

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

19 Juillet 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

L'Europe, nouveau terrain d'interventions des investisseurs américains ?

Nous constatons toujours l'abondance de liquidités issues de l'action des banques centrales et les flux de collecte du deuxième trimestre de l'année sur les OPC et ETF de droit américain sont positifs dans toutes les catégories : 300 Mds\$ sont souscrits sur ces fonds ouverts.

Les fonds d'actions collectent 116 Mds\$ sur le trimestre et nous ne notons aucune décollecte sur les grandes catégories que nous suivons, signe d'un appétit persistant pour le risque. Une zone géographique particulière bénéficie d'une reprise marquée de ses flux de collecte : l'Europe, avec 13 Mds\$, presque exclusivement via des ETF. Les 41Mds collectés sur les marchés d'actions américaines traduisent un positionnement sur le rattrapage des économies développées post-pandémie. En son sein, les fonds sectoriels, collectent 21 Mds\$ dont 9Mds\$ sur les matières premières et l'énergie. Les flux sont toujours positifs mais ralentissent sur le secteur financier, à 5Mds\$ contre 17 Mds\$ au trimestre précédent. En revanche, il faut souligner que les fonds technologiques sont vendus pour -2 Mds\$, la moitié concernant les fonds de la société ARK, alors que ses ETF avaient collecté 17 Mds\$ au premier trimestre. ARK est une jeune société de gestion d'ETF thématiques, spécialisée sur une gamme dite « d'innovations » dont les encours sont passés de 3.2 Mds\$ début 2020 à 50.2 Mds\$ mi -2021 ! De leur côté, les fonds « mondiaux » et les pays émergents continuent d'attirer les investisseurs américains avec des collectes respectives de 45 Mds\$ et 17 Mds\$ tandis que le Japon reste hors jeu avec une collecte nette nulle.

Les fonds obligataires collectent 184 Mds\$ sur le trimestre. Les flux sont concentrés sur les obligations américaines (149 Mds\$), au sein desquelles le crédit est toujours plébiscité. En effet, les fonds mixtes à dominante crédit (« Autres Obligations US ») collectent 114 Mds\$ et les fonds investis plus particulièrement sur les obligations à haut rendement bénéficient à nouveau de souscriptions de 7 Mds\$. La compression des écarts de rendement ne suffit pas à ralentir l'allocation des investisseurs sur les obligations privées. Toutes les autres catégories bénéficient d'argent frais : les fonds d'obligations émergentes avec +5 Mds\$ et les fonds « mondiaux » avec +30 Mds\$.

L'arbitrage de la gestion active au profit de la gestion passive se poursuit sur les fonds d'actions (148 Mds\$ sont souscrits sur la gestion passive tandis que -32 Mds\$ sortent de la gestion active). Côté obligataire, la proportion de la collecte s'orientant sur les ETF remonte à 34%. Elle était à 19% au premier trimestre mais déjà à 38% sur l'année 2020.

Sommaire

Suivi des marchés p2

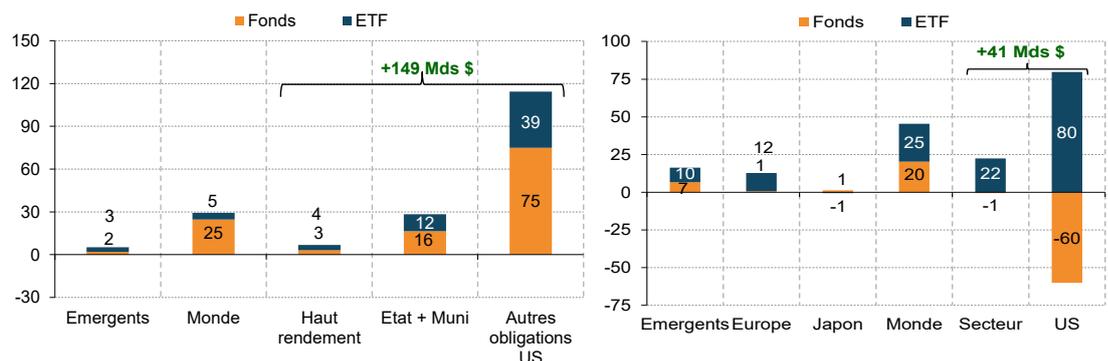
Marchés obligataires
Marchés actions
Regard financier & extra-financier

Suivi macroéconomique p5

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

Flux nets de souscriptions sur les OPC et ETF de droit américain au T2 2021 (Mds\$)



Source : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

Marché de taux

Les taux souverains américains et européens ont de nouveau baissé cette semaine du fait des incertitudes persistantes quant à la dynamique de croissance due à la propagation du variant delta, mais également avec la prudence des banques centrales. Par ailleurs, les craintes d'un resserrement monétaire prématuré aux Etats-Unis qui pourrait entamer la croissance, ont conduit la courbe des taux à s'aplatir. Ainsi, nous nous retrouvons avec le 10 ans américain qui atteint ce matin 1,29%. La France et l'Allemagne sont respectivement à -0,02% et -0,35%. L'Italie est à 0,71%. Le marché du crédit, quant à lui, s'est un tout petit peu tendu sans tendance véritable. Avec le démarrage de la période de publications, les volumes primaire Entreprise ont fortement décliné à 3.6 Mds€, et se sont concentrés sur le Haut Rendement (69%).

Focus : Le marché obligataire de la finance durable

La pandémie et les plans de relance ont accéléré le développement du marché obligataire de la finance dite durable en termes de volumes émis et de nature de titres. Deux catégories d'obligations se distinguent :

- les obligations pour financer un projet (« Use of proceeds »), aussi appelées « obligations durables ». Elles regroupent : les obligations vertes, les obligations sociales .
- les obligations liées à une performance environnementale, sociale ou de gouvernance (« SLB : Sustainability Linked Bonds »). Les « obligations liées à une performance » ne servent pas à financer un projet précis. Leurs rendements évoluent durant la vie des obligations, par un mécanisme de coupons augmentés ou diminués selon la capacité de l'émetteur à atteindre des objectifs spécifiques de performance environnementale, sociale ou de gouvernance.

