui surperforment : l'Autriche (+2,7%), l'Espagne (+1%), le Portugal (+0,9%) et l'Italie (+0,6%). Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap maintient son avance (+14,3%) devant le MSCI EMU (11,8%) ou le MSCI Europe (+11,0%).

Nous souhaitons cette semaine apporter un nouvel éclairage sur l'évolution du rapport de force entre gestion active et gestion passive. D'après Morningstar, un fournisseur de données, la part des investissements dits « passifs » a dépassé les 40% des

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

encours sous gestion action dans le monde entier en ce début d'année 2021. Il faut noter le nombre impressionnant d'indices susceptibles d'être répliqués par cette gestion indicielle : plus de 3 millions soit environ 60 fois les 48.000 actions cotés sur l'ensemble des bourses de valeurs de la planète ! Sans surprise, ce sont les produits thématiques et sectoriels qui enregistrent la plus forte croissance, les investisseurs étant davantage à la recherche de ce genre de véhicules plutôt que des traditionnels ETF indiciels globaux. Des flux qui influencent les trajectoires des valorisations des valeurs composant ces indices.



## Le regard de l'analyste

**Nombre de sociétés dans lesquelles Covéa Finance investit opèrent dans des zones sensibles.** Cela n'est pas sans risque - les enlèvements de plusieurs salariés de VINCI et d'AREVA en 2010 au Niger l'avaient rappelé. **La sécurité des personnes est donc un enjeu social et sociétal permanent pour les entreprises présentes dans certaines zones géographiques, dont il est attendu un comportement d' « employeur responsable ».** Le sujet de la sécurité des salariés est donc pris en compte dans nos analyses ESG des émetteurs privés, tout comme les possibles controverses entre entreprises et groupes armés (nous avons en tête la controverse liée à LAFARGE en Syrie par exemple), qui peuvent avoir un impact financier significatif.

**Ce risque s'est à nouveau matérialisé pour TOTAL, qui a été contraint à la fin du mois dernier de suspendre son projet gazier au Mozambique sous la menace djihadiste.** En novembre dernier déjà, un expert de la sécurité des sociétés en zones sensibles nous avait alertés concernant la porosité de la frontière mozambicaine avec la Tanzanie et l'amélioration des capacités opérationnelles des militants terroristes, laissant craindre une possible déstabilisation de la vaste zone d'activité offshore située à proximité.

L'arrêt de ce projet (dont l'investissement s'élève à 20 milliards de dollars et dont TOTAL détient 26,5%) est non seulement un coup dur en termes stratégiques et financiers pour le pétrolier français, mais il l'a aussi obligé à organiser l'évacuation de ses employés, sous-traitants et fournisseurs présents sur place. Cela s'est au moins soldé par un succès : personne n'a été significativement exposé aux violences.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés Asiatiques

La semaine a été marquée par une baisse générale des marchés asiatiques en raison de la résurgence de l'épidémie de Covid dans certains pays (Japon, Singapour...) et des craintes d'inflation, notamment liées à la forte hausse des matières premières. La grande majorité des marchés baisse entre 2% à 5%. A noter qu'au Japon, malgré la baisse marquée, la banque centrale n'est toujours pas intervenue via des achats EFTs depuis le début du mois de Mai 2021. De son côté, Taiwan enregistre une baisse encore plus prononcée, de plus de 9%, une baisse particulièrement sévère qui trouve plusieurs sources : 1. Un phénomène ponctuel mais qui exige d'être surveillé, lié à l'expiration des contrats de dérivés qui compte tenu de l'importance des positions spéculatives perdantes à entraîner des appels de marge et des ventes forcées. 2. Un impact plus structurel lié à la hausse importante de la devise depuis plusieurs mois. En effet, le remaniement majeur des chaînes d'approvisionnement a offert des opportunités à un large éventail d'exportateurs taiwanais, profitant à l'économie et faisant logiquement progresser la devise. Depuis mai 2019, celle-ci s'est appréciée de plus de 13% contre dollar. Pour rappel, environ 97% des entreprises à Taiwan sont des PME et beaucoup d'entre elles sont des exportatrices. La semaine dernière un membre de la banque centrale a déclaré qu'il serait difficile à celle-ci de maintenir la devise au niveau actuel, en d'autres termes qu'il fallait s'attendre à une nouvelle appréciation de la devise.

