

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

20 septembre 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Programme commun

La compétition entre pays européens pour attirer les usines de fabrication de puces électroniques ne devrait pas baisser en intensité dans les trimestres à venir. Au contraire, elle pourrait d'ailleurs mettre à mal la solidarité européenne dans le cadre de la relocalisation industrielle espérée de ces méga-usines par Intel, Samsung ou TSMC sur le sol de la vieille Europe.

Bien que l'on parle de « Projet Important d'Intérêt Européen Commun » (IPCEI), on peut s'attendre à ce que chaque région et Etat fassent preuve d'imagination dans leurs propositions de financements public-privés, subventions indirectes et conditions extra-financières auprès des « fondateurs ». Ces derniers ne manqueront pas de faire monter les enchères pour accueillir leurs centres de production. Et les programmes « Choose France », « Silicon Saxony » ou #Italiantech actionneront tous les leviers de persuasion tant les enjeux sont importants en termes d'emplois (1000 à 2000 employés par usine et 7 fois plus d'emplois indirects) et de souveraineté nationale à l'heure du tout numérique. Un élan pour l'autonomie stratégique exacerbé par la prise de conscience des blocages des chaînes d'approvisionnement qu'a provoqué le goulet d'étranglement des fabriques de composants électroniques asiatiques (18 semaines d'attente mi-2021 contre 12 semaines début 2020) sur nombre d'industries manufacturières. Du silicium essentiel au développement de toutes les technologies d'aujourd'hui et de demain (5G, calculateurs, objets connectés, espace et défense), qui nourrit les tensions géopolitiques et qui éclaire aussi les ambitions chinoises sur Taïwan.

Car l'Europe ne produit pas plus de 10% des semi-conducteurs dans le monde contre 1 sur 2 dans les années 1990. Si elle doit faire face à cette dépendance, elle a conservé en revanche une certaine expertise en « amont » avec ses champions mondiaux en matière de machine-outil (ASML), puces pour écrans et batteries électriques (STM, Infineon, NXP) et laboratoires de recherche pour les puces les plus fines de demain (IMEC).

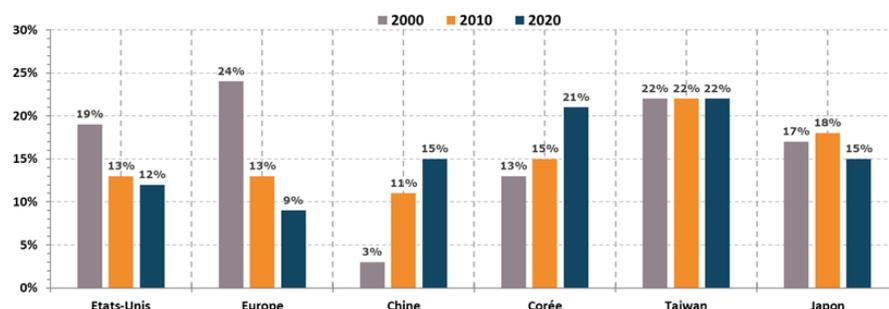
Ces atouts justifient le projet d'une alliance européenne pour l'électronique regroupant 13 Etats de l'Union européenne. Mais créer aujourd'hui une chaîne de production nationale ou continentale n'est pas simple. En témoignent les déboires d'un fleuron chinois des semi-conducteurs, le conglomérat Tsinghua Unigroup, qui est pourtant au cœur de la stratégie « Made in China 2025\* ». Or, ce pilier de la stratégie d'indépendance technologique de Pékin est au bord de la faillite sous le poids d'un endettement excessif.

\* Rédigé en 2015, le plan vise une autonomie à 70% des puces dont la Chine aura besoin.

Francis JAISSON

## Focus de la semaine

Capacité mondiale de production de semi-conducteurs



Source : SIA, Covéo Finance

« ...un élan pour l'autonomie stratégique... »

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

La semaine dernière, les taux souverains ont continué leur mouvement de remontée de chaque côté de l'Atlantique menés par les taux américains qui ont atteint 1,38% avant de refluer en fin de semaine à 1,35%. Pour exemple, l'OAT 10 ans est ainsi remonté à plus de 0,05%. La taille des adjudications dans différents pays de la zone euro ont pesé également sur le marché. Ainsi l'Allemagne termine la semaine à - 0,28%, l'Italie à 0,73%, l'Espagne à 0,35% et le Portugal à 0,25%.

Janet Yellen a demandé au Congrès de relever ou de suspendre le plafond de la dette afin d'éviter une éventuelle catastrophe économique. Sans cela, le gouvernement US ne pourra plus faire face à ses obligations durant le mois d'octobre. Le vote aura lieu cette semaine. Élément à suivre tout comme la réunion de la FED cette semaine qui pourrait donner plus d'informations sur l'évolution du programme d'achats de la FED.

Du côté du marché du crédit en zone euro, nous avons connu un marché primaire important avec 11Mds€ d'émissions et globalement sur-souscrites. Les valorisations du crédit ont continué de surperformer le segment Etat.

