

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

01 Mars 2021

Colonel Drake*

Des coupures d'électricité au pays des derricks. Le Texas, l'une des régions les plus productives des Etats-Unis en hydrocarbures a souffert d'interruptions malvenues alors qu'il enregistre des températures inhabituellement (?) froides. Un froid polaire qui a perturbé l'acheminement du gaz naturel et fait geler les éoliennes censées relayer l'offre d'énergie sur les pics de demande. Voici donc un Etat riche et indépendant en énergie amené à organiser la pénurie. Un paradoxe qui s'explique par un système électrique, pensé pour être à la fois complètement autonome et dénué d'interconnexions avec ses Etats voisins mais aussi déréglementé jusqu'à l'excès et ouvert à de multiples fournisseurs locaux dans une compétition acharnée pour une offre au détail. Une situation qui conduit à des prix extrêmement volatils et qui n'a pas incité aux investissements de long terme nécessaires. Cet épisode repose ainsi la question des technologies et filières de stockage électrique. Or, les réserves prouvées de Lithium ne permettraient de stocker qu'une partie de la production électrique mondiale et la maîtrise de l'hydrogène n'est pas encore aboutie même si son utilisation est prometteuse.

Pourtant, cette occasion d'exprimer une quête de souveraineté semble se heurter aux traditionnelles rivalités nationales ou européennes. Au moment même où la recherche d'indépendance technologique sur les batteries automobiles apparaît comme un projet rassembleur et mobilisateur face à la concurrence asiatique, des crispations s'installent. L'enjeu est de taille alors que la batterie du futur devrait représenter entre un tiers et la moitié de la valeur de la voiture électrique de demain. Et les autorités européennes ne s'y sont pas trompées. La filière Hydrogène a le statut de « projet important d'intérêt européen commun » (IPCEI) : les soutiens apportés par les 7 Etats participants à cette ambition jugée essentielle pour la compétitivité de l'Europe échapperont aux limites habituellement fixées par la réglementation communautaire. En contrepartie, l'Alliance européenne devra produire des batteries les plus « vertes » et les plus sûres en matière de traçabilité tout au long de leur chaîne de vie, de l'extraction des terres rares jusqu'au recyclage. En attendant, rappelons que les ventes de voitures électriques et hybrides rechargeables représentent déjà 10% des ventes de voitures neuves en Europe de l'Ouest, bien soutenues par les bonus à l'achat des gouvernements, les formules de financement locatives et ... les objectifs Co2 imposés par l'Union européenne aux constructeurs.

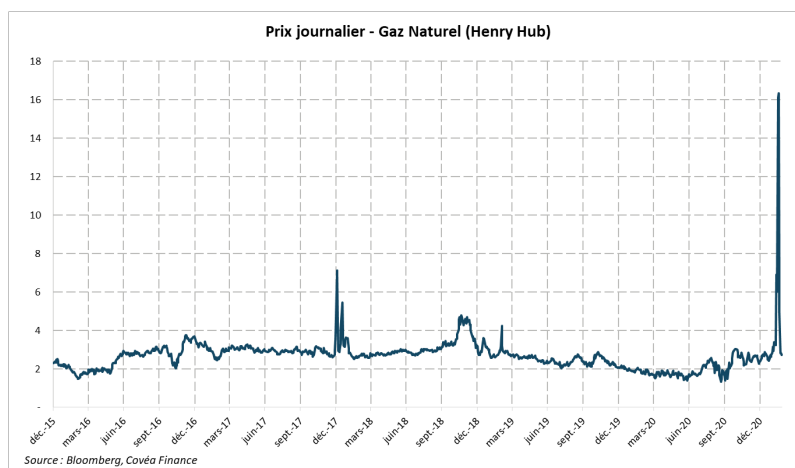
*Entrepreneur américain qui forait le premier puit de pétrole américain en 1859 en Pennsylvanie. Cela provoquera une "ruée vers l'or noir" aux États Unis et la naissance de l'industrie pétrolière. Le pétrole des puits de l'époque était surtout destiné à produire du kérosène qui remplaçait peu à peu l'huile de baleine pour l'éclairage.

Sommaire

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

Suivi macroéconomique p6
 Etats-Unis
 Europe
 Asie

Focus de la semaine



« un abandon de souveraineté »

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire

Marché de taux

Le mois de Février a été marqué par la combinaison d'une hausse généralisée des taux et d'une forte repentification des courbes. Le swap à 5 ans est ainsi en hausse de 14 pb (à -0.30%) et le swap 10 ans de 20 pb (à +0.03%). De même, le rendement du 10 ans allemand est remonté de 27 pb à -0.26%.

Cette dernière semaine a été particulièrement volatile avec des taux souverains qui ont accentué le mouvement de hausse et ce particulièrement via la composante « taux réels ». L'optimisme croissant de la part des investisseurs concernant la vitesse et l'ampleur de la reprise économique et l'attente d'une inflation plus forte (plan de relance américain, vaccinations, recul des contaminations), s'est traduit par la repentification des courbes des taux 2-10 ans des deux côtés de l'Atlantique, et ce malgré de nombreuses prises de parole très prudentes de la part des membres de la Fed et de la BCE. Nous avons ainsi pu voir mercredi le rendement du 10 ans US monter jusqu'à 1.6085%, pour se stabiliser autour de 1.44% aujourd'hui. Le 10 ans français est également repassé brièvement en territoire positif à 0,06% pour revenir aujourd'hui à -0,07%.

Sur le marché du crédit, la forte remontée des taux longs a été accompagnée d'un écartement des primes de risque sur les indices iTraxx, en particulier sur le Crossover qui s'écarte de 20 points. Le marché primaire a été particulièrement actif en début de semaine et 11.3 MME ont été émis, dont plus de la moitié via des multi-tranches. Les émetteurs américains, peu présents depuis le début de l'année, ont représenté plus de 30% des volumes, suivis par le Japon et la Grande-Bretagne, une composition géographique atypique, sans doute liée à la dernière grosse vague de publications européennes.

Focus : Une forte remontée des taux sur une semaine.