En Chine, la répression contre les plateformes Internet continue de faire rage. Ainsi, le régulateur chinois a annoncé que 86 applications mobiles (Tencent, Baidu, Ping An, China Merchants Bank...) avaient violé les règlements pour collecter les informations personnelles et disposent de 15 jours pour corriger les pratiques sous risque de sanctions. Les problématiques d'approvisionnement en composants continuent d'impacter la production automobile, en témoigne l'annonce de Honda qui suspend la production dans 3 usines au Japon pour au moins 6 jours en Mai 2021. Les tensions géopolitiques internationales continuent d'avoir des effets au niveau microéconomique. Les 3 sociétés de communication chinoises (China Telecom, China Mobile et China Unicom) vont être radiées de la cotation sur la place de New York (NYSE). Cette annonce fait suite à la radiation de la société nationale pétrolière chinoise CNOOC en mars 2021.

### Marché Américain

Une semaine de consolidation, marquée par un recul de tous les compartiments et une remontée sensible de la volatilité. Les valeurs de croissance ainsi que les petites et moyennes capitalisations ont sous performé tandis que les valeurs plus cycliques et défensives ont mieux résisté. Au total, le S&P 500 cède 1,4%. Au niveau des annonces de sociétés, nous notons que les ventes de Tesla en Chine pour le mois d'Avril ont marqué un net repli et pourraient entraîner une décision de reporter un projet d'achat des terrains supplémentaires pour agrandir l'usine de Shanghai. Même si le projet d'une telle extension n'avait jamais été confirmé, il est important de surveiller l'orientation des ventes de Tesla en Chine, au regard des tensions en cours entre les Etats Unis et la Chine et des risques de manipulation des consommateurs (large campagne de « désinformation » actuellement en Chine visant à discréditer la sécurité des véhicules Tesla). Par ailleurs, la concurrence accrue sur le segment des véhicules électriques participe également à ce ralentissement des ventes de Tesla.

Sur un autre sujet, Elon Musk a continué d'influencer sensiblement le cours du Bitcoin, d'abord en revenant sur sa décision d'accepter cette crypto-monnaie comme mode de paiement pour ses véhicules en raison de son coût environnemental excessif,

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

puis en laissant entendre sur un tweet ce weekend qu'il pourrait céder les positions acquises en bitcoin (après avoir dit, dans le courant de la semaine, qu'il les conserveraient). Sur ce revirement, le bitcoin a sensiblement chuté. Toujours sur le front des crypto-monnaies, Binance Holdings (la plus grande bourse de crypto-monnaies du monde) fait l'objet d'une enquête du ministère de la Justice et de l'IRS (Internal Revenue Service). Les autorités américaines craignent que les crypto-monnaies ne soient utilisées pour dissimuler des transactions illégales (vols et trafic de drogue) et frauder le fisc. Binance a été fondée par Changpeng Zhao (sino-canadien) et est enregistrée aux îles Caïmans.

Enfin, de leurs côtés, les autorités Chinoises continuent de vouloir institutionnaliser l'usage de la crypto-monnaie, en témoigne cette semaine les annonces des banques online Mybank (Alipay) et Webank (Tencent) d'intégrer la devise digitale chinoise (e-CNY) dans leur système pour participer à des tests nationaux, aux côtés de nombreuses banques nationales. Parmi les nouvelles de sociétés, nous retiendrons que Colonial Pipelines, le plus important réseau de pipelines de la côte Est a subi une attaque informatique qui a obligé une fermeture de 6 jours et entraîné des pénuries de carburants et une hausse des prix du



## Le regard de l'analyste

**Les perturbateurs endocriniens** sont des substances qui dérèglent notre système hormonal. Cela n'est pas anodin : l'exposition à ces substances est fortement suspectée d'être à l'origine de l'augmentation des cancers hormonaux-dépendants (cancers de la prostate, du sein, de l'ovaire et de la thyroïde), de l'infertilité, de l'obésité, des malformations congénitales ou encore des troubles du développement du système nerveux.