### Focus : Evergrande, le « Lehman chinois ? ».

Les développements autour de la dégradation de la situation financière de la société de promotion immobilière Evergrande se poursuivent. Le prix de ses obligations en dollars (USD) sur la maturité 01/2023 est passé, entre le 28/05/2021 et le 17/09/2021, de 101% à 29%. Sur la même période, la prime de risque de l'indice Bloomberg Asie hors Japon du marché des obligations crédit en catégorie haut rendement libellées en dollars (USD) est passée de 8,01% à 13,96%, soit un niveau équivalent à son pic de mars 2020 au plus fort du stress lié à la pandémie. Le secteur immobilier représente en valeur près de 50% des émissions de cet indice. Au sein de ce secteur, les conditions de financement de l'ensemble des acteurs se sont détériorées et contribuent à la hausse de la prime de risque. Pour les autres secteurs, les répercussions ne se font pas encore ressentir.

De leurs côtés, les indices haut rendement en dollars (USD) et en euros (EUR) ne témoignent pas jusqu'à la semaine dernière de formes de contagion. Au contraire, leurs primes de risque continuaient de se réduire, à respectivement, 2,75% et 2,81%.

Le groupe Evergrande, du fait de sa taille, présente un risque systémique dont les impacts peuvent dépasser le marché immobilier chinois et se propager plus largement. Sur le marché monétaire chinois notamment, suite à la dégradation de la notation des obligations du groupe Evergrande par une agence de notation chinoise, le 03/09/2021, la chambre de compensation chinoise, China Security Depository and Clearing, a réduit le ratio de conversion de ces obligations à 0, effectif le 07/09/2021. Ce ratio détermine le montant empruntable dans une opération de mise en pension face aux obligations.

Le 17/09/2021, la banque centrale de Chine, PBOC, a procédé à une première injection de liquidités depuis le mois de février 2021, pour un montant de 14 Mds\$ (USD) à 7 et à 14 jours. Cette injection, potentiellement en lien avec les difficultés du groupe Evergrande et de ses éventuelles répercussions, s'inscrit également dans le cadre du pic de demande saisonnier correspondant à la fin du trimestre avant l'arrêt des comptes. La liquidité tend aussi à diminuer à cette période de l'année qui précède la semaine fériée du mois d'octobre. Nous surveillons le taux interbancaire chinois, le chibor à 3 mois, dont le taux volatil évolue depuis 2018 dans un corridor compris entre 2,60% et 4,20%, actuellement à 3,25%, comme indicateur d'une éventuelle tension.

Pour Evergrande, deux paiements d'intérêts doivent être réalisés ce jeudi, l'occasion de tester la capacité du groupe à les honorer.

## Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) est en légère baisse de 0.9%. Les investisseurs se sont montrés attentifs aux récents développements en Chine ; avec d'une part, les difficultés financières du promoteur immobilier Evergrande. D'autre part, la volonté affichée du gouvernement chinois de renforcer son influence sur les géants de la technologie et d'un plus grand partage des richesses.

En termes de performances sectorielles, le secteur de l'énergie a terminé sur une hausse de 3.6%, dans le sillage de la hausse des prix du baril qui ont terminé proche de leur point haut à 75 dollars.

A l'inverse, les investisseurs ont vendu le secteur des services aux collectivités, pénalisé par la volonté gouvernementale en Espagne pour réduire la facture énergétique des usagers. Ainsi, le secteur termine en baisse de -3.2%. Le secteur des matériaux affiche pour sa part un recul de 2.8% suite à l'effondrement du cours du minerais de fer. Au niveau des valeurs, le titre Inditex, maison-mère de l'enseigne Zara, prend 8% suite à publication. La société confirme avoir la meilleure exécution du secteur. Inversement, la valeur de service aux collectivités espagnole Endesa finit en baisse de 10%. En termes géographiques, l'Irlande domine le classement grâce à la hausse du cours de Ryanair notamment. Le titre a profité de relèvement de prévisions de trafic et de capacités par la société. A l'inverse, La Finlande affiche un recul marqué de 2.8%. L'indice boursier a souffert de la baisse de l'ascensoriste Kone qui réalise 50% de ses profits en Chine. Enfin l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap évolue en ligne avec les grands indices tout en conservant son avance depuis le début de l'année.

Nous souhaitons apporter un éclairage sur les perturbations des chaînes de production. Les statistiques du marché automobile européen sur août ont montré une baisse des immatriculations de près de 23%, dans la lignée du mois de juillet. Le secteur est

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

victime des pénuries de composants semi-conducteurs. Les constructeurs latins ont particulièrement été affectés avec, par exemple, une chute des volumes de 30% pour le groupe Stellantis et de 20% pour Renault. Ces chiffres suggèrent une forte baisse des profits pour le secteur au second semestre 2021. Les prévisions de production d'automobiles ont été également revues à la baisse sur 2022. Plus généralement, le contexte inflationniste des coûts de production impactera pendant plusieurs trimestres toute la chaîne de valeur automobile. Les acteurs qui sauront se démarquer sont ceux avec le meilleur pouvoir de fixation des prix et les marges les plus hautes. La capacité d'adaptation des sociétés dans lesquelles nous investissons est, à ce titre, un thème d'investissement central décliné dans nos Perspectives Economiques et Financières.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés Asiatiques