Les forts mouvements sur les obligations observés ces dernières semaines ont marqué par leur ampleur avec une repentification significative des courbes de taux US tout d'abord mais également en zone Euro.

La semaine passée, une émission très importante de dette US 7 ans de \$62Mds a amené le Trésor à concéder 4.3bps pour être achetée par les « primary dealers » ce qui impacté toute la courbe des taux et entraîné des ventes importantes d'obligations sur d'autres maturités. Le ratio de couverture a d'ailleurs été le plus mauvais jamais enregistré à 2,04.

Ces émissions ne peuvent pas seules expliquer le mouvement mais la remontée brutale des taux depuis plusieurs semaines affecte les détenteurs des \$7tn de MBS (Mortgage Backed Securities), les forçant à vendre les obligations US, avec un effet boule de neige.

Leur problème est que, lorsque les taux remontent très vite, les taux attachés aux prêts immobiliers suivent rapidement. Les Américains arrêtent donc de refinancer leurs prêts. Un arrêt de l'activité de refinancement implique que ceux qui détiennent des MBS doivent attendre plus longtemps pour collecter les paiements sur leurs investissements. Plus ils attendent, plus ils sont forcés de regarder les taux monter sans pouvoir en tirer avantage. Conséquence ? Ils vendent les obligations à maturité longue pour ajuster les produits dérivés qu'ils détiennent, afin de compenser le rallongement inattendu de la durée de leurs portefeuilles. Un phénomène appelé 'couverture de convexité'.

Par ailleurs, selon plusieurs contreparties, les Hedge Funds se sont aussi positionnés à la vente sur les maturités longues US et Euro, ce qui a également accentué le mouvement.

Quelques heures avant la forte remontée de taux, Raphael Bostic, membre de la Fed d'Atlanta se voulait rassurant. Selon lui, les rendements du 10 ans US sont toujours sur des niveaux historiquement bas, et la situation sur le marché de l'emploi, justifie de laisser les politiques en place encore longtemps. John Williams, Fed de New York, complétait le propos en affirmant que l'inflation resterait contenue pendant un certain temps. James Bullard, quant à lui, voyait un signal positif dans la remontée des rendements sur le marché.

Nous pensons que la Fed ne réagira pas tant que le resserrement des conditions financières n'interférera pas avec leur double objectif et nous en sommes encore loin.

Du côté de la zone Euro, la BCE a de nouveau déclaré vouloir surveiller de près l'évolution des rendements obligataires à long terme, mais privilégie deux indicateurs clé pour évaluer le caractère favorable des conditions de financement dans l'ensemble des secteurs de l'économie, a déclaré Philip Lane, son chef économiste. Il s'agit de :

- la courbe eonia/ester et de
- celle des rendements souverains pondérés des PIB.

La BCE combattra toute augmentation importante des taux réels qui pourrait compromettre la reprise économique de l'Union européenne, a déclaré de son côté Isabel Schnabel, membre du directoire de la banque centrale.

Nous avons donc, de chaque côté de l'Atlantique des Banques Centrales qui ne sont pas prêtes actuellement à agir pour endiguer ce mouvement de remontée des taux. Néanmoins, le fait de repasser en territoire positif sur le 10 ans pour plusieurs pays de la zone Euro, incite nombre d'investisseurs institutionnels à acheter des taux. De même, le passage au-dessus des 1,50% sur le 10 ans américain est un niveau psychologique pour beaucoup et difficile à dépasser durablement.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Europe

sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) corrigent de 2,0% en raison de la hausse des rendements obligataires souverains, entraînant une forte rotation sectorielle. Les investisseurs ont également salué le plan de déconfinement ordonné de l'économie britannique. Les performances sectorielles sont le reflet de cet environnement optimiste à l'image des secteurs de l'énergie progressant de pair avec le baril, ou la finance, qui affichent les meilleures performances de respectivement +2,9% et +1,4% tandis que la technologie (-4,9%) et la santé (-4,5%) font les frais de ce mouvement. Sur le plan des titres, Tenaris ressort en tête de classement avec une progression de 19,5% après avoir publié des résultats annuels solides en renouant avec des marges élevées alors que le spécialiste des paiements du commerce en ligne Adyen perd -13,3%. En termes géographiques, l'indice espagnol progresse le plus avec +0,9% grâce à ses expositions dans le secteur du tourisme (Aena, Amadeus, IAG...) tandis qu'en fin de tableau l'indice danois abandonne 4,2% en raison de son fort ancrage sur les valeurs santé et des énergies renouvelables. Depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap affiche une performance élevée (+5,8%) devant le MSCI EMU (2,1%) et le MSCI Europe (+1,6%).

L'analyse des performances sectorielles, en ce début d'année, suggère que l'on assiste probablement à un « *moment de Minsky* », expression héritée des travaux sur l'endettement de cet économiste américain. Il a mis en lumière que les banques pouvaient relâcher leurs rigueurs de sélection dans l'octroi de crédit en cas d'euphorie. Le parallèle peut également être fait avec la complaisance des investisseurs sur les valorisations. On constate sur ce sujet un certain nombre de signaux faibles souvent relayés également par les banquiers centraux conscients que les excès de liquidité se déversant sur les marchés alimentent des bulles de valorisation. En effet, le ratio cours sur bénéfices de notre indice de référence, MSCI EMU, est estimé à 18x pour l'année en cours soit une croissance estimée de près de 40% laissant peu de place à la déception. A cet égard, la récente remontée des taux constitue un signal d'alerte sur le sujet de la valorisation des actions.

En outre, la frénésie autour de la levée de fonds des véhicules d'investissement cotés destinés à acquérir des sociétés existantes dénommés SPAC (« *Special Purpose Acquisition Vehicle* ») qui a atteint 100 milliards de dollars en 2020 illustre à ce propos l'excès d'optimisme des agents économiques. Ils constitueraient l'instrument de financement manquant entre la levée de capitaux via une introduction bourse et les financements fournis par les fonds de Private Equity comme le suggère Jean-Pierre Mustier, l'ancien patron de la banque transalpine Unicredit, allié à Bernard Arnaud (LVMH) pour créer un « SPAC » en vue d'acquérir une société financière. La levée de ces fonds atteint déjà près de 60 milliards de dollars en 2021.