Cette année, à fin juin 2021, près de 400 Mds€ de ces obligations ont déjà été émis, toutes devises confondues. A cette date, le gisement de ces obligations représente 1 % du gisement obligataire mondial qui avoisine 105 000 Mds€. La taille du gisement libellé en euros s'élève à 744 Mds€, principalement composé d'obligations vertes (62%) et d'obligations sociales (26%). La représentation des obligations sociales a augmenté à partir de 2020 à l'occasion des émissions de l'Union Européenne au titre du programme « SURE » (octobre 2020, pour lutter contre les conséquences économiques et sociales du Covid-19), ainsi que des émissions de la CADES et de l'UNEDIC afin de financer le soutien social consécutivement à la pandémie.

A court terme, le marché des obligations vertes devrait poursuivre sa croissance notamment grâce au programme de relance « Next Generation » de l'Union Européenne émis dans ce format. L'approbation par la Commission Européenne, depuis le 06/07/2021, de nouvelles normes européennes règlementant l'appellation « obligation verte » ont pour objectif de contribuer à sa transparence. Ces nouvelles normes s'inscrivent dans le projet plus vaste d'établissement d'une nouvelle taxonomie de l'Union Européenne qui définit les critères et les seuils et qui a également été adopté par la Commission Européenne le 21/04/2021. Sur la courbe souveraine allemande, les obligations vertes présentent désormais un rendement inférieur de 6 pb aux autres obligations de maturité comparable. Enfin, la part des obligations à performance ESG, actuellement réduite, devrait également progresser significativement. Plusieurs sociétés, telles que Total Energie en février 2021, se sont engagées à émettre désormais uniquement dans ce format.

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 de -0,80%, alors que la saison de publications du deuxième trimestre débute. En termes de performances sectorielles, le segment de la consommation non-cyclique (+0,6%) arrive en tête du classement, tiré par la distribution alimentaire et les producteurs de boissons (Heineken +2,8%, Jeronimo Martins +1,4%) qui résistent bien dans ce mouvement baissier de marché. La Technologie (+0,6%) conforte son avance depuis le début de l'année. Dans un environnement de taux souverains faibles, la récurrence du modèle économique des sociétés de logiciels est recherchée par les investisseurs (Dassault Systemes +2,2%, Nemetscheck +5,4%). La santé (+0,5%) profite à la fois de la résilience des laboratoires pharmaceutiques et de la forte progression des sociétés d'équipements médicaux (Sartorius +6,0%) qui bénéficient spécifiquement d'une croissance visible à l'instar du secteur de la technologie. Enfin, le secteur des services de communication (+0,5%) profite de la bonne publication d'Elisa (+5,9%) grâce à la migration profitable de ses clients vers la 5G ainsi que Nokia (+5,9%) qui revoit sa cible annuelle à la hausse. A l'inverse, les secteurs cycliques sous performent l'indice. L'énergie (-2,7%) ferme la marche alors que le rebond du baril s'essouffle. L'Industrie (-1,9%) est pénalisée par le repli de la composante aérienne (Safran -5,3%, Aena -3,5%) et l'avertissement sur résultat de Siemens Gamesa (-18,2%) dont nous reparlons ci-après. Enfin, la Finance (-1,9%) est retenue par sa composante bancaire qui subit le mouvement de baisse des taux souverains. En termes géographiques, la Finlande (+1,3%) domine le classement grâce au développement de la 5G qui bénéficie à la fois Nokia et Elisa comme évoqué précédemment. En bas de classement L'Espagne (-3,1%) est pénalisée par la forte pondération de Siemens Gamesa ainsi que la baisse d'Inditex (-5,8%) suite au ralentissement des ventes d'Asos. Enfin l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (-1,3%) sous performe l'indice général mais conserve une nette avance depuis le début de l'année.

La semaine passée marque le début de la saison de publications de résultats des sociétés européennes pour le deuxième trimestre de cette année. La période sous revue marque pour beaucoup d'acteurs le point haut de l'effet de base favorable en termes d'activité puisque la pandémie et la fermeture des économies avaient fortement impacté le deuxième trimestre de

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

2020. Les commentaires des équipes dirigeantes au sujet des prix des intrants ou concernant les problématiques d'approvisionnement (semi-conducteurs notamment) – 2 sujets mis en avant lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières – seront particulièrement importants, au moins autant que la visibilité qui pourra être offerte aux investisseurs sur le reste de l'année, d'autant plus que les estimations de bénéfices par action ont continué d'être revues en hausse depuis le début de l'année (+9,2% sur 1 an glissant et +1,6% sur 1 mois pour le MSCI EMU au 30/06/21). Nous nous préparons à une augmentation traditionnelle de la volatilité lors des semaines à venir, comme en témoigne les communications qui ont déjà eu lieu la semaine passée et notamment deux qui illustrent bien les risques mentionnés. D'une part, Siemens Gamesa, acteur majeur des turbines pour éoliennes a dû revoir à la baisse ses objectifs de rentabilité pour l'année, mettant en avant une augmentation du coût des matières premières. D'autre part, Ericsson, l'équipementier de télécommunications suédois, a également déçu, la direction du groupe ayant évoqué les mesures de rétorsions chinoises (notamment face à l'exclusion de Huawei et ZTE de certains appels d'offre en Europe) dans l'attribution des contrats de déploiement de la 5G en Chine pour expliquer une croissance du chiffre d'affaires moins favorable qu'attendue par le groupe.