**Bien que les sources d'exposition soient multiples, les perturbateurs endocriniens sont très souvent associés aux cosmétiques**, du fait que les parabènes, les benzophénones, les bisphénols et les phtalates soient particulièrement répandus dans ces produits. Par exemple, les parabènes sont appréciés pour leurs propriétés antimicrobiennes, ce qui permet d'améliorer la conservation. Tandis que certains groupes industriels soutiennent que ces substances chimiques ne sont présentes qu'à des doses très faibles dans les cosmétiques, et par conséquent, sont sans danger, la recherche scientifique et la dynamique réglementaire ne vont pas dans ce sens. Dans le cadre de la seconde stratégie nationale sur les perturbateurs endocriniens (SNPE 2) (2019-2022), l'Agence nationale de sécurité sanitaire prévoit de resserrer l'étai en publiant une liste officielle des substances perturbatrices endocriniennes classées en trois catégories : avérées, présumées et suspectées.

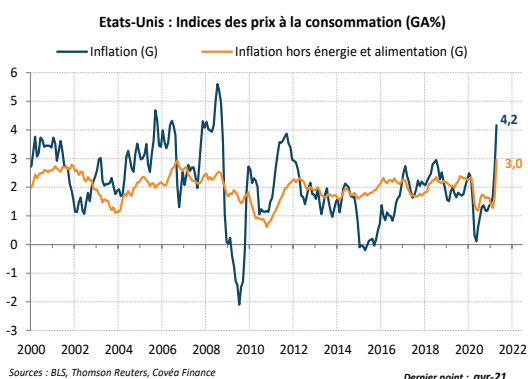
Toutefois, les efforts de l'industrie des cosmétiques pour évoluer vers des produits plus durables et plus sains ne doivent pas être occultés. **La multinationale américaine COTY a récemment reçu la certification « C2C Certified Material Health » à travers sa marque Lancaster, qui a développé une gamme de crèmes solaires prenant en compte ces critères sanitaires et qui couvre tout de même 100% du spectre solaire. Preuve supplémentaire que les évolutions réglementaires ne sont pas forcément une malédiction.**

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« L'inflation accélère fortement au mois d'avril sous l'effet de facteurs temporaires »

Après un rapport d'emploi jugé très décevant, c'est au tour de l'inflation de surprendre les prévisionnistes avec une accélération plus marquée que prévue. Au mois d'avril, la croissance annuelle des prix, mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC), atteint ainsi 4,2%, un plus haut depuis septembre 2008. Cette hausse, bien que partiellement liée à la dynamique du prix du baril de pétrole, traduit également un renforcement des tendances inflationnistes sous-jacentes. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation enregistre une progression annuelle de 3,0%, un plus haut depuis 1981. Par rapport au mois précédent, l'inflation affiche également une progression historiquement élevée avec un gain de 0,8% pour l'inflation totale et de 0,9% pour l'inflation sous-jacente. **Au-delà des importants effets de base, une**