D'autre part, l'annonce du Premier Ministre britannique Boris Johnson de la réouverture programmée de son économie d'ici l'été prochain fort du rythme plus soutenu de vaccination a suffi pour faire décoller les titres du tourisme comme le croisiériste Carnival ou l'agence de voyage TUI affichant des performances insolentes de respectivement 24% et 56% depuis le début de l'année. Les valeurs du secteur des énergies renouvelable ou de « qualité » ont ainsi fortement corrigé au profit des valeurs décotées ayant fortement souffert durant l'année dernière à l'instar de l'énergie, des banques et des loisirs.

Ainsi, forts de ces éléments objectifs, nous restons vigilant sur la sélection de titres eu égard le niveau de valorisation et le rythme de progression des bénéfices dans ce contexte de relâchement des exigences d'investissement.



Le regard de l'analyse financière et extra-financière

Le système d'échange de quotas d'émission est le principal instrument utilisé par l'Union Européenne (UE) pour réduire les émissions de Gaz à Effet de Serre produites par les grandes installations électriques (dont les centrales à charbon) et industrielles. Le système européen d'échange de quotas d'émission (EU-ETS) couvre environ 45% des émissions de Gaz à Effet de Serre de l'UE (5% des émissions au niveau mondial). L'objectif du système est qu'en 2020, les émissions provenant de ces installations devraient être inférieures de 21% à celles enregistrées en 2005.

Le EU-ETS repose donc sur un principe de plafonnement et d'échange des droits d'émission. Ce plafond diminue progressivement afin de faire baisser le niveau total des émissions. À la fin de l'année, chaque société doit restituer un nombre suffisant de quotas pour couvrir toutes ses émissions, sous peine de s'exposer, en théorie, à de lourdes amendes. Initialement considéré comme le point de départ de la politique climatique européenne, ce système a cessé temporairement d'être efficace lorsque les prix ont chuté en dessous de 5€ par tonne de CO2 en 2016. Le cadre législatif du EU-ETS pour la prochaine période d'échange (phase 4) a été révisé au début de l'année 2018 afin d'atteindre les objectifs de réduction des émissions. La révision vise à :

(1) Renforcer le EU-ETS en tant que moteur d'investissement en accroissant le rythme des réductions annuelles des quotas de 2,2% à partir de 2021 et en renforçant la réserve de stabilité du marché (mécanisme mis en place par l'UE en 2015 pour réduire l'excédent de quotas d'émission sur le marché du carbone et améliorer la résilience du EU-ETS face aux chocs) ;

(2) Maintenir l'allocation gratuite de quotas en tant que mesure visant à préserver la compétitivité internationale des secteurs industriels exposés au risque de fuite de carbone, tout en veillant à ce que les règles permettant de déterminer l'allocation de quotas à titre gratuit soient ciblées et rendent compte des progrès technologiques accomplis ;

(3) Aider l'industrie et le secteur de l'énergie à relever les défis en matière d'innovation et d'investissement présentés par la transition vers une économie sobre en carbone en recourant à plusieurs mécanismes de financement.

La Commission européenne s'est fixée pour objectif implicite que le prix du quota atteigne 30€ de la tonne en 2030. N'oublions pas que la compensation doit être réservée aux émissions dites incompressibles. En effet, de notre point de vue, le recours à la compensation d'une entreprise qui n'aurait pas en amont des objectifs forts de réduction de ses émissions, démontrerait d'une performance environnementale peu satisfaisante.

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Internationales

Actions Asiatiques

En **Asie**, à l'image des autres marchés mondiaux, l'ensemble des marchés baisse sur la semaine en raison de la résurgence des anticipations inflationnistes et de la pentification de la courbe des taux aux Etats-Unis. Les marchés d'Asie du nord baissent plus particulièrement en raison de prises de profits et d'une rotation de style en faveur des valeurs décotées au détriment des sociétés technologiques et de croissance. Rappelons que ces marchés d'Asie du nord affichent les plus fortes performances depuis le début de l'année. Singapour est le seul marché asiatique en hausse sur la semaine, tirée par la bonne performance des valeurs bancaires (pentification de la courbe). Dans l'actualité de la semaine dernière, nous notons la persistance des tensions commerciales et politiques entre les Etats Unis et la Chine, malgré le changement d'administration américaine. Ainsi, le ministre chinois des affaires étrangères a appelé les États-Unis à lever les droits de douane et les sanctions contre les entreprises chinoises imposées par l'administration Trump, et à mettre fin à la "répression" envers les entreprises technologiques chinoises. De son côté, Huawei aurait déclaré vouloir discuter avec l'administration Biden " sans passer " par Pékin pour résoudre certains litiges comme son accès aux technologies américaines ou la détention de son directeur financier Meng Wanzhou. Dans un autre domaine, nous surveillons la résurgence de la fièvre porcine en Chine qui pourrait avoir des impacts sur la hausse des prix alimentaires et sur les relations avec les Etats Unis puisque la Chine pourrait être amenée à baisser ses achats de maïs et de blés américains. A Taiwan, sur la thématique de la transition énergétique, le président Taiwanais a annoncé la volonté de son gouvernement de développer l'énergie solaire sans toutefois donner les éléments chiffrés. L'énergie fossile représente aujourd'hui près de 93% du mix énergétique et dans le renouvelable (~7%), le nucléaire représente 5,4%. La part du solaire n'est que de 0,4%. TSMC annonce pour sa part que l'utilisation de l'énergie renouvelable à 100% en 2050.