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés Américains : aux Etats Unis le S&P 500 termine en baisse de 1%. Une semaine marquée par les propos de Jérôme Powell qui confirme le caractère transitoire des pressions inflationnistes, les craintes liées à la prolifération du variant Delta à travers le monde et enfin les premières publications de résultats d'entreprises. Dans ce contexte et alors que les taux long retrouvent des niveaux bas, les secteurs défensifs et sensibles à la baisse des taux progressent tandis que les secteurs cycliques, au premier rang desquels l'énergie évoluent en baisse. Sur le plan des publications de résultats d'entreprise, ce sont, comme à leur habitude, les banques qui ont démarré la saison. Alors que le message prudent envoyé en juin sur la dynamique de demande de crédit avait déjà donné quelques indications, les banques ont, dans l'ensemble, dévoilé de très bons résultats compte tenu du caractère exceptionnel des reprises de provisions qui contribuent fortement à la progression des résultats par rapport à la même période il y a un an. En revanche et malgré une bonne dynamique de consommation et de prêts immobiliers, les revenus progressent peu, voire régressent notamment compte tenu d'activités de marché faibles et la persistance de taux bas. De ce fait, ces résultats ont été diversement accueillis par les investisseurs. Wells Fargo, Morgan Stanley, First Republic et US Bancorp ont davantage convaincu que Bank of America, JP Morgan et Goldman Sachs dont les marges nettes d'intérêt et les activités de marché ont été plutôt sources de déception. Il serait difficile de ne pas évoquer, encore une fois, les géants du numérique dont les performances boursières sont d'autant plus insolentes que les initiatives des régulateurs à leur encontre, loin de faiblir, se multiplient. Google, déjà cité la semaine dernière au sujet de ses pratiques vis-à-vis de ses clients sur la plateforme Android, se voit à nouveau infliger une amende en Europe. Amazon est quant à lui déjà sous surveillance de la FTC au sujet de l'annonce récente de l'acquisition des studios de production MGM, cette dernière suscitant des préoccupations quant à son impact sur l'environnement concurrentiel. Apple a notamment fortement progressé sur la semaine. Bien qu'ayant été rétrogradé à la troisième place en terme de parts de marché mondiale sur les smartphones derrière Xiaomi, le groupe, qui doit publier très bientôt ses résultats, aurait passé commande auprès de ses fournisseurs pour l'équivalent d'environ 90 millions d'iPhone de nouvelle génération pour la seule fin d'année 2020, soit presque 20% de plus que les années précédentes, ce qui suggère l'anticipation d'une demande forte pour ses dernières générations d'iphones 5G.

Marchés Asiatiques : en Asie, la semaine a été marquée par une hausse générale des principaux marchés. Les propos de Jérôme Powell au congrès ont semblé rassurer quant à volonté de la FED de conserver une politique monétaire accommodante, de nombreux éléments militent en faveur d'une baisse de la pression inflationniste à court terme. De plus, les différentes mesures et annonces du gouvernement chinois sur la libération d'une partie de ses réserves de métaux et de charbon, puis l'incapacité de l'OPEP à trouver un accord a permis une détente sur les prix des matières premières. En Chine, la baisse de 0,5% du taux de réserve obligatoire des banques et un certain assouplissement des contrôles sur les géants d'Internet ont alimenté la progression du marché chinois. La hausse des marchés coréens et taiwanais est pour sa part davantage liée à une anticipation d'une bonne publication des résultats notamment dans le secteur des semi-conducteurs. Enfin, au Japon, l'annonce de Takanaka, un conseiller du Premier Ministre de la nécessité d'un budget de soutien de 270 mds USD a également contribué à la hausse des marchés.

Les défauts des développeurs chinois se propagent alors que Languang n'honore pas un paiement. Le constructeur chinois Sichuan Languang Development n'a pas réussi à rembourser une obligation locale, marquant son premier défaut sur un marché du crédit chinois aux prises avec des défaillances croissantes. La société n'a pas été en mesure de lever suffisamment de fonds pour le remboursement d'une obligation locale de 900 millions de yuans (139 millions \$). La défaillance déclencherà également des défauts croisés sur les obligations locales et la dette offshore de l'entreprise, a déclaré S&P, Languang ayant 1,05 milliard\$ d'obligations en dollars en circulation. Languang est l'un des plus grands constructeurs chinois, classé 38e en 2020 selon China Real Estate Information. Le promoteur a 4,5 milliards de yuans de dettes en souffrance. Par comparaison, China Fortune Land Development, qui avait vu son premier défaut de paiement obligatoire plus tôt cette année, a récemment révélé que son total de prêt en souffrance était de 67 milliards de yuans. Tout cela dans un contexte où les inquiétudes concernant le poids lourd du secteur, Evergrande Group, restent importantes. Les actions de Languang cotées à Shanghai ont chuté de 41% cette année, l'une des plus fortes baisses de l'indice.

TSMC, plus que jamais au cœur des pénuries et des enjeux géopolitiques. Comme nous le soulignons dans nos perspectives économiques et financière de début d'année, l'industrie des semi-conducteurs joue un rôle central dans l'innovation et la digitalisation de l'économie mais se retrouve confrontée depuis longtemps à des problématiques de cycles. Elle doit gérer une demande fluctuante avec des outils de production lourds, synonymes de coûts fixes élevés, aboutissant à une concentration progressive du secteur. C'est notamment de ce processus qu'a émergé TSMC qui capte aujourd'hui plus de la moitié de la production mondiale de puces de haute technologie et très haute technologie (celles inférieures à 7 voire 5 nm).