**large partie de cette hausse apparaît attribuable à l'accélération de quelques secteurs.** Ainsi, les prix des voitures d'occasion affichent une croissance mensuelle de 10% et contribuent pour près d'un tiers à la hausse mensuelle des prix. Cette nette hausse peut être interprétée à la lumière des difficultés d'approvisionnement qui touchent le secteur de l'automobile et pénalise la production de véhicules neufs. Face à cette offre contrainte, la distribution des chèques dans le cadre du plan de relance a également pu alimenter la demande. Des développements similaires peuvent également expliquer, au moins partiellement, la hausse des prix des biens électroniques. Les frictions inhérentes à la réouverture de l'économie se retrouvent également au sein d'autres sous-secteurs, avec une hausse marquée des prix des billets d'avions, des locations de voiture et de l'hôtellerie. **Cette nette accélération des prix, bien qu'elle soit supérieure aux anticipations, ne semble toutefois pas entraîner une modification du discours de la**

**Réserve Fédérale (Fed).** Dans une allocution prononcée le lendemain de la publication, C. Waller, membre du conseil des gouverneurs, rappelle que cette hausse reste attribuable à des facteurs transitoires, liés à la réouverture de l'économie, aux effets de base, ainsi qu'à un décalage entre l'offre et de la demande, tant du côté de l'industrie que de celui du marché du travail, où les mesures de restrictions encore en place ainsi que l'augmentation des allocations chômage peuvent limiter la reprise de l'emploi. **Au cours des mois à venir, la Fed estime que l'inflation devrait rester au-dessus de la cible avant de refluer vers les 2% à horizon 2022 .**

**Du côté des ménages, les ventes au détail stagnent en d'avril, après une forte progression mensuelle en mars (+10,7%) liée à la distribution des chèques de 1400\$ dans le cadre du plan de relance de l'économie.** Sur le mois, la hausse des ventes de voitures (+2,9%) a été compensée par une réduction des autres composantes, avec notamment une baisse marquée des ventes de vêtements (-5,1%). Hors ventes de voitures et d'essence, les ventes au détail reculent ainsi de 0,8% sur le mois. Par rapport à février 2020, et en raison d'un fort effet de base, les ventes au détail affichent une croissance annuelle de 51,2%. **Au mois de mai, la confiance des ménages enregistre un léger recul selon l'enquête mensuelle de l'Université du Michigan.** L'indice la synthétisant passe de 88,3 en avril à 82,8 en mai, et efface ainsi deux mois de progression. Il se situe bien au-dessus du plus bas enregistré lors de la pandémie mais reste en-deçà des niveaux d'avant crise. L'enquête attribue une partie de cette baisse à une nette augmentation des anticipations d'inflation des ménages. Les prévisions d'inflation des ménages atteignent ainsi 4,6% à un an et 3,1% à 5 ans.

**Dans l'industrie, la production manufacturière progresse de 0,4% en avril par rapport au mois précédent et ce malgré un fort recul de la production automobile (-4,3%) lié à la pénurie de semi-conducteurs.** Selon l'institut statistique américain, une large partie de la hausse de l'activité est attribuable à la réouverture des lignes de production endommagées lors des tempêtes de février. En glissement annuel, l'industrie manufacturière affiche une hausse de 23% mais demeure légèrement en deçà des niveaux d'avant crise. Le taux d'utilisation des capacités progresse de 0,3 point pour atteindre 74,1%, un niveau qui demeure inférieur à la moyenne de long terme du secteur.

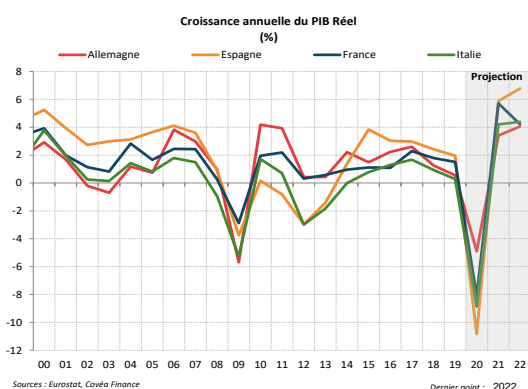


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La Commission Européenne revoit à la hausse ses projections de croissance »