La semaine a été marquée par une baisse des marchés asiatiques, à l'exception de l'Inde, de la Corée du Sud et du Japon. La baisse des marchés chinois s'explique par une tension sur le marché immobilier du fait de l'affaire Evergrande (promoteur immobilier lourdement endetté et devant faire face à plusieurs échéances de remboursement d'ici la fin de l'année, dont 2 cette semaine. (cf. commentaires de la gestion obligataire). Le marché Chinois a également souffert de la pression réglementaire persistante, qui s'est illustrée cette semaine par la chute des cours de bourse des grands groupes de casinos de Macao après que le gouvernement de cette région semi-autonome chinoise ait lancé mercredi une consultation publique de 45 jours sur une proposition visant à accroître la surveillance de l'industrie du jeu. Le gouvernement local entend placer des représentants dans les conseils d'administration des exploitants de casino sous licence afin de superviser leurs opérations et de réprimer les activités bancaires clandestines dans le secteur. La baisse à Taiwan s'explique par des prises de profits sur les valeurs technologiques et de transport maritime, qui restent néanmoins en très forte hausse depuis le début de l'année. La hausse du marché Japonais se fait avec une forte participation des investisseurs internationaux, et repose en partie sur l'amélioration de la situation sanitaire dans le pays, ainsi qu'une certaine visibilité sur la nomination du président du parti LDP, qui devrait également devenir le premier ministre à l'issue des élections de Novembre. Le populaire Taro Kono, 58 ans, ministre sortant chargé de la campagne de vaccination contre le Covid-19, est donné favori.

### Marchés Américains

Aux Etats Unis, le S&P 500 termine en baisse de 0,8% sur une semaine marquée par une nette surperformance des valeurs pétrolières qui contraste avec la mauvaise performance d'autres secteurs cycliques comme les matériaux et l'industrie et alors que les services aux collectivités sous performant sensiblement. Les valeurs pétrolières et gazières ont en effet bénéficié du rebond des cours du pétrole et du gaz, ces derniers étant notamment soutenus par la publication de stocks inférieurs aux attentes aux Etats-Unis, les perturbations de l'offre liées aux ouragans dans le Golfe du Mexique et les perspectives de reprise de la demande dans un contexte sanitaire en apparence amélioration. Malgré des chiffres d'inflation plus faibles qu'attendus, les hausses de coûts dans beaucoup d'entreprises industrielles se diffuse et suscite des interrogations sur la capacité des sociétés à poursuivre une trajectoire haussière des marges dans les mois prochains. Cette incertitude s'ajoute au manque de visibilité sur la trajectoire des taux et suscite quelques mouvements de volatilité sur le marché. Parmi les secteurs les plus touchés par les perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'automobile est régulièrement citée alors que les constructeurs se succèdent pour annoncer des retards ou des arrêts de production qui touchent parfois même les segments haut de gamme (en témoignent encore cette semaine Toyota ou Stellantis). Nous avons toutefois été interpellés par la capacité des constructeurs à s'accommoder de la situation pour maîtriser leurs prix et maintenir leurs marges tout en accentuant leurs investissements dans la transition électrique. Ford et General Motors se sont à ce titre illustrés sur la semaine, le premier en s'associant avec Walmart pour proposer des véhicules de livraison autonomes et le second en signant un contrat avec la défense américaine pour développer la prochaine génération de SUV des services de sécurité diplomatique. Toujours sur le thème de l'automobile, Qualcomm (concepteur de semiconducteurs) a fait une nouvelle proposition d'acquisition sur Veoneer pour plus 4Mds\$ (Veoneer est issue de la séparation des activités de technologie de mobilité d'Autoliv). Cette nouvelle proposition fait suite à l'annonce par Veoneer, le 22 juillet dernier, d'un accord de fusion définitif, approuvé par le conseil d'administration, avec Magna International. Cette bataille est une illustration intéressante des ambitions que nourrissent les acteurs de la technologie pour l'automobile et de la lutte des acteurs traditionnels pour rester dans la course à l'innovation.

### **Le focus de la gestion internationale : Crypto-monnaies et réglementations aux Etats-Unis.**

L'objectif des crypto-monnaies est de fournir un moyen de règlement confidentiel et sûr : leur création est alimentée par des bases de données de transactions sécurisées (les « blockchains ») et participe à l'émergence d'un système financier mondial, alternatif aux monnaies fiduciaires classiques (émises par les Banques Centrales). Les paiements en crypto-monnaies (bitcoin notamment) sont autorisés partout dans le monde, à l'exception notable de la Chine et de la Russie, et acceptés par de plus en plus d'entreprises (Axa, Amazon, Microsoft, Sotheby's, Starbucks, Visa, ...).

Aux États-Unis, le Congrès surveille de près les efforts de la Securities and Exchange Commission (la « SEC ») pour créer un ensemble de règles permettant de superviser les marchés volatils des crypto-monnaies, de protéger les investisseurs et de préserver la capacité d'innovation des entreprises américaines du secteur. A l'heure actuelle, le manque de protection des investisseurs en crypto-monnaies reste problématique et la SEC a décidé d'adopter une ligne dure : elle vient ainsi de menacer Coinbase Global (plateforme d'échange de crypto-monnaies, récemment introduite en bourse) de poursuites, si cette dernière décidait de payer des intérêts sur les dépôts de jetons numériques.

Par ailleurs, les investisseurs, comme les politiques, sont dans l'attente d'un rapport de la banque centrale américaine sur la possibilité pour celle-ci d'offrir sa propre monnaie digitale. Alors que la Chine avance vite sur ce sujet, les Américains semblent

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

plus prudents, tant les ramifications pour le secteur bancaire pourraient être profondes (échanges instantanés de monnaie, hors du système bancaire, donc faisant porter un risque sur les commissions et les dépôts des banques). La Fed avance donc prudemment, mais les conclusions qui devront être publiées d'ici la fin de l'année devraient être critiques pour la rentabilité future du système bancaire.