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Alors que l'activité mondiale repart, les capacités de production, peu flexibles à court terme, peinent à satisfaire la demande, provoquant des pénuries jusque dans l'automobile, faisant prendre conscience aux industriels comme aux Etats de la nécessité de sécuriser les approvisionnements.

Concentrant l'essentiel de sa production à Taiwan, TSMC n'en reste pas moins le partenaire incontournable des champions technologiques occidentaux d'Apple à Nvidia en passant par ARM. Mais face aux pressions suscitées par les pénuries et les craintes liées à la concentration trop forte de la production à Taiwan, le groupe tente de rassurer ses clients et cherche à éviter que ces derniers ne cherchent à lui substituer d'autres alternatives (même s'il faut reconnaître qu'ils n'en ont pas beaucoup tant son avance technologique est grande). A l'occasion de sa publication de résultats la semaine dernière, son dirigeant s'est efforcé de montrer qu'il était disposé à répondre aux enjeux géopolitiques. Il va ainsi investir massivement dans des capacités de production au plus près de ses clients, aux Etats-Unis voire au Japon, et augmenter la production sur des produits à faible valeur ajoutée, même si cela peut avoir un impact négatif sur sa rentabilité, dans un souci de réduire les pénuries. Cela est notamment vrai dans l'automobile où le groupe a augmenté sa production de 30% ces derniers mois et de 60% par rapport à 2020. Il devrait ainsi contribuer à aider les constructeurs à résoudre leurs retards de production au second semestre. Cependant, d'autres pénuries dans des secteurs technologiques de pointe persisteront vraisemblablement jusqu'en 2023, comme l'évoquait le CEO de Nvidia le mois dernier. On comprend d'autant mieux les raisons qui poussent Taiwan à sécuriser de son côté les approvisionnements en vaccins à destination des salariées de TSMC, l'économie mondiale ne pouvant se permettre de manquer davantage de puces...



Le regard de l'analyste

Gouvernance au Japon. La gouvernance d'entreprise au Japon est différente de celle en place en Europe par de nombreux aspects. On sait que la culture japonaise donne une place importante à la hiérarchie. Ainsi, les employés par respect pour leurs supérieurs hiérarchiques et leurs dirigeants ne sont pas enclins à faire état des plus mauvaises nouvelles afin de ne pas ternir la réputation de leur entreprise.

C'est pourquoi les dernières actualités concernant Toshiba sont particulières. En mars dernier, des actionnaires du groupe japonais ont voté en faveur d'une enquête indépendante sur des allégations selon lesquelles des investisseurs auraient subi des pressions avant l'assemblée générale de l'année dernière. C'est seulement la quatrième fois qu'une motion d'actionnaires activistes est approuvée au Japon et la première dans une entreprise de cette taille dans l'Histoire.

Le rapport de plus de 147 pages, publié par des avocats externes, fait état d'une collusion de l'entreprise avec le gouvernement pour réprimer les investisseurs activistes. Le rapport avance que la campagne pour empêcher les actionnaires d'exercer leurs droits aurait été orchestrée par Toshiba et des responsables du ministère de l'Economie, du Commerce et de l'Industrie (Meti), et menée avec la connaissance du secrétaire de cabinet de l'époque, aujourd'hui Premier Ministre, Yoshihide Suga. Une intervention du gouvernement qui, si elle est confirmée, n'agira pas en faveur de Toshiba et risque de refroidir encore les investisseurs étrangers alors que ces derniers avaient sauvé Toshiba d'une radiation de la bourse de Tokyo en 2017 (Un consortium de hedge funds américains avaient racheté près de 2Mds de ses créances lui permettant de ne pas terminer son exercice comptable 2017-2018 avec un actif net négatif, synonyme d'exclusion humiliante).

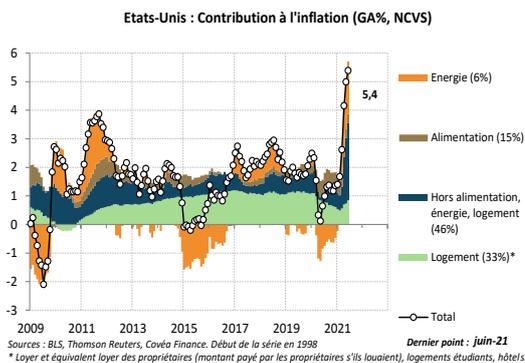
Le contenu du rapport décrit « la paranoïa et la réticence profondément enracinées » de la direction de Toshiba pour « repousser le changement »... et le vendredi 25 juin, le Président du Conseil d'Administration a été relevé de ses fonctions par les actionnaires.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'accélération de l'inflation reste concentrée sur un nombre restreint de composantes »

L'inflation américaine a maintenu une dynamique haussière au mois de juin. L'indice des prix à la consommation et l'indice sous-jacent (hors alimentation et énergie) enregistrent une progression de 0,9% sur le mois. L'inflation en rythme annuel passe ainsi de 5% à 5,4%, et l'inflation sous-jacente progresse à 4,5%. Ce mouvement repose très largement sur une



accélération marquée d'un nombre restreint de biens et services, particulièrement sensibles aux conditions spécifiques actuelles (pénurie de semi-conducteurs affectant la production automobile, réouverture de secteurs jusqu'alors contraints). Ainsi le prix des véhicules d'occasion, qui ne représente que 2,8% de l'indice des prix, affiche une hausse de 10,5% sur le mois (+45% en rythme annuel) et contribue à un tiers de l'augmentation mensuelle de l'indice des prix. Les véhicules neufs sont en hausse également de 2% sur le mois. Par ailleurs, les prix des locations de véhicules affichent une progression de 5%, les billets d'avion de 2,7% et les hôtels de 7%, signaux du redémarrage du secteur touristique. Les prix des restaurants progressent de 0,7% sur le mois, ce qui constitue la plus forte augmentation mensuelle depuis 1981. Ce dynamisme peut être lié à la réouverture, mais pourrait aussi refléter la hausse des salaires dans ce secteur qui est répercutée dans les prix des menus. La croissance des prix des loyers et des loyers imputés (loyers que les propriétaires devraient payer s'ils étaient

locataires de leur logement) a été modeste ces dernières années mais on observe une légère inflexion haussière sur les mois récents (+0,2% et +0,3% respectivement en juin). Un renforcement de ces composantes, caractérisées par une certaine inertie, sera un élément à surveiller pour juger d'une augmentation plus persistante des prix.