**La Commission européenne revoit ses projections économiques à la hausse sur fond de levée des restrictions sanitaires, d'accélération des campagnes de vaccination et de forte demande mondiale** (surtout en provenance des Etats-Unis et de la Chine). Le scénario anticipe une levée mesurée des restrictions au deuxième trimestre 2021 avant un déconfinement plus franc au second semestre. Des restrictions limitées pourraient toutefois encore se maintenir en 2022. Selon les nouvelles estimations, la Zone euro devrait voir son PIB croître de 4,3 % en 2021 puis 4,4 % en 2022, alors que les prévisions précédentes tablaient sur une croissance de 3,8 % pour ces deux années. La Commission met en avant le redressement récent des indicateurs d'enquêtes ainsi qu'une meilleure adaptation des agents économiques aux mesures de restriction pour justifier sa révision haussière. Elle considère également que le retour du tourisme devrait soutenir l'activité dès cet été et met l'accent sur le rôle du soutien budgétaire dans cette amélioration. En particulier, ces projections sont les premières à prendre



entièrement en compte les effets du plan de relance européen de 750 Mds€ dont les fonds devraient affluer progressivement à compter de juillet. La Commission estime que les dépenses supplémentaires financées par les subventions du plan de relance représenteront 62 Mds€ en 2021 et 77 Mds€ en 2022, soit 139 Mds€ (40% des subventions totales du plan). Le plan de relance entraînerait une augmentation du PIB de l'Union Européenne d'environ 140 Mds€ (1,2% du PIB de 2019) d'ici à 2022. La Commission précise que cette estimation ne mesure que les effets directs et à court terme du plan de relance. La Commission prend également en compte dans ses prévisions les effets positifs sur la demande extérieure du plan de relance américain. **Du côté des finances publiques, le prolongement des mesures de soutien se traduit par des déficits toujours très conséquents à 8% du PIB en Zone euro en 2021 portant le ratio de dette sur PIB à 102%.** Les

principales incertitudes que la Commission met en avant sur ces perspectives sont les évolutions sanitaires, l'attitude des agents économiques et notamment des ménages qui ont accumulé beaucoup d'épargne (bien que la Commission souligne que la concentration de cette épargne auprès des ménages les plus aisés devrait limiter le poids de ce paramètre), la capacité à profiter de la forte demande extérieure, les effets de long terme de la crise (hystérèse) ou encore la durabilité du soutien budgétaire des gouvernements.

**Dans l'industrie, les contraintes sur l'offre continuent de peser sur la production.** La production industrielle manufacturière stagne en mars après la contraction de 1,2% enregistrée en février. Alors que la production de biens d'investissement (-1%) et de biens de consommation durables (-1,2%) a de nouveau baissé, la production de biens de consommation intermédiaires (0,6%) et non durables (1,9%) s'est redressée. En glissement annuel, la production industrielle a augmenté de près de 11% en raison d'un large effet de base. Ces chiffres contrastent avec les niveaux historiques atteints par les enquêtes sur l'activité manufacturière, en particulier les indices PMI, en lien avec la très forte demande adressée au secteur. Toutefois, les PMI manufacturiers sont également tirés à la hausse par leur composante « délais de livraison » qui atteint des points haut historiques en lien avec les pénuries et les perturbations sur les chaînes d'approvisionnement. Ces éléments affectent lourdement la production dans certaines industries, telle que l'automobile qui enregistre un recul pour un 4ème mois consécutif. Par pays, la production manufacturière a progressé en Allemagne (0,7% en glissement mensuel en mars), en France (0,3%) et en Espagne (0,2%) mais a décliné en Italie (-0,1%).

**En Allemagne, l'indicateur ZEW, construit à partir d'une enquête d'opinion auprès des experts du secteur financier, poursuit son amélioration au mois de mai.** L'indice de confiance sur les perceptions économiques à six mois progresse à nouveau, après une baisse en début d'année liée pour partie à la dégradation du contexte sanitaire, et atteint un plus haut historique. La perception de la situation économique présente s'améliore également mais reste sur un niveau historiquement bas. Enfin, les anticipations d'inflation à six mois sont elles aussi historiquement élevées, ce qui est au conforme aux projections sur la dynamique des prix allemands.