Actions Américaines

Aux **Etats Unis** le S&P 500 subit une correction de près de 2,5% sur une semaine marquée par une assez forte volatilité. Le mouvement de hausse des taux relatif notamment aux anticipations de pressions inflationnistes qui inciteraient les banques centrales à normaliser leurs politiques bénéficie au secteur financier et notamment les banques qui affichent une progression sur la semaine. Dans le même temps, la robustesse des prix du pétrole permet une nouvelle forte progression du secteur de l'énergie. A contrario, la perspective de hausse des taux plus rapprochée affecte les valeurs de croissance et exerce une pression sur les multiples de valorisation de valeurs technologiques. Les valeurs de consommation sont également affectées, notamment celles qui avaient largement profité des effets de la pandémie comme Tesla, Lowe's, Home Depot et bien sûr Amazon. Dans cet environnement, les investisseurs se positionnent davantage sur la perspective d'une consommation un peu moins digitale dans les semaines et mois à venir.

Concernant les problématiques de chaînes d'approvisionnement, Joe Biden a signé un décret visant à garantir l'autosuffisance américaine dans une série de secteurs stratégiques. En cent jours, le décret ordonne de réaliser un état des lieux des circuits d'approvisionnement pour des produits considérés comme prioritaires : les composants électroniques, les batteries de voitures électriques, les principes actifs utilisés pour la pharmacie et les minerais essentiels (incluant notamment les terres rares). En outre, une revue des risques (géopolitiques, climatiques, sociaux...) sera réalisée dans six secteurs stratégiques (énergie, alimentation, technologies de l'information, santé publique, transport, défense), avec l'objectif d'aboutir d'ici un an sur un renforcement des stocks, mais aussi et surtout, plus vraisemblablement sur des relocalisations de productions de biens essentiels.

Plus spécifiquement sur les semi-conducteurs et alors que le secteur connaît des pénuries que nous avons déjà eu l'occasion d'aborder, ce décret a été incité par des appels de membres du Congrès et de dirigeants de l'industrie mettant en garde contre les conséquences potentielles de la pénurie actuelle. Le chef de la majorité au Sénat, Chuck Schumer, a ainsi déclaré que la fabrication de semi-conducteurs était un point faible pour l'économie et sa sécurité nationale. Pour rappel, Ford mentionnait encore récemment qu'une réduction des livraisons de composants pourrait signifier une perte allant jusqu'à 20% de sa production prévue au premier trimestre. General Motors a déclaré plus tôt ce mois-ci qu'elle prolongerait les temps d'arrêt dans plusieurs usines de production en raison de la pénurie et qu'elle «réévaluerait la situation à la mi-mars».

Parmi les entreprises qui subissent les ruptures en cours et peinent à s'adapter, nous notons cette semaine les annonces de AT&T. En effet, le groupe de télécom américain a fait part de son intention de céder 30% du capital de DirecTV au fonds de Private Equity **TPG** un montant de \$16 Mds. Pour rappel, AT&T avait acheté DirecTV en 2015 pour 48B\$. Cette vente illustre les difficultés d'adaptation pour les sociétés subissant le plus les ruptures des modes de consommation et distribution. En effet, le management du groupe à l'époque voyait en direct TV l'opportunité d'offrir un service très étendu intégrant le téléphone fixe, l'internet et le câble, le mobile et la TV par Satellite. L'idée était de faire levier sur les contenus et les frais de structure pour vendre des bouquets de services, mais c'était sans compter sur la montée du streaming qui perturbe depuis des années le modèle traditionnel de la télévision.

Il y a-il un changement de paradigme pour les valeurs technologiques américaines ?

La valorisation des valeurs technologiques américaines fait régulièrement débat. Ce fut notamment le cas l'année dernière alors que le contexte pandémique incitait beaucoup d'investisseurs à se réfugier sur des valeurs offrant de la croissance et de la visibilité quelle que soit l'évolution de la situation sanitaire. Certaines sociétés ont même été des bénéficiaires de la crise dans la mesure où cette dernière a accéléré les ruptures en cours dans les modes de production et de travail, de consommation et de distribution. Nous avons déjà eu l'occasion d'aborder ce sujet le mois dernier lorsque nous commentions les résultats des GAFAs soulevant nos doutes sur leurs capacités à maintenir leur leadership dans la mesure où elles entrent de plus en plus en collision les unes avec les autres et dès lors qu'elles sont contraintes par des régulateurs moins bienveillants que par le passé. Or, il est intéressant de voir que depuis quelques temps on assiste à des rotations de style chez des investisseurs qui, davan-

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

tage rassurés par la perspective de réouverture portent leur dévolu sur des valeurs décotées et notamment sur les sociétés les plus sinistrées durant la pandémie (hôtel, compagnies aériennes). Le mouvement de hausse des taux observé sur les marchés obligataires a eu pour effet d'accentuer cette rotation de style, exerçant une pression sur les multiples de valorisation des valeurs dites de croissance parmi lesquelles on retrouve bon nombre de sociétés technologiques et grandes gagnantes de l'année 2020. Mais ce mouvement a occulté des publications de résultats montrant pourtant que la perspective d'un « retour à la normale » ne signifie en aucune manière un quelconque ralentissement de la croissance chez les leaders technologiques contrairement à ce que le positionnement de certains investisseurs pourrait laisser supposer. A titre d'exemple, les publications de résultats très solides la semaine dernière de Cadence Design (acteur leader et incontournable de la chaîne des semis conducteurs), d'Ansys (leader de la simulation numérique), de Salesforce (leader de la relation client sur le cloud) et de Nvidia (leader sur les processeurs et cartes graphiques dédiés aux jeux vidéo et aux centres de données) n'ont pas été particulièrement saluées par le marché, voire au contraire durement sanctionnées. Ces dernières devraient pourtant voir leurs revenus croître de plus de 10% cette année pour les 2 premières et de 20% à 30% pour les 2 suivantes. En outre et contrairement à des GAFAs de plus en plus contraints dans leur croissance, elles peuvent déployer des ressources sur des acquisitions qui renforcent leurs plateformes et investir sur la recherche et développement, des éléments qui constituent selon nous des critères importants de sélection, déterminant de la croissance à long terme.