Au lendemain de cette publication, le président de la Réserve fédérale a maintenu un ton accommodant lors de son audition au Congrès. Jerome Powell a une nouvelle fois considéré que l'accélération récente des prix est transitoire et que le rythme de croissance actuel ne justifiait pas une réduction du soutien monétaire.

Concernant la politique budgétaire, les négociations se sont prolongées au Congrès pour faire adopter le plan bipartisan d'infrastructures (routes, transports, réseau d'eau, d'électricité et haut débit). Les divergences sur la question du financement de ce projet de près de 1000 Mds\$ de dépenses sur 5 ans restent fortes entre le camp démocrate et républicain. Elles n'ont pas permis de nouvelles avancées en vue d'une proposition au vote. Parallèlement, les Démocrates ont proposé un second volet de relance en infrastructures (ciblant essentiellement le climat, l'éducation, la santé et la famille) pour un montant de dépenses additionnelles de 3500 Mds\$. Face au rejet des Républicains, ce volet de dépenses devra être adopté avec le seul soutien des élus Démocrates par la procédure dite de réconciliation, qui permet le vote de projet de loi à la majorité simple. Cette majorité démocrate est néanmoins très étroite et aucune défection ne sera possible au Sénat. Certains Sénateurs démocrates ont déjà fait part de leur scepticisme quant aux hausses de taxes envisagées pour financer ce plan de dépenses, ce qui devrait conduire à une révision à la baisse des ambitions.

En termes de données d'activité, la production industrielle américaine a poursuivi sa progression en juin (+0,4% en glissement mensuel), malgré les difficultés persistantes du secteur automobile dont la production enregistre une contraction de 6,6% sur le mois. Le dynamisme s'est concentré dans le secteur minier (+1,4%), les services aux collectivités (+2,7%) et la chimie (+0,6%). Le niveau de la production manufacturière est désormais au-delà des niveaux d'avant crise, tandis que le niveau de la production minière reste encore en convalescence, malgré sa récente accélération.

Du côté des ménages, les dépenses restent soutenues. Les ventes au détail enregistrent une progression mensuelle de 0,6% en juin, tirée par l'habillement (+2,6%), la restauration (+2,3%) et les carburants (+2,5%). En revanche, les ventes d'automobiles restent mal orientées avec un recul de 2% sur le mois, vraisemblablement en répercussion des contraintes actuelles sur l'offre de véhicules. Hors automobile, les ventes au détail augmentent de 1,3% sur le mois.

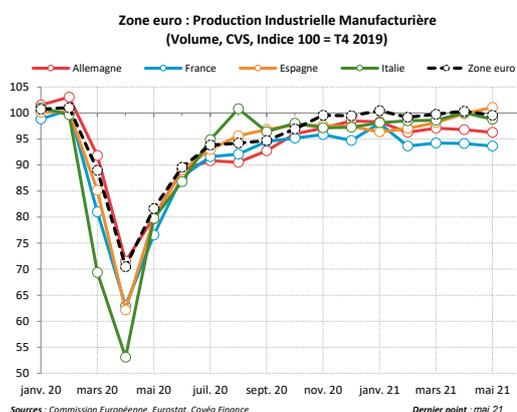
Sur le marché du travail, la décline des nouvelles demandes d'allocation chômage s'est poursuivie la semaine du 10 juillet, avec 360 000 inscriptions enregistrées, contre 386 000 la semaine précédente. Les demandes totales d'allocation chômage standard sont orientées également en baisse sur la semaine du 3 juillet à 3,24 millions de personnes, ce qui constitue un nouveau point bas depuis le début de la crise du covid-19.

Suivi Macroéconomique

Europe

« L'évolution des conditions sanitaires demeure une source de préoccupation en Europe »

Cette semaine, les annonces sanitaires ont à nouveau marqué l'actualité de l'Europe. En France, le Président de la République, E. Macron, a présenté un nouvel ensemble de mesures destinées à lutter contre la diffusion du nouveau variant et à favoriser la vaccination. Le Président a annoncé l'obligation vaccinale pour les personnels des établissements de santé et pour tous ceux travaillant au contact des personnes âgées ou fragiles, y compris à domicile. Le *Pass* sanitaire sera par ailleurs étendu aux lieux de loisir et de culture à compter du 21 juillet puis aux restaurants et aux transports à partir d'août. Enfin, les tests PCR ne seront plus remboursés à partir de l'automne. Autant de mesures qui visent à augmenter le taux de vaccination (au 13 juillet, 39% de la population française a reçu deux doses de vaccin). La généralisation des contrôles sanitaires aux services de restauration et de loisir pourrait toutefois peser sur la reprise de ces secteurs. Lors de son allocution, le Président a également précisé sa feuille de route pour le reste de son mandat. E. Macron a notamment annoncé la mise en œuvre de la réforme de l'assurance chômage à partir du 1er octobre ainsi que la reprise de la réforme des retraites une fois que l'épidémie sera sous contrôle. Enfin, le Président a également annoncé un plan d'investissement qui fera suite au plan « France Relance » de 100 Mds€. Ce plan d'investissement, dont les contours n'ont été que très vaguement dessinés, se concentrerait sur les investissements dits stratégiques (hydrogène, batteries et semi-conducteurs notamment) avec un horizon de moyen terme.