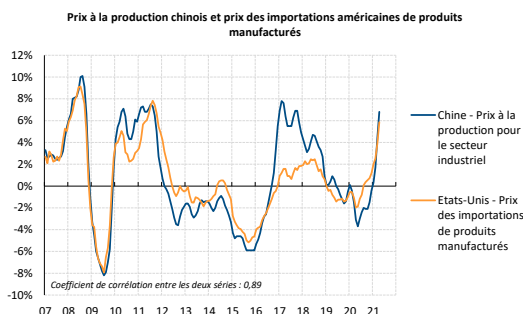
**Du côté de la politique monétaire, le compte rendu de la réunion de la BCE des 21-22 avril apporte relativement peu de nouvelles informations.** Le Conseil des gouverneurs a pris note de l'amélioration récente des conditions macroéconomiques mais demeure prudent et a souligné le risque d'une reprise hétérogène au sein de la Zone euro, notamment pour les pays fortement dépendants des services. Le conseil des gouverneurs s'est accordé à dire que l'intervention de la BCE en mars a permis de protéger les conditions de financement en zone euro. Selon le conseil, les taux d'intérêt sans risque et les rendements des obligations souveraines, qui avaient augmenté plus tôt dans l'année, ont affiché un profil d'évolution essentiellement stable depuis la réunion de mars et se sont découplés des évolutions sur les marchés américains. De plus, les conditions du crédit au sens large ont été jugées comme étant restées favorables selon la dernière enquête sur les conditions bancaires de la BCE.

**Au Royaume-Uni, l'activité a enregistré un recul trimestriel de 1,5% au premier trimestre 2021 et s'inscrit ainsi 8,7% en dessous de son niveau d'avant crise selon l'estimation préliminaire.** Les mesures de confinement strictes ont fortement pesé sur l'activité des services, qui enregistre une baisse de 2,0% sur la période. L'industrie s'inscrit également en recul, avec un repli de 0,4%. Seule la construction s'affiche en hausse sur la période. L'indicateur mensuel d'activité de l'institut statistique britannique témoigne toutefois d'une nette reprise de l'activité au mois de mars. Relativement au mois précédent, l'économie enregistre un gain de 2,1%, en lien avec la réouverture progressive de l'économie. Du côté du commerce, les exportations vers l'Union Européenne s'approchent des niveaux d'avant crise. En revanche la reprise des importations en provenance de l'UE demeure poussive.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Les prix à la production chinois rebondissent en avril, soutenus par le prix des matières premières »



Source : National Bureau of Statistics ; U.S. Bureau of Labor Statistics ; Covéa Finance

Dernier point : avril 2021

**En Chine, les prix à la production ont progressé de +6,8% en glissement annuel au mois d'avril, soit la croissance la plus rapide depuis 2017, après +4,4% en mars.** La croissance des prix à la production en glissement annuel a bénéficié d'un effet de base favorable en avril du fait de l'impact de la pandémie au printemps 2020. La hausse des prix à la production chinoise est également liée à la très forte augmentation des prix des matières premières, notamment les métaux, qui sont soutenus par le rebond économique au niveau mondial et par une demande chinoise toujours forte dans les infrastructures et l'immobilier. Dans le détail, il est notable de constater que la hausse des prix à la production concerne avant tout les biens intermédiaires destinés à la production (parmi lesquels les matières premières vendues par les entreprises chinoises), qui progressent de +9,1%, tandis que le prix des biens finis destinés à la consommation est en fait quasiment stable en avril avec une croissance de +0,3%, confirmant l'idée d'un rebond des prix soutenu avant tout par la hausse du cours des matières premières.