## Le regard de l'analyste

### Secteur aérien : toujours des turbulences !

Coincées entre la propagation du coronavirus, la hausse des prix du pétrole et des campagnes de dénigrement (le phénomène du « flightshame », honte de prendre l'avion), les compagnies aériennes ne cessent de revoir leurs prévisions de trafic à la baisse... et leur dette à la hausse.

Selon les dernières données, à fin juin l'encours de leur dette aurait augmenté de 23% depuis 2020, pour atteindre 340 milliards de dollars au niveau mondial : pour donner une échelle à ce chiffre vertigineux, cela correspond aux PIB du Chili et de la Bolivie réunis... ou à la capitalisation boursière de Procter & Gamble. Plusieurs compagnies aériennes (Easyjet, Japan Airlines) ont récemment annoncé leur intention de lever des fonds, afin de les aider à travers la crise.

Face à ces difficultés, d'autres compagnies ont annoncé leur intention de se rapprocher, afin d'unir leurs forces, telles que les compagnies australienne et japonaise Quantas et Japan Airlines. Toutefois, à cette proposition de coentreprise faite en décembre dernier, la commission australienne de la concurrence et de la consommation vient d'opposer une fin de non-recevoir, estimant que la réduction de la concurrence induite était trop importante, et se ferait au détriment des passagers.

D'autres encore font preuve d'imagination pour capter et fidéliser leurs clients. Ainsi, il sera peut-être bientôt possible d'engranger des crypto-monnaies plutôt que des « miles », dans le cadre des programmes de fidélité des clients réguliers. Une start-up américaine, Flycoin, s'est d'ailleurs engouffrée sur le créneau de ce nouveau modèle économique, et aurait déjà convaincu plusieurs compagnies, dont Ravn Alaska (qui vise à relier les Etats-Unis et l'Asie via Anchorage) et Northern Pacific Airways.

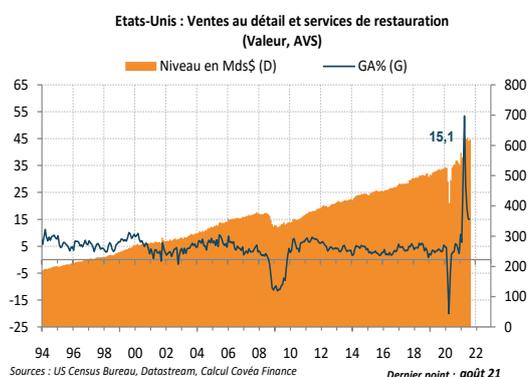
Selon un rapport publié cet été par Eurocontrol, l'organisme européen qui gère le trafic aérien, le nombre de vols en août 2021 a atteint mi-août 70% de son niveau de 2019, alors qu'à la même époque l'an dernier ce chiffre était de 39%. Une tendance à la hausse, peut-être grâce à l'amélioration progressive de la situation sanitaire en Europe, mais qui semble profiter davantage aux compagnies « low cost » qu'aux compagnies nationales. Inversement, aux Etats-Unis, touchés par le variant Delta, les compagnies aériennes Delta Airlines, American Airlines, Jetblue, Southwest et United Airlines ont annoncé revoir leurs prévisions de résultats à la baisse.

En Europe, la compagnie Alitalia, phénix italien, va une fois de plus renaître de ses cendres sous le nom de ITA (Italia Trasporto Aereo). Suite à l'accord passé entre Bruxelles et le gouvernement de Mario Draghi et matérialisé par une aide de 3 milliards d'euros, elle pourra peut-être reprendre la marque initiale Alitalia, à laquelle les Italiens restent attachés. En France, la fin des dispositifs d'aide de l'Etat risque de créer un trou d'air : Bruno Le Maire a bien mentionné que plusieurs secteurs liés à l'industrie du voyage et du tourisme feront l'objet de plans spécifiques, mais le Ministre n'a pas cité le transport aérien... Et bien sûr, outre le coût financier, le coût social est important. Alors qu'Air France déroule actuellement son plan de 7.500 suppressions de postes, Lufthansa indique qu'elle se prépare à un hiver difficile. Rappelons pourtant que Lufthansa, à laquelle appartiennent également les compagnies Swiss, Austrian, Brussels Airlines et Eurowings – a bénéficié en juin dernier d'un vaste plan de sauvetage de 9 milliards d'euros du gouvernement allemand, qui est entré à son capital à hauteur de 25 %.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le variant delta n'a pas freiné les dépenses estivales »



**L'économie américaine continue d'afficher sa résistance. La vague épidémique liée au variant delta qui a touché le pays courant de l'été n'a semble-t-il pas perturbé le consommateur américain.** Les ventes au détail ont enregistré une progression de 0,8% sur le mois, tirées par l'alimentaire (+1,8%), les matériaux de construction (+0,9%) et les ventes en lignes (+5,3%). Les ventes automobiles restent à l'opposé très mal orientées avec un 4<sup>ème</sup> mois consécutif de forte baisse (-3,6%), reflétant les difficultés d'approvisionnement des concessions en véhicules neufs. Hors automobiles, les ventes au détail enregistrent un gain mensuel de 1,8% et s'inscrivent en croissance annuelle de 16%.