Sans surprise eu égard aux publications nationales de la semaine passée, la production industrielle manufacturière recule en Zone euro en mai. Par rapport au mois précédent, la production enregistre ainsi un repli de 0,8%. Malgré un climat des affaires bien orienté, favorisé par une demande dynamique, l'industrie européenne peine à augmenter sa production, illustrant ainsi les importantes difficultés d'approvisionnement affectant l'économie mondiale. Le secteur automobile, en particulier, souffre des pénuries de semi-conducteurs. En mai, sa production baisse de près de 8%, soit son sixième mois consécutif de repli. Le niveau d'activité du secteur automobile demeure ainsi inférieur de près de 20% par rapport à la situation d'avant-crise. Par pays, la production manufacturière recule en France (-0,5%), en Allemagne (-0,3%) et en Italie (-1,2%). Seule l'Espagne enregistre une légère progression. La production a retrouvé son niveau pré-pandémie en Espagne et en Italie mais demeure en-deçà en Allemagne et en France. La capacité du secteur manufacturier à rebondir dans les mois à venir restera fortement liée aux contraintes d'offre et aux pénuries d'approvisionnement.

Au Royaume-Uni, les prix ont poursuivi leur accélération en juin et enregistrent une croissance annuelle de 2,5% (contre 2,1% en mai). Cette hausse traduit en partie une accélération des prix de l'énergie. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation accélère également et atteint 2,3% (contre 2,0% en mai) en lien avec de forts effets de base. En effet, les prix des articles d'habillement, des voitures d'occasion et de l'alimentation à emporter, qui avaient chuté en 2020 sur fond de mesures de restrictions sanitaires, sont en nette hausse. Certaines catégories illustrent également les frictions entre l'offre et de la demande liées à la réouverture. L'institut statistique britannique attribue ainsi une partie de la hausse des prix des voitures d'occasion aux pénuries de semi-conducteurs affectant la production européenne d'automobiles.

Du côté du marché du travail, le taux de chômage reste stable en juin, à 4,8%. Le marché du travail britannique montre des signes de tension, avec un nombre d'emplois vacants en nette hausse. Le taux d'inactivité et le taux d'emploi n'ont toutefois pas encore retrouvé les niveaux d'avant-crise. Comme en Zone euro, les importants dispositifs de chômage partiel mis en place durant la crise ont permis de limiter le recul de l'emploi. La fin de ces mesures de soutien, prévue en septembre, risque d'induire une nouvelle hausse du taux de chômage. En mai, la croissance du salaire hebdomadaire continue sa forte accélération et atteint un plus haut historique, à 7,3% en terme nominal et à 5,6% en terme réel. Si cette hausse peut interroger quant à la mise en place d'une boucle prix-salaire, son interprétation doit faire l'objet de beaucoup de précaution. Ainsi, l'institut statistique britannique note que cette accélération traduit, outre d'importants effets de base, un effet de composition lié à la destruction des emplois à faibles salaires. **Face à la hausse des prix et des salaires, certains membres du comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre ont souligné le risque d'une hausse plus importante et potentiellement plus persistante de l'inflation que prévu.** Dans ces conditions, certains membres de la BoE pourraient voter pour un arrêt plus tôt qu'anticipé du programme d'achat d'actifs au cours des réunions à venir.

Suivi Macroéconomique

Focus : La Commission européenne dévoile un plan climatique

La Commission Européenne a dévoilé un ensemble de mesures législatives visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre de 55% d'ici à 2030 par rapport au niveau de 1990.

Premièrement, la Commission propose l'abaissement du plafond global des émissions dans le cadre du système d'échange de quotas d'émissions (aussi appelé marché du carbone européen). La Commission souhaite une suppression progressive des exemptions qui s'appliquaient jusqu'alors au secteur de l'aviation et au transport maritime. Des taxes sur le carburant de l'aérien et du transport maritime seraient par ailleurs progressivement introduites. La Commission propose également que les émissions provenant de la construction et des carburants utilisés dans le transport routier soient couvertes par un nouveau système d'échange de quotas d'émission distinct. Une telle mesure impliquerait très certainement une augmentation des prix du carburant payés par les ménages. Pour la compenser, la Commission propose un fonds social pour le climat, qui serait doté de 72 milliards d'euros.

L'autre mesure phare présentée par la Commission est la mise en place d'un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières, mécanisme qui fixera un prix du carbone pour les importations. Autrement dit, la Commission souhaite mettre en place des taxes sur les importations en fonction de leur contenu en émission à gaz à effet de serre. Il s'agit, pour la Commission, d'éviter une « fuite de carbone » via la délocalisation des productions les plus polluantes à l'étranger.

Troisièmement, la Commission a annoncé un relèvement des objectifs de production d'énergie renouvelable. Elle souhaite que la part de ces énergies dans le mix énergétique atteigne 40% d'ici à 2030 (contre 32% auparavant). La Commission a également annoncé des objectifs plus ambitieux en termes d'efficacité énergétique, à travers des campagnes de rénovation des bâtiments du secteur public.

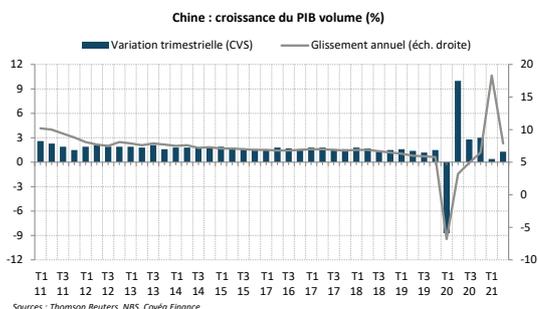
Enfin, la Commission souhaite une interdiction des voitures émettant du CO2 d'ici à 2035. Dans ce cadre, toutes les voitures neuves immatriculées à partir de 2035 seront des véhicules à émissions nulles.