Le regard de l'analyse financière et extra-financière

La Chine a lancé, le 1er février, son marché des droits à polluer, très attendu par les écologistes alors que le premier pollueur mondial a promis de parvenir à la neutralité carbone en 2060. L'objectif annoncé du dispositif est de réduire les émissions polluantes via une hausse progressive du prix du CO₂. Le ministère de l'Environnement chinois a publié début janvier une réglementation autorisant les provinces à fixer des quotas d'émission de gaz à effet de serre pour les centrales thermiques. Pour l'heure, le mix énergétique chinois penche encore vers le charbon puisque les centrales électriques chinoises s'appuient à 60% sur cette source d'énergie. Les experts s'attendent à ce que les énergéticiens militent pour des quotas confortables et donc un prix du carbone avantageux. Selon les nouvelles règles, les 2 000 centrales chinoises qui émettent plus de 26 000 000 tonnes de gaz à effet de serre par an ont pu commencer à échanger leurs droits de polluer à partir du 1er février. Ce système national devrait éclipser celui mis en place en 2005 dans l'Union européenne pour devenir le premier du monde. Pour rappel, la Chine a émis en 2019 près de 14 GtCO₂, soit 29 % du total mondial. Le nouveau système devrait couvrir le tiers des émissions de gaz carbonique en Chine, selon le Partenariat international d'action sur le carbone.

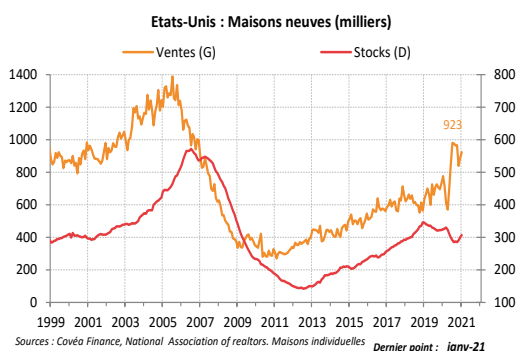
En parallèle, la Commission Européenne va présenter en juin prochain le mécanisme d'ajustement de la frontière carbone qui vise à protéger les industries européennes contre les importations moins chères de biens à forte intensité de carbone en provenance de l'étranger (en particulier de la Chine). Le lancement d'un marché du carbone en Chine a eu pour conséquence d'assouplir les positions de l'UE concernant la taxe sur le carbone à la frontière de l'UE. En effet, la Commission a indiqué qu'elle commencerait probablement avec certains secteurs industriels seulement, comme l'acier, le ciment ou les produits chimiques.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les aides au revenu stimulent la consommation de biens durables »

Les dépenses en volume des ménages américains s'inscrivent en hausse de 2% par rapport au mois précédent en janvier. Cette accélération concerne principalement les biens, notamment durables, tandis que l'augmentation des dépenses de services est beaucoup plus mesurée. Le dynamisme de la consommation apparaît principalement attribuable à la hausse des revenus des ménages, en lien avec le versement des aides fédérales suite au plan de soutien voté fin décembre. Le revenu disponible réel des ménages progresse ainsi de 11% par rapport au mois précédent. Malgré la forte progression de la consommation, le taux d'épargne enregistre tout de même une forte hausse pour atteindre 20,5%, un niveau historiquement élevé mais en-deçà du pic atteint en 2020. Du côté des indicateurs d'enquête, **la confiance du consommateur calculée par le Conference Board s'est légèrement améliorée en février, l'indice s'établissant à 91,3 après 88,9 en janvier, un niveau qui reste nettement dégradé par rapport à la situation pré-crise (132,6 en février 2020).** L'amélioration sur le mois concerne uniquement l'évaluation de la situation présente tandis que les perspectives s'affaiblissent, confirmant le haut degré d'incertitude auquel les ménages restent confrontés.



Dans l'immobilier, les ventes de logements neufs maintiennent une dynamique soutenue sur le début d'année 2021. Les ventes progressent de 4,3% en glissement mensuel, avec des hausses marquées dans le midwest (+12,6%) et dans l'ouest (+6,8%). Les prix sont également bien orientés (+3,6% sur le mois) et s'inscrivent en croissance de 6,5% en rythme annuel.

Dans l'industrie, l'indicateur d'enquête manufacturier de la Réserve Fédérale (Fed) de Dallas s'inscrit en nette hausse en février, passant de 7 à 17,2 points. Cette enquête a toutefois été menée du 9 au 17 février, soit avant que le Texas ne soit touché par une vague de froid qui a paralysé une grande partie de la région. Les détails de l'enquête suggèrent une croissance rapide de l'activité sur le début du mois : la sous-composante production enregistre un bond à 19,9, contre 4,6 en janvier et les

nouvelles commandes sont bien orientées également (13 contre 6,3). La pression haussière sur les prix s'est renforcée, en lien avec des problèmes d'approvisionnement qui font monter les coûts. Par ailleurs, **l'indicateur d'enquête manufacturier de la Fed de Richmond est resté stable à 14 points en février, un niveau qui renvoie à une croissance de l'activité du secteur.** Comme pour les autres enquêtes manufacturières, les prix payés sont en nette augmentation, reflétant à la fois des difficultés d'approvisionnement mais aussi la hausse des prix des matières premières. Si la hausse des prix à la production est effectivement une tendance de ce début d'année, la transmission aux prix à la consommation, dans un contexte de marché du travail déprimé et de niveau du PIB dégradé, n'est pas acquise.

Sur le plan politique, Joe Biden a signé le 24 février un décret présidentiel visant à sécuriser les filières d'approvisionnement américaines en matériaux critiques. Dans cette optique, une étude d'une durée de 100 jours va être lancée dans 4 domaines : les semi-conducteurs, les batteries électriques, les produits pharmaceutiques et les terres rares. Cette initiative faisait partie du programme de campagne de Joe Biden (plan *Buy American*) mais s'inscrit dans le contexte de pénurie de semi-conducteurs ayant engendré des arrêts de production du secteur automobile, dans le pays et dans le reste du monde. Ces perturbations ont remis en lumière la dépendance extérieure des États-Unis en termes de semi-conducteurs, un marché aujourd'hui dominé par des acteurs asiatiques (TSMC (Taiwan), Samsung (Corée), SMIC (Chine)...). L'administration Biden a précisé que le décret présidentiel ne réglerait pas ces perturbations immédiates, mais permettra de développer un plan de long terme pour éviter de futurs problèmes d'approvisionnement. L'objectif affiché est à la fois la stimulation de la production nationale et le renforcement des liens avec les alliés des États-Unis. Par ailleurs, une revue des chaînes d'approvisionnement sur une durée d'un an couvrant 6 secteurs plus larges (défense, santé publique, technologies de l'information et de la communication, transports, énergie et production alimentaire) sera également mise en œuvre.