**Dans l'industrie, la dynamique est restée également favorable en août en dépit des intempéries et des problématiques d'approvisionnement qui restent une entrave à une croissance plus soutenue.** La production industrielle affiche un gain de 0,4% en

glissement mensuel et dépasse pour la première fois le niveau de février 2020. Il faut également relever que la Réserve Fédérale estime que le passage de l'ouragan Ida en fin de mois a réduit de 0,3% le niveau de la production. Par secteur, l'automobile (+0,1% sur le mois) reste nettement en deçà des niveaux d'avant crise, malgré une demande de véhicules importante, en raison des pénuries de semi-conducteurs qui freinent toujours la production. Le secteur électronique et informatique affiche quant à lui une solide croissance (+1,2% sur le mois), tout comme les services aux collectivités (+3,3%). Les premiers indicateurs d'enquête publiés pour le mois de septembre sont favorables quant à la poursuite du redressement de l'industrie. Les enquêtes manufacturières de la Fed de Philadelphie et de New York rebondissent en effet vigoureusement et décrivent une activité robuste.

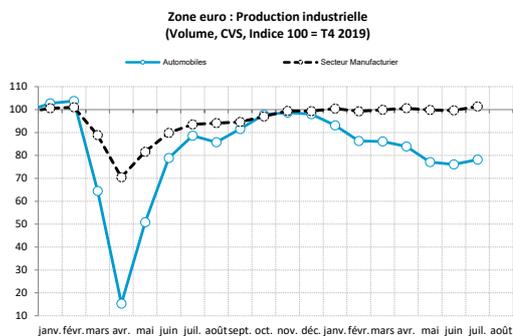
**Sur le front de l'inflation, la publication de l'indice des prix à la consommation du mois d'août suggère un début de modération des tensions sur les prix.** L'indice a progressé de 0,3% sur le mois, soit la plus faible hausse depuis février et l'indice sous-jacent ralentit également avec une évolution mensuelle de 0,1%. En rythme annuel, l'inflation s'établit à 5,3% après 5,4% en juillet et l'inflation sous-jacente recule à 4%, contre 4,3% en juillet. Ce début de ralentissement est lié d'une part aux effets de base, mais aussi à la réduction des fortes pressions haussières constatées ces derniers mois sur certains biens et services. Les prix des véhicules d'occasion, qui affichaient au printemps des augmentations extraordinaires, enregistrent une baisse de -1,4% sur le mois et les prix des billets d'avions reculent de 12,6%. Cette décrue des tensions transitoires sur certains biens et services directement affectés par la crise ne doit pas pour autant faire oublier le risque inflationniste lié aux pénuries de facteurs de production et de main d'œuvre. Ces éléments, au même titre que l'évolution des prix de l'énergie, devront être surveillés au plus près dans les prochains mois.

**Les Démocrates ont dévoilé cette semaine leur proposition fiscale pour financer le plan de dépenses de 3500 Mds\$ en cours d'examen à la Chambre.** Le taux d'imposition sur les sociétés passerait à 26,5%, un niveau intermédiaire entre la proposition de campagne de Joe Biden à 28% et le taux actuel de 21%. Rappelons que certains sénateurs démocrates centristes, qui seront essentiels pour la future adoption du texte à la Chambre Haute, visent davantage un taux à 25%. L'impôt minimum sur les revenus étrangers des sociétés américaines passerait à 16,6% contre 10,5% actuellement, un niveau inférieur à la proposition de Joe Biden à 21%. Par ailleurs, la taxe sur les plus-values et dividendes passerait de 20% à 25%, mais l'imposition sur les plus-values non réalisées au moment du décès n'a pas été retenue. Concernant l'impôt sur le revenu, le taux maximal d'imposition passerait de 37% à 39,6% pour les ménages au revenu annuel supérieur à 400 000\$, avec une surtaxe de 3% pour les ménages au revenu supérieur à 5 millions\$. Cette proposition qui couvrirait environ 2000 Mds\$ de nouvelles recettes devra être proposée au vote en commission budgétaire à la Chambre. La proposition finale sera certainement encore modifiée, au regard des réticences des sénateurs démocrates centristes.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« L'industrie se redresse en juillet mais les contraintes sur l'offre devraient limiter cette expansion »



### La production industrielle de la Zone euro s'est redressée en juillet malgré le maintien de perturbations sur les chaînes d'approvisionnement.

La production industrielle a en effet augmenté de 1,5 % en rythme mensuel après deux mois de contraction (-1,1% en mai et -0,1% en juin). La production automobile, qui a été particulièrement pénalisée par les contraintes d'offre au premier semestre 2021, se redresse de 2,7% sur le mois mais se maintient à des niveaux bien inférieurs à ceux d'avant crise (-22% par rapport au T4 2019). Si cette progression est une nouvelle positive pour l'industrie de la Zone euro, les difficultés liées aux pénuries et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement – que les enquêtes d'activité continuent de rapporter – invitent à la prudence à la lecture de ces chiffres. Ce redressement devra encore se confirmer dans les prochains mois avant de pouvoir évoquer un changement durable de tendance. Dans le détail, la production a augmenté de 3,5% pour les biens de consommation non durables, de 2,7% pour les biens d'investissement, de 0,6% pour les biens de consommation durables et de 0,4% pour les biens intermédiaires, tandis qu'elle a diminué de 0,6% pour l'énergie. Parmi les principales économies de la zone, c'est l'Allemagne (+1%) qui observe la plus forte expansion devant l'Italie (+0,8%), alors que la France (+0,3%) et l'Espagne (+0,3%) enregistrent des progressions plus modestes.