Avant d'être mises en place, les propositions de la Commission européenne doivent d'abord être adoptées par les 27 états membres et le parlement. **La Commission européenne espère que ces propositions soient votées d'ici à 2023. Néanmoins de nombreux points de désaccords apparaissent d'ores et déjà, notamment sur les questions de fiscalité sur les carburants, où l'unanimité des Etats-membres est requise.**

Suivi Macroéconomique

Asie

« La croissance chinoise accélère légèrement au 2^{ème} trimestre »



L'économie chinoise fait preuve de résistance, avec une croissance en légère accélération au 2^{ème} trimestre. L'activité chinoise a progressé de +7,9% en glissement annuel en volume au 2^{ème} trimestre, après +18,3% au 1^{er} trimestre. Ce ralentissement marqué en glissement annuel s'explique par l'effet de base favorable qui avait rehaussé les chiffres du 1^{er} trimestre et qui joue beaucoup moins fortement au 2^{ème} trimestre. En variation trimestrielle, la croissance du 2^{ème} trimestre 2021 s'établit en fait à +1,3%, en légère accélération après +0,4% au T1 et un rythme proche de la croissance tendancielle de l'activité chinoise avant la pandémie. Ce regain de dynamisme s'expliquerait surtout par un rebond – modeste – de la consommation privée, après un 1^{er} trimestre marqué par des restrictions sanitaires fortes, tandis que les exportations se sont maintenues à un niveau élevé. **Les chiffres des principaux indicateurs économiques pour le mois de juin, publiés en même temps que le PIB, font également part d'une poursuite de la reprise de l'économie chinoise et d'un**

début de rééquilibrage de la composition de la croissance. Après plusieurs mois de faiblesse, les ventes au détail accélèrent en juin, avec un taux de croissance annuel moyen sur deux ans depuis 2019 s'établissant à +5,5%, après +4,5% en mai – l'utilisation de 2019 comme année de référence permet d'éviter que des effets de base liés au choc de la pandémie en 2020 ne donnent une image faussée de la dynamique récente. Cette reprise des ventes au détail intervient en dépit d'un renforcement des restrictions sanitaires dans la province du Guangdong et a été favorisée par des ventes en ligne particulièrement dynamiques. L'investissement enregistre également une accélération avec un taux de croissance moyen sur deux ans de +5,7% en juin, après +4,7% en mai. La composition de l'investissement évolue, avec un fort dynamisme de l'investissement productif dans le secteur manufacturier (+6,0% en juin après +3,7% en mai), compensé en partie par un ralentissement de l'investissement dans l'immobilier (+7,2% après +9,1%), reflétant les efforts des autorités pour limiter la croissance du secteur. Du côté de l'offre, la production industrielle demeure globalement stable en juin, avec un taux de croissance moyen sur deux ans s'établissant à +6,5% en juin, après +6,6% en mai, les difficultés du secteur automobile étant compensées par le dynamisme de l'électronique. Dans l'ensemble, les données du mois de juin font part d'une économie chinoise résiliente et dynamique, avec une composition de la croissance évoluant graduellement dans une direction plus soutenable : les ventes au détail prenant le relais de la production industrielle et l'investissement productif accélérant aux dépens de l'investissement immobilier. **Ces données démentent les hypothèses d'un fort ralentissement de l'économie chinoise, qui aurait justifié la baisse surprise du ratio de réserves obligatoires la semaine dernière par la PBOC.** Au vu des chiffres de juin, ce changement de pied de la politique monétaire semble davantage avoir un but préventif et viserait à éviter un ralentissement trop marqué de l'activité lors de la seconde moitié de l'année. Le National Bureau of Statistics (NBS) chinois estime toutefois dans son communiqué de presse que la reprise économique demeure « déséquilibrée » et que davantage d'efforts sont nécessaires pour « consolider les bases d'une reprise stable », en référence à une consommation privée qui reste en retrait des exportations et de l'investissement, moteurs de la croissance chinoise depuis la pandémie. La Chine devrait quoi qu'il en soit toujours atteindre sans difficulté l'objectif d'au moins 6% de croissance du PIB fixé par le gouvernement pour 2021, qui ne constitue pas une véritable contrainte étant donné l'effet de base favorable qui caractérise la croissance du PIB de l'année 2021.

Les chiffres du commerce extérieur chinois pour le mois de juin sont également positifs, avec une progression des exportations de +32,2% en glissement annuel en juin, en accélération après +27,9% en mai. Cette accélération intervient en dépit d'un accroissement des difficultés logistiques, lié notamment au ralentissement des opérations dans les ports de Shenzhen et de Canton du fait d'une recrudescence du nombre de cas de Covid-19. Cette situation, qui ne s'est normalisée qu'à la fin du mois de juin, a exacerbé des tensions déjà existantes dans le fret maritime qui ont pesé sur les exportateurs chinois. Les exportations chinoises semblent par ailleurs continuer de bénéficier du fort dynamisme de l'activité économique mondiale, en dépit du fait que la réouverture a détourné une partie de la consommation des ménages depuis les biens vers les services. Elles sont particulièrement dynamiques vers l'UE et vers les pays émergents d'Asie, tandis qu'elles ralentissent vers les Etats-Unis. La croissance des importations se montre également allante avec +36,6% en glissement annuel, reflétant notamment la forte hausse du prix des matières premières, ainsi que des achats importants de biens d'équipement, en lien avec la dynamique de l'investissement dans le secteur manufacturier.