**Les prix à la consommation, publiés simultanément, ne progressent ainsi que de +0,9% en glissement annuel en avril, en légère accélération après +0,4% en mars.** En glissement mensuel, les prix à la consommation font également part d'un léger redressement, se contractant de façon moindre en avril, avec -0,3%, après -0,5% en mars. Les prix à la consommation ont été soutenus par une hausse du prix des services, notamment dans les transports (+4,9% en glissement annuel) et dans les loisirs et le tourisme (+0,7%), ce qui confirme la réouverture complète de l'économie en l'absence de nouveau foyer épidémique lors des derniers mois et suggère une normalisation de la demande intérieure chinoise. Les prix du porc sont par contre en fort recul en avril (-21,4%), en lien avec une reprise de l'offre après des épisodes épidémiques de fièvre porcine, ce qui pénalise l'ensemble de l'indice à hauteur d'environ -0,5pt. La banque centrale chinoise a souligné à l'occasion de la publication de ces chiffres que les hausses du prix des matières premières au niveau mondial, qui sont visibles dans les prix à la production, ne sont par contre pas susceptibles d'avoir un impact marqué sur les prix à la consommation en Chine, limitant la probabilité d'une accélération de l'inflation dans les mois à venir – et suggérant le maintien de la trajectoire actuelle de normalisation très graduelle de la politique monétaire. Le rebond des prix à la production chinoise pourrait toutefois alimenter l'hypothèse d'un rebond de l'inflation au niveau mondial, étant donné en particulier la corrélation historique entre les prix à la production chinois et le prix des importations américaines.

**Les données de crédit pour le mois d'avril font part d'une poursuite du ralentissement des flux de financement, en lien avec une base élevée.** En termes de flux, le montant agrégé de financement apporté à l'économie s'élève à 1 850 milliards de yuans en avril, en recul par rapport à 3 100 milliards au mois d'avril de l'année dernière. En termes de stock, l'encours de crédit total continue de ralentir à un rythme soutenu, avec une croissance de +11,7% de l'encours de crédit total en glissement annuel en avril, contre +12,3% en mars. En termes de composition, les flux de crédit bancaire de moyen et long terme augmentent en glissement annuel, suggérant une dynamique favorable pour l'investissement productif des entreprises. Malgré les efforts des autorités pour limiter les risques financiers dans l'immobilier, les prêts immobiliers aux ménages font preuve de résistance et se maintiennent à un niveau similaire à celui de l'année précédente. Comme au mois de mars, les flux de crédit issus des *shadow banks* expliquent l'essentiel du ralentissement, puisqu'ils se contractent de -369 milliards de yuans en avril, après -413 en mars.

**Une étude réalisée par des chercheurs du College of William and Mary aux Etats-Unis vient mettre en lumière le détail des conditions accompagnant les prêts souverains accordés par la Chine aux pays en développement,** en lien avec l'analyse du poids géopolitique croissant de la Chine que nous avons formulées dans nos Perspectives Economiques et Financières, qui passe notamment par une « diplomatie de la dette » vis-à-vis des pays en développement en manque de financement. L'étude se base sur 100 contrats signés par des pays emprunteurs avec les banques publiques chinoises (China Development Bank et China Eximbank). Elle montre que les taux d'intérêt des prêts consentis par la Chine sont dans l'ensemble en ligne avec les taux pratiqués par le marché, avec des taux d'intérêt supérieurs de 0,5% à 4,5% au taux du Libor selon le pays. La quasi-totalité des contrats étudiés n'imposent par ailleurs pas aux pays emprunteurs d'apporter des actifs physiques comme collatéral aux prêts, une pratique prédatrice critiquée qui ne semble toutefois pas prévalente. Les contrats de prêts accordés par la Chine nécessitent par contre régulièrement que les pays emprunteurs conservent le collatéral sur un compte bancaire séparé, facilement saisissable par les créanciers chinois en cas de défaut. Les conditions des prêts chinois nuisent également à la coordination avec les autres créanciers : ils comprennent des clauses de confidentialité plus strictes que la moyenne et spécifient dans la grande majorité des cas que les dettes contractées ne pourront pas faire l'objet de restructurations dans le cadre de mécanismes multilatéraux comme le Club de Paris.