Du côté de la politique budgétaire, **la Chambre des Représentants a voté en faveur du plan de soutien de 1900 Mds\$ proposé par Joe Biden mi-janvier**, à 219 voix en faveur contre 212 s'y opposant (dont 2 démocrates). **Le projet doit maintenant être validé par le Sénat où les Démocrates centristes pourraient exiger une version moins coûteuse et des aides plus ciblées.** La hausse du salaire minimum fédéral à 15\$ (7,25\$ actuellement), incluse dans le texte voté à la Chambre, sera retirée dans le projet du Sénat car cette mesure, d'ordre réglementaire, ne peut pas être adoptée au Sénat par la voie de la procédure de réconciliation budgétaire. Cette procédure, qui permet de contourner l'obstruction parlementaire et voter une loi à la majorité simple au Sénat, ne peut en effet être utilisée que pour des questions budgétaires, et non pour modifier la réglementation.

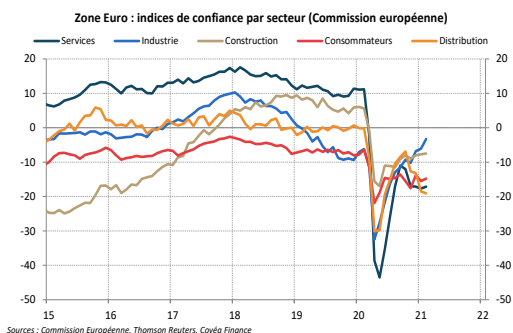
Suivi Macroéconomique

Europe

« Les divergences sectorielles et géographiques s'amplifient début 2021 »

En Zone Euro, la confiance des agents économiques reste très faible malgré une amélioration en février. Les perspectives d'investissement des entreprises et de consommation des ménages, qui ont accumulé une épargne considérable au cours de la crise, devraient rester fragiles en ce début d'année. En effet, l'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne a progressé de 1,9 pt en février pour atteindre 93,1 en Zone euro mais reste bien inférieur à sa moyenne de long terme (100). L'indicateur des anticipations sur la progression de l'emploi enregistre également une amélioration (1,8 pt à 91,9). Cette amélioration du climat des affaires est surtout due à la bonne progression de la confiance

dans l'industrie (+2,4) qui reste bien moins affectée par les mesures de distanciation et qui profite du dynamisme de la demande à l'exportation. Une évolution positive a aussi été observée dans les services (+1,1), dont l'activité reste néanmoins très dégradée, ainsi qu'au niveau de la confiance des consommateurs (+0,8). Enfin, la confiance a progressé très légèrement dans la construction (+0,3) mais a légèrement reculé dans le commerce de détail (-0,6). L'enquête révèle également une forte progression des anticipations de hausse de prix dans l'industrie et en particulier au niveau des producteurs de biens intermédiaires. Des hausses de prix de moindre ampleur sont également attendues dans la vente au détail et la construction. Parmi les plus grandes économies de la zone euro, l'indicateur de sentiment économique a surtout progressé en Italie (+4,4), en Allemagne (+3) et plus légèrement en France (+0,9) alors que l'Espagne s'inscrit en recul sur le mois (-3,2).



La divergence sectorielle induite par les mesures de restriction sanitaire se fait ressentir dans les chiffres de consommation en France. Au mois de janvier, les dépenses de consommation des ménages en bien baissent nettement (recul mensuel de 4,6% après une progression de 22,4% en décembre) et retrouvent les niveaux de février 2020. Cette baisse semble attribuable à (1) la mise en place d'un couvre-feu à partir du 21 janvier et (2) au décalage des soldes d'hiver. Pour les mois à venir, l'extension du couvre-feu et le confinement, partiel pour le moment, risquent de pénaliser davantage la consommation. La capacité des Français à utiliser l'excédent d'épargne accumulé en 2020 risque donc d'être encore limitée. On observe d'ailleurs une nouvelle hausse du taux d'épargne des ménages au quatrième trimestre 2020.

Le dynamisme du crédit au secteur privé montre des signes d'essoufflement en ce début d'année. Si le taux de croissance du crédit total des Institutions financières et monétaires est resté inchangé à 9,6% en glissement annuel en janvier, ce dynamisme tient surtout de l'accélération du crédit au secteur public, qui passe de 22,2% à 22,9% en glissement annuel. Ce dernier chiffre reflète surtout la progression du stock de titres de dette publique qui profite du programme d'achat d'actif de la BCE. En revanche, le dynamisme des prêts au secteur privé a ralenti en janvier (4,4% contre 4,7% en décembre), que ce soit au niveau des ménages (3,3% contre 3,5% en décembre), où les prêts immobiliers ralentissent mais maintiennent une dynamique bien plus favorable que les prêts à la consommation, ou au niveau des entreprises (6,3% contre 6,5% en décembre). Ce léger ralentissement du crédit fait écho à l'enquête de la BCE auprès des banques de janvier qui rapportait un durcissement des conditions d'octroi de crédit - que les banques expliquent par la détérioration des perspectives économiques, l'accroissement du risque de crédit et le moindre tolérance au risque - alors que la demande de financement des entreprises aurait également baissé en lien avec le recul de l'investissement. Au niveau des principaux pays de la Zone euro, les prêts au secteur privé restent surtout dynamiques en France, devant l'Allemagne, l'Espagne puis l'Italie. Enfin, ce ralentissement des prêts se fait parallèlement à une accélération de la croissance des dépôts, que ce soit au niveau des ménages (9% contre 8,6% en décembre) ou des entreprises (21,3% contre 20,5% en décembre). Dans ce contexte, la croissance de la masse monétaire se maintient à des niveaux historiques et continue d'accélérer à l'image de l'agrégat M3 (12,5%) qui reste principalement tiré par la croissance de M1 (16,4%).