Au Japon, la Banque du Japon (BOJ) a laissé comme attendu sa politique monétaire inchangée lors de sa réunion du 15-16 juillet, les prix à la consommation demeurant atones. La banque centrale a également légèrement révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour l'année fiscale 2021, avec un PIB qui progresserait de +3,8% (contre +4,0% prévu en avril), en lien principalement avec une situation sanitaire toujours dégradée avec l'imposition d'un quatrième état d'urgence à Tokyo en juillet. Les prévisions de prix à la consommation de la BOJ ont quant à elles été légèrement rehaussées pour l'année fiscale 2021 (de +0,1% à +0,6%), reflétant principalement la hausse des prix de l'énergie. En 2022 et 2023, les perspectives économiques sont par contre inchangées. **Surtout, la BOJ a précisé les contours de son dispositif d'incitation au financement de la lutte contre le changement climatique annoncé le mois dernier.** Dans le cadre de ce dispositif, la BOJ offrira des prêts à taux zéro d'une maturité d'un an et renouvelables sans limite aux banques finançant des projets liés à la lutte contre le changement climatique. De plus, les montants prêtés par les banques dans ce but ouvriront le droit à une exemption sur les taux d'intérêts négatifs de -0,1% que les banques japonaises payent normalement à la BOJ sur leurs réserves. Le montant des réserves exemptées de taux négatifs sera équivalent au double du montant des projets « verts » financés.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		févr.-21	mars-21	avr.-21	mai-21	juin-21	juil.-21	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,9	1,5	17,5	16,1	9,8		
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-2,2	9,2	24,7	14,5			
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	536	785	269	583	850		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-7,3	4,8	31,9	34,4			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	5,2	4,3	0,3	1,9	3,6		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,7	2,6	4,2	5,0	5,4		
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4724,6	4778,7	4755,8	4759,1		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,2	8,1	8,1	7,9		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	0,9	1,3	1,6	2,0	1,9	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	99,7	104,2	103,3	103,9	103,5	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	-2,0	7,8	7,5	-0,2		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	6,0	29,2	80,7	54,3		
	France	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-2,2	12,8	47,9	36,4		
		Banque de France - Climat des affaires (indice)	100,5	104,5	106,4	106,7	107,4	
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-12,5	-3,1	3,1	5,7	3,8	
	Italie	Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	1,0	17,0	31,5	7,4		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-6,4	14,3	44,2	20,5		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-8,6	12,7	70,5	40,6		
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-0,9	38,1	77,8	21,2		
		PMI Manufacturier (Indice)	56,9	59,8	60,7	62,3	62,2	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-2,1	22,3	96,3	38,4		
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,0	12,9	48,2	26,0		
		PMI Manufacturier (Indice)	52,9	56,9	57,7	59,4	60,4	
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	0,6	27,8	75,7	56,6		
	Asie	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,7	3,1	27,2	20,5		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	-3,6	7,1	42,5	24,6		
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,4	0,7	1,5	2,1	2,5	
	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	-4,5	6,9	13,0	11,0		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-0,7	13,5	37,0	51,2		
		Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-0,4	0,6	1,4	1,9		
Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1			
	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	35,1	14,1	9,8	8,8	8,3		
	Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	108,4	68,1	51,1	39,0	29,4		
Autres émergents	Importations (valeur, NCVS, GA%)	18,2	38,5	43,3	50,8	36,8		
	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	2,5	8,5	32,3	24,1			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS,GA%)	5,2	6,1	6,8	8,1	8,4		
Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-3,2	2,3	7,7	11,9			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,7	5,8	5,5	6,0	6,5		

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

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	17/06/21	16/07/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	4,25	4,25	2,25	0,00
		Russie	4,25	5,50	5,50	1,25	0,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,29	0,38	-0,21
		France OAT	-0,34	0,16	-0,02	0,32	-0,17
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,35	0,22	-0,16
		Italie	0,54	0,82	0,71	0,16	-0,11
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,63	0,43	-0,15
		Japon	0,02	0,06	0,03	0,00	-0,04
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,02	0,29	-0,06
		Brésil	3,22	3,71	3,79	0,57	0,08
		Russie	6,01	7,09	7,12	1,11	0,03
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	244,6	0,17	0,67
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,18	-3,4	-0,8
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-4,0	0,3
		Yen	126,2	131,2	130,0	3,0	-1,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1140	4,4	0,9
		Real brésilien	5,2	5,0	5,1	-1,6	2,1
		Rouble	74,0	72,3	74,1	0,1	2,4
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,6	2,0	1,7
		Yuan	6,5	6,4	6,5	-0,7	1,3
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4327	15,2	2,5
		Japon - Nikkei 300	382	413	404	5,8	-2,0
		France - CAC 40	5551	6666	6460	16,4	-3,1
		Allemagne - DAX	5954	6653	6573	10,4	-1,2
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	145	13,4	-2,1
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7008	8,5	-2,0
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3277	16,2	0,4
		Brésil - Bovespa	119409	128057	125960	5,5	-1,6
		Russie - MICEX	3275	3819	3770	15,1	-1,3
		Inde - SENSEX	47751	52502	53140	11,3	1,2
		Chine - Shanghai	3473	3518	3539	1,9	0,6
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	28005	2,8	-1,5
		MSCI - BRIC	1296	1350	1325	2,3	-1,8
	Euro	S&P (€)				19,2	3,4
		Nikkei 300 (€)				2,7	-1,1
		FTSE 100 (€)				13,0	-2,3
	Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	556	14,9
Indice CRB**			444	555	561	26,4	1,2
Énergétiques		Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	74	42,1	0,7
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1815	-4,2	2,3
Métaux précieux		Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9427	21,4	1,2

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

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

17/06/2021: date de nos dernières Perspectives Économiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document. Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.