consommation non durables, de 2,7% pour les biens d'investissement, de 0,6% pour les biens de consommation durables et de 0,4% pour les biens intermédiaires, tandis qu'elle a diminué de 0,6% pour l'énergie. Parmi les principales économies de la zone, c'est l'Allemagne (+1%) qui observe la plus forte expansion devant l'Italie (+0,8%), alors que la France (+0,3%) et l'Espagne (+0,3%) enregistrent des progressions plus modestes.

**Du côté des prix, l'estimation finale de l'inflation confirme l'accélération des prix en août. L'inflation annuelle atteint 3% (contre 2,2% le mois précédent).** L'accélération de l'inflation apparaît liée à des facteurs essentiellement transitoires. La baisse temporaire de la TVA allemande au S2 2020 entraîne notamment un effet de base haussier important, estimé à 0,6% par Eurostat. Les effets saisonniers jouent également un rôle non-négligeable, le décalage des soldes en France et en Italie entraîne un effet haussier significatif sur les prix des biens industriels non-énergétiques (en particulier le textile). Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente accélère pour atteindre 1,6%. Enfin, la dynamique inflationniste reste marquée par la forte hausse des prix de l'énergie, en lien avec la hausse du prix du pétrole mais aussi de l'électricité, en particulier en Espagne.

**Dans ce contexte, le gouvernement espagnol a annoncé une baisse de la taxe sur l'électricité face aux pressions inflationnistes.** Le Premier ministre espagnol, Pedro Sánchez, a en effet annoncé que la taxe sur la consommation d'électricité sera réduite de 1,4 Mds€ jusqu'à la fin de l'année 2021. Le gouvernement s'est engagé à ce que les ménages payent la même facture d'électricité en 2021 qu'en 2018. Pour financer cette mesure, le gouvernement a déclaré qu'il comptait cibler « l'excès de profit » des fournisseurs d'énergies, qui auraient profité de la hausse des prix, pour le rediriger vers les consommateurs.

**Au mois de juillet, le marché du travail britannique poursuit sa reprise.** Le taux de chômage enregistre ainsi une nouvelle baisse et atteint 4,6% en moyenne sur les trois derniers mois contre 5,2% en décembre 2020. Le taux de chômage demeure toutefois encore au-dessus de son niveau d'avant-crise (à 3,9% début 2020). Parallèlement, le taux d'inactivité se replie pour atteindre 21,1% de la population en âge de travailler, un taux qui reste également supérieur à celui de février 2020 (où il atteignait 20%). Malgré ces améliorations, l'emploi total demeure inférieur de 2,2% par rapport à son niveau d'avant-crise (soit près 700 000 postes détruits lors de la crise). En dépit de ces destructions de postes, le marché du travail montre d'importants signes de tension. Le nombre d'emplois vacants a très fortement augmenté au cours des dernières mois et atteint un plus haut historique en juillet (959 000 emplois vacants contre 800 000 avant crise). Les entreprises britanniques signaleraient par ailleurs des difficultés à recruter, phénomène amplifié par les contraintes sanitaires. Enfin, la croissance des salaires (hors prime) poursuit sa très forte accélération et atteint 6,8% en termes nominaux en juillet (4,5% ajustée de l'inflation). Cette croissance, très importante, interroge sur la mise en place de boucle prix-salaire mais peut néanmoins être reliée à des effets transitoires, en lien avec d'importants effets de base mais aussi des effets de composition (la part des emplois à faible salaire dans le total est moins importante qu'avant-crise). L'institut statistique britannique estime que, corrigée de ces effets, la croissance annuelle des salaires nominaux atteindrait entre 3,6% et 5,1%. **Du côté de la consommation, les ventes au détail enregistrent un nouveau recul en août (-0,8% par rapport au mois précédent) et ce après un fort recul en juillet (-2,8%). Les ventes au détail demeurent toutefois supérieures de près de 6% à leur niveau d'avant-crise.**

**Enfin, l'inflation britannique accélère nettement au mois d'août et atteint, en glissement annuel, 3,2% (contre 2% en juillet).** La dynamique des prix demeure portée par la forte hausse des prix de l'énergie (+9,3%). L'accélération par rapport au mois précédent apparaît toutefois principalement liée à la hausse des prix sous-jacents. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation passe de 1,8% à 3,1%. La baisse temporaire de la TVA l'année passée, dans le cadre des mesures prises pour faire face au Covid, implique un effet de base haussier important. La réouverture de l'économie entraîne également des tensions au sein de quelques secteurs, notamment les voitures d'occasion et les prix des billets aériens. La Banque d'Angleterre a souligné, lors de ses dernières réunions, le caractère essentiellement transitoire de la hausse actuelle des prix. Reste à savoir si cette nouvelle accélération pourrait la pousser à ajuster sa communication lors de la prochaine réunion, qui se tiendra cette semaine.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Les indicateurs du mois d'août confirment le ralentissement de l'économie chinoise. »