Sans surprise, l'estimation finale de l'indice des prix en Zone euro confirme la nette accélération de l'inflation au mois de janvier. La hausse annuelle des prix s'élève ainsi à 0,9%, contre -0,3% le mois précédent. Outre les effets de base liés à l'évolution des prix du pétrole, l'accélération de l'inflation est également liée aux pressions sous-jacentes. En effet, corrigée des prix de l'énergie et des produits alimentaires, l'inflation annuelle atteint 1,4% (contre 0,2% en décembre). Cette hausse ne doit toutefois pas être interprétée comme le prélude à une accélération durable des tensions sur les prix. Elle traduit surtout des effets transitoires tels que le retour de la TVA Allemagne à 19% (après une baisse au deuxième semestre 2020), la mise à jour des pondérations utilisées pour calculer l'indice d'inflation (avec une réduction du poids des services relativement aux biens) ou encore des décalages de soldes qui, habituellement, ont lieu en janvier. Les indicateurs de climat des affaires font par ailleurs état de tensions sur les prix des intrants, en lien avec des difficultés d'approvisionnement. **En février, les estimations préliminaires montrent plutôt un essoufflement des prix.** En Espagne, les prix s'inscrivent en baisse de 0,1% en février, en lien notamment avec un recul des prix de l'électricité et des services touristiques. En France, le recul de l'inflation est moindre (0,7% contre 0,8% le mois précédent), et peut être partiellement attribué aux soldes d'hiver. **Les déclarations des membres du conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne ne font pas transparaître d'inquiétudes particulières sur une inflation dont le niveau reste largement en-deçà de la cible de 2%. (voir notre Focus page suivante)**

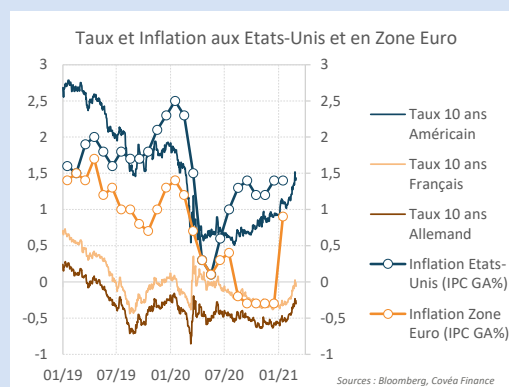
Au Royaume-Uni, le taux de chômage poursuit sa lente progression pour atteindre 5,1% (contre 4% environ avant-crise). Cette hausse ne traduit qu'en partie la détérioration du marché du travail car, outre les dispositifs de chômage partiel, étendus jusqu'au 7 mars, on observe également une légère réduction du taux de participation. Le niveau de l'emploi reste par ailleurs inférieur de 730 000 personnes par rapport à février 2020.

Suivi Macroéconomique

Focus : Les Banques Centrales face à la hausse des taux

Le Président de la Réserve Fédérale américaine (Fed) a réaffirmé lors de ses auditions devant la commission bancaire du Sénat et de la Chambre des Représentants **que la politique monétaire resterait accommodante pour longtemps. Jerome Powell estime que l'économie est loin des objectifs de la Fed en matière d'emploi et d'inflation et « qu'il faudra un certain temps avant que de nouveaux progrès substantiels ne soient réalisés ».** Il a par ailleurs déclaré que la Fed cherche à voir « des progrès réels, et non des prévisions de progrès ». De nombreux officiels ont appuyé cette position dans la foulée (*Lael Brainard, Richard Clarida...*).

Ces déclarations s'inscrivent dans un contexte de remontée des taux d'intérêt long terme, qui reflèterait les craintes des investisseurs d'une accélération de l'inflation, alimentée par la politique budgétaire expansionniste de l'administration Biden. Les propos des membres de la Fed suggèrent une vision nettement plus conservatrice sur les perspectives de hausse de l'inflation. Si la croissance annuelle des prix devraient s'accélérer dans les prochains mois, cette dynamique est essentiellement portée par des facteurs transitoires (effets de base suite à la chute enregistrée au printemps 2020, hausse des prix des matières premières, pénurie sur certains biens et difficultés d'approvisionnement). Or la Fed a répété qu'elle regardera au travers de ces effets et que son objectif est une inflation durablement à la cible ou légèrement au-dessus de 2%. Selon les dernières prévisions de la Fed publiées en décembre dernier, les membres du comité de politique monétaire (FOMC) envisagent l'inflation à 1,8% fin 2021. Si certains anticipent une hausse de l'inflation qui pousserait la Fed à resserrer plus rapidement que prévu sa politique monétaire, d'autres anticipent au contraire un supplément d'assouplissement monétaire pour limiter la récente hausse des taux longs. Les Présidents de la Fed de New York, John Williams, et de la Fed d'Atlanta, Raphael Bostic, (2 membres votants du FOMC) ont repoussé cette éventualité cette semaine. Le premier estime que la hausse des taux est le résultat d'une amélioration des perspectives économiques, ce qu'il voit d'un bon œil, tandis que le second juge que la hausse de taux n'est pas un point d'inquiétude. **Si ce mouvement devait toutefois s'accroître, et resserrer significativement les conditions financières, la Fed pourrait bien se voir contraindre de réagir pour atteindre ses objectifs d'emploi et d'inflation.** Le communiqué du FOMC prévoit que le programme d'achat d'actifs se poursuivra « au moins » au rythme actuel de 80 Mds\$ de Treasuries par mois et 40 Mds\$ de MBS. Dans l'éventualité d'un assouplissement supplémentaire, on peut donc envisager une augmentation de ce rythme d'achat. Une autre possibilité, évoquée fin 2020 et finalement non retenue, serait l'allongement de la maturité des achats de Treasuries, qui aurait l'avantage d'appuyer sur la partie longue de la courbe, sans accroître davantage la taille du bilan de la Fed.