**Au Japon, l'indice mensuel de la Banque du Japon suivant la consommation privée accélère au mois de mars, progressant de +1,1% en glissement mensuel, après +0,9% en février.** Ce chiffre confirme la reprise de la consommation des ménages à la fin du premier trimestre déjà suggérée par d'autres indicateurs (ventes au détail et confiance des consommateurs). Il est cohérent avec la fin de l'état d'urgence sur l'ensemble du territoire japonais à ce moment, avec une accélération de la consommation particulièrement marquée dans les services (+2,9%), tandis que les biens durables sont en léger retrait (-0,9%). Il est toutefois probable que le mois de mars constitue un point haut pour la reprise de la consommation privée japonaise, étant donné le rebond de l'épidémie à partir d'avril et l'imposition d'une nouvelle série de mesures sanitaires de restriction.

# 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 / Destructions 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, Mds €)	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			
	Importations (valeur, NCVS, GA%)		6,8	26,9	17,4	38,1	43,1		
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	5,4	4,8	2,5	8,5			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,5	4,6	5,2	6,1			
	Russie	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		

11032021: 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	14/05/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 11/03/21 (% ou pbs)*		
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00		
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00		
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00		
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	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	1,63	0,72	0,09		
		France OAT	-0,34	-0,09	0,26	0,60	0,36		
		Allemagne	-0,57	-0,33	-0,13	0,44	0,21		
		Italie	0,54	0,60	1,07	0,53	0,47		
		Royaume-Uni	0,20	0,74	0,86	0,66	0,12		
		Japon	0,02	0,10	0,09	0,07	-0,01		
Corée du Sud		1,73	2,02	2,16	0,42	0,13			
Brésil		3,22	4,16	3,81	0,59	-0,35			
Russie	6,01	6,77	7,05	1,04	0,29				
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,6	241,5	-1,10	-0,46			
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,22	1,20	1,21	-0,6	1,3		
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-3,7	0,5		
		Yen	126,2	130,1	132,8	5,2	2,1		
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1136	1129	3,4	-0,6		
		Real brésilien	5,2	5,5	5,3	1,4	-4,8		
		Rouble	74,0	73,3	74,0	-0,1	0,9		
		Roupie indienne	73,1	72,9	73,3	0,3	0,5		
		Yuan	6,5	6,5	6,4	-1,4	-1,1		
		<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3939	4174	11,1	6,0
				Japon - Nikkei 300	382	403	395	3,2	-2,1
France - CAC 40	5551			6034	6385	15,0	5,8		
Allemagne - DAX	5954			6284	6537	9,8	4,0		
Zone euro - MSCI EMU	128			137	143	11,8	4,5		
Royaume-Uni - FTSE 100	6461			6737	7044	9,0	4,6		
Corée du Sud - KOSPI	2821			3014	3153	11,8	4,6		
Brésil - Bovespa	119409			114984	121881	2,1	6,0		
Russie - MICEX	3275			3509	3638	11,1	3,7		
Inde - SENSEX	47751			51280	48733	2,1	-5,0		
Chine - Shangai	3473			3358	3490	0,5	4,0		
Hong Kong - Hang Seng	27231			28908	28028	2,9	-3,0		
MSCI - BRIC	1296	1367	1288	-0,6	-5,8				
Euro	S&P (€)				#VALEUR!	#VALEUR!			
	Nikkei 300 (€)				#VALEUR!	#VALEUR!			
	FTSE 100 (€)				#VALEUR!	#VALEUR!			
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	555	685	41,5	23,4		
		Indice CRB**	444	499	538	21,2	7,9		
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	70	69	32,6	-1,3		
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1723	1838	-3,0	6,7		
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9058	10241	31,9	13,1		

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

\*\*CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) 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.