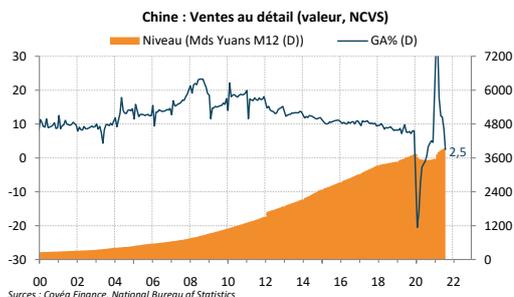
**En Chine, les indicateurs économiques pour le mois d'août confirment la poursuite du ralentissement de l'économie.** Comme lors du mois de juillet, cette faiblesse s'étend à l'ensemble des principaux moteurs de l'économie

chinoise – à l'exception des exportations. Sur le plan de la demande intérieure, les ventes au détail enregistrent un nouveau ralentissement particulièrement marqué en août, avec une progression de seulement +2,5% en glissement annuel, après +8,5% en juillet. Cette faiblesse de la consommation reflète principalement les restrictions sanitaires mises en œuvre au cours de l'été dans les provinces de Chine touchées par un rebond du nombre de cas de Covid-19. La dégradation de la situation sanitaire affecte également la production de services, qui ralentit elle aussi en août (+4,8% en glissement annuel après +7,8% en juillet), tandis que la consommation de services de restauration se contracte (-4,5% en août après +14,3% en juillet). Du côté de l'investissement, on constate également une perte de dynamisme en août avec +5,3% après +6,4% en juillet. Par catégorie, l'investissement dans l'immobilier poursuit sa normalisation et est quasiment stable en août en glissement annuel (+0,6%), reflétant le maintien du durcissement des réglementations portant sur le secteur.

L'investissement manufacturier est également en perte de vitesse (+7,1% en août après +9,1% en juillet), continuant d'être pénalisé par une réduction des marges des entreprises du fait de prix à la production historiquement élevés, ainsi que par les restrictions gouvernementales touchant les industries polluantes comme l'acier et le charbon. Enfin, l'investissement en infrastructures continue à se contracter (-7,0% en août après -9,5% en juillet), reflétant des émissions d'obligations gouvernementales locales toujours en retrait. Etant donné que les émissions d'obligations gouvernementales locales se situent encore bien en-deçà des quotas pour l'ensemble de l'année, la politique budgétaire devrait venir apporter un soutien plus prononcé à l'économie chinoise au cours des mois à venir, laissant augurer un redressement de l'investissement en infrastructures. Enfin, la production industrielle n'échappe pas au ralentissement général et s'établit à +5,3% en glissement annuel en août, après +6,4% en juillet. En termes de perspectives, le maintien par le gouvernement chinois d'une politique dite « zéro-Covid », qui se traduit par l'imposition de fortes restrictions sur les déplacements dès l'apparition d'un foyer épidémique pourrait continuer à peser sur la consommation et donc sur la reprise chinoise au cours des mois à venir, en particulier dans un contexte où les pays d'Asie continuent d'être dans leur quasi-totalité fortement touchés par le variant delta, renforçant la pression sur la Chine.

**La Chine a officiellement fait acte de candidature pour rejoindre l'accord de libre-échange transpacifique CPTPP.** Il n'est toutefois pas certain que la Chine puisse rejoindre cet accord, qui regroupe 11 pays dont le Japon, l'Australie, le Canada et le Mexique. Le CPTPP impose notamment des standards particulièrement exigeants en matière de droit du travail, de flux de données et surtout de subventions aux entreprises publiques, auxquels la Chine ne semble pas répondre à l'heure actuelle. Par ailleurs, l'adhésion d'un nouveau pays au CPTPP nécessite l'accord unanime des membres existants, une perspective incertaine dans la mesure où le Japon, la principale puissance économique de l'accord à l'heure actuelle, pourrait être réticent à voir son rival chinois rejoindre l'accord de libre-échange. Le contexte géopolitique demeure par ailleurs tendu, avec notamment le maintien de sanctions commerciales chinoises envers l'Australie. L'Australie a également annoncé cette semaine la création du pacte de sécurité AUKUS avec les Etats-Unis et le Royaume-Uni, que la Chine a condamné. Le Royaume-Uni a lui aussi fait cette année acte de candidature pour rejoindre le CPTPP.

**Au Japon, les exportations du mois d'août ont déçu, avec une croissance de +26,2% en glissement annuel en valeur, en ralentissement après +37,0% en juillet.** Selon l'indice de volume corrigé des variations saisonnières de la Banque du Japon, les exportations japonaises se seraient même contractées de -3,7% en variation mensuelle en août. Par secteur, ce sont les exportations automobiles qui ont enregistré une chute particulièrement prononcée, reculant d'environ -15% en variation mensuelle en volume en août et expliquant l'essentiel de la baisse des exportations. Cette forte baisse des ventes automobiles reflète les contraintes d'approvisionnement en semi-conducteurs, qui avaient été compensées lors des mois précédents par un écoulement des stocks, limitant l'impact sur les exportations, mais qui se font finalement ressentir au mois d'août. Les autres postes d'exportation font montre de davantage de solidité, avec notamment une poursuite de la progression des ventes de machines destinées à la fabrication de semi-conducteurs. Dans un contexte de demande intérieure toujours pénalisée par un état d'urgence sanitaire de nouveau prolongé, les exportations constituent le principal moteur de croissance pour l'économie japonaise. L'impact négatif des contraintes d'approvisionnement sur les exportations devrait toutefois se faire ressentir au-delà du mois d'août. Ces contraintes persistantes d'approvisionnement sont notamment visibles dans l'enquête Reuters Tankan pour le mois de septembre, avec une chute de 15 points au total pour le secteur manufacturier et une chute encore plus marquée dans le secteur automobile (-48 points), reflétant l'impact des difficultés logistiques.



# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		avr.-21	mai-21	juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21		
<b>Etats-Unis</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	17,8	16,3	10,1	6,6	5,9			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	25,4	15,1	9,3	7,6				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	269	614	962	1053	235			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	31,9	34,5	20,1	9,8				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	0,3	1,9	3,7	4,1	4,3			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,2	5,0	5,4	5,4	5,3			
<b>Europe</b>	<b>Zone euro</b>	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4756,2	4758,8	4753,6	4761,5			
		Taux de chômage (%de la population active)	8,2	8,0	7,8	7,6			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,6	2,0	1,9	2,2	3,0		
	<b>Allemagne</b>	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	103,3	103,8	103,4	101,7	99,8		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	7,6	0,2	5,5	0,6			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	80,6	55,1	26,3	24,7			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	48,0	36,6	20,0	15,6			
	<b>France</b>	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,2	106,4	106,9	104,7	104,0		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	3,1	5,7	4,2	4,6	5,1		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	31,7	7,5	-2,4	-4,6			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	44,0	20,5	7,3	4,1			
	<b>Italie</b>	Exportations (valeur, CVS, GA%)	70,7	40,4	26,9	14,1			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	78,3	21,4	13,8	6,9			
		PMI Manufacturier (Indice)	60,7	62,3	62,2	60,3	60,9		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	96,4	38,3	23,2	18,5			
	<b>Espagne</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	48,5	24,8	11,0	3,4			
		PMI Manufacturier (Indice)	57,7	59,4	60,4	59,0	59,5		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	75,7	56,5	22,1				
	<b>Royaume-Uni</b>	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	27,5	20,7	8,4	3,8			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	42,1	24,6	9,1	1,9	0,0		
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	1,5	2,1	2,5	2,0	3,2		
	<b>Asie</b>	<b>Japon</b>	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	14,0	11,8	-3,8	1,5		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	37,2	51,2	47,1	37,1	27,3	
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	1,4	1,9	0,0	1,0		
Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)			-1,1	-0,7	-0,4	-0,3			
<b>Chine</b>		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	9,8	8,8	8,3	6,4	5,3		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	51,1	39,0	29,4	22,7	16,5		
	Importations (valeur, NCVS, GA%)	43,7	51,2	36,8	28,2	33,1			
<b>Autres émergents</b>	<b>Brésil</b>	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	32,5	24,1	12,9	1,4			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,8	8,1	8,4	9,0	9,7		
	<b>Russie</b>	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	7,1	11,8	10,3	6,7			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,5	6,0	6,5	6,5	6,7		

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	17/09/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,75	0,25	0,25
		Brésil	2,00	4,25	5,25	3,25	1,00
		Russie	4,25	5,50	6,75	2,50	1,25
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,36	0,45	-0,14
		France OAT	-0,34	0,16	0,05	0,39	-0,11
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,28	0,29	-0,09
		Italie	0,54	0,82	0,72	0,18	-0,10
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,85	0,65	0,07
		Japon	0,02	0,06	0,05	0,03	-0,01
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,07	0,34	-0,01
		Brésil	3,22	3,71	3,94	0,72	0,23
		Russie	6,01	7,09	7,04	1,03	-0,05
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	244,0	-0,06	0,45
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,17	-4,0	-1,5
		Sterling	0,89	0,86	0,85	-4,5	-0,2
		Yen	126,2	131,2	128,9	2,2	-1,8
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1175	7,6	4,0
		Real brésilien	5,2	5,0	5,3	1,8	5,6
		Rouble	74,0	72,3	72,9	-1,6	0,8
		Roupie indienne	73,1	73,3	73,5	0,6	0,2
		Yuan	6,5	6,4	6,5	-0,9	1,1
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4433	18,0	5,0
		Japon - Nikkei 300	382	413	438	14,6	6,2
		France - CAC 40	5551	6666	6570	18,4	-1,4
		Allemagne - DAX	5954	6653	6545	9,9	-1,6
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	149	16,1	0,2
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	6964	7,8	-2,7
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3141	11,3	-3,8
		Brésil - Bovespa	119409	128057	111439	-6,7	-13,0
		Russie - MICEX	3275	3819	4035	23,2	5,7
		Inde - SENSEX	47751	52502	59016	23,6	12,4
		Chine - Shanghai	3473	3518	3614	4,1	2,7
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	24921	-8,5	-12,4
		MSCI - BRIC	1296	1350	1240	-4,3	-8,1
	Euro	S&P (€)				23,0	6,6
		Nikkei 300 (€)				12,2	8,1
		FTSE 100 (€)				12,8	-2,5
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	527	8,9	-16,7
		Indice CRB**	444	555	556	25,2	0,2
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	75	45,4	3,1
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1749	-7,7	-1,4
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9312	19,9	0,0

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

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

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.