En Zone euro, la remontée des rendements des obligations à long terme a également poussé les membres du Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne à multiplier les déclarations. Les discours et interviews publiés sur la semaine rappellent ainsi que la BCE reste particulièrement attentive à toute augmentation des taux, en particulier des taux réels. En effet, la stabilité des conditions de financement en Zone euro est désormais présentée comme la nouvelle « boussole » de la BCE.

Philip Lane, chef économiste de l'institution, a détaillé dans un discours les variables observées pour évaluer les conditions financières. Il insiste notamment sur l'observation des taux à long terme, notamment la courbe des rendements souverains pondérés du PIB et celle des *swaps* indexés à un jour (OIS), qui mesure le taux sans risque dans la Zone euro. Il considère ainsi que la préservation de conditions de financement favorables passe par le maintien de ces courbes sur des niveaux jugés appropriés par la BCE. P. Lane note par ailleurs qu'un durcissement excessif des taux apparaît incompatible avec un retour de l'inflation à la cible. Pour autant, le chef économiste de la BCE ne précise pas si la hausse actuelle peut être jugée comme excessive. **Or, les projections d'inflation de la BCE demeurent faibles (à 1,4% en 2023).** L'accélération récente des prix, même si elle a pu surprendre à la hausse, était largement anticipée et reflète avant tout des effets transitoires. F. Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, note ainsi que l'inflation reste très basse en Europe et considère qu'il n'existerait aucun risque de surchauffe. Les projections macroéconomiques des équipes de la BCE, qui seront mises à jour en mars, pourraient être légèrement revues à la hausse mais la cible des 2% apparaît encore très éloignée et cela d'autant plus qu'une hausse des défaillances et du chômage reste à craindre cette année. Isabel Schnabel, membre du directoire de la BCE, note que toute augmentation des taux nominaux ne doit pas être considérée comme un durcissement des conditions financières, dans la mesure où une hausse peut également illustrer des meilleures perspectives de croissance et d'inflation. **Elle précise néanmoins qu'une augmentation abrupte des taux réels de long terme, même si elle traduit des anticipations plus positives, pose problème dans la mesure où elle risque d'atténuer les effets de la politique de la BCE et de fragiliser la reprise d'une économie déjà très vulnérable.** Dans un tel cas, elle estime qu'un nouvel assouplissement de la politique monétaire serait nécessaire. Plus que l'augmentation, c'est son rythme qui semble donc préoccuper I. Schnabel. A l'instar de P. Lane, I. Schnabel ne commente pas explicitement la hausse observée sur la semaine. Plus qu'à une éventuelle accélération de l'inflation, c'est donc bien la hausse des taux, réels comme nominaux, qui préoccupe la BCE et cela d'autant plus que le maintien de conditions de financement favorables est désormais présenté comme un objectif prioritaire de l'institution. Dans ce contexte, une intensification de l'action de la BCE, notamment via une utilisation accrue du programme d'achat d'actif (PEPP) ne peut être exclue. **Le gouverneur de la Banque de Grèce, Yannis Stournaras a ainsi appelé explicitement à une accélération des achats d'actifs pour faire face à cette hausse des rendements souverains, jugée injustifiée.**

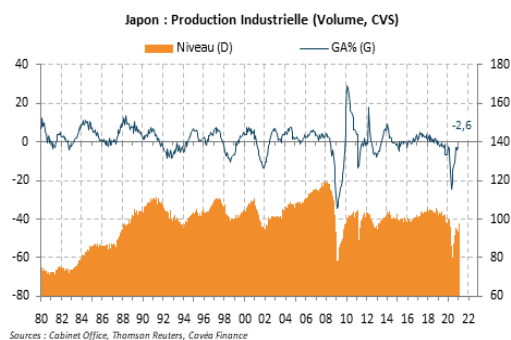
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'industrie japonaise résiste à la dégradation de la situation sanitaire du début d'année »

Le gouvernement japonais a annoncé vendredi que l'état d'urgence serait levé dans 6 des 10 préfectures concernées par les restrictions sanitaires dès la fin du mois de février. Suite à la demande des gouvernements locaux, l'état d'urgence sera levé de façon légèrement anticipée dans les préfectures de Osaka, Kyoto, Hyogo, Aichi, Gifu et Fukuoka. Cet assouplissement des mesures sanitaires, qui fait suite à la forte baisse du nombre de cas au Japon après un pic au début de mois de janvier, intervient une semaine plus tôt que la fin de l'état d'urgence pour l'ensemble du territoire, prévue le 7 mars. Seules les 4 préfectures de la région de Tokyo demeurent donc encore en état d'urgence sanitaire à l'heure actuelle. En parallèle, le Japon a débuté sa campagne de vaccination la semaine précédente, en inoculant en priorité les travailleurs médicaux. Les personnes âgées devraient quant à elles commencer à être vaccinées au mois d'avril, une date plus tardive qu'initialement prévue du fait d'une pénurie de doses.

La production industrielle japonaise a surpris à la hausse au mois de janvier, progressant de +4,2% en variation mensuelle, soit la première hausse depuis 3 mois, après -1,0% en décembre. La hausse de la production industrielle est



Sources : Cabinet Office, Thomson Reuters, Covelo Finance

relativement large et englobe la production automobile (+3,7%), les machines +11,7%), ainsi que les équipements et pièces électroniques (+10,5%). Le dynamisme du secteur manufacturier résiste donc aux restrictions sanitaires liées à l'état d'urgence imposé au début du mois de janvier. La production automobile ne semble pas non plus avoir été excessivement pénalisée par la pénurie de semi-conducteurs qui a grevé le secteur. La croissance de la production industrielle a été soutenue par l'investissement, en lien avec la forte hausse des commandes de machines en décembre, ainsi que par le dynamisme des exportations, qui a été confirmé par les chiffres des ventes à l'étranger du mois de janvier. Les entreprises manufacturières japonaises anticipent par ailleurs le maintien d'une production dynamique en février. **Parallèlement, les ventes au détail ont poursuivi leur repli pour le troisième mois consécutif en janvier, avec une baisse de -0,5%, après -0,7% en décembre.** La baisse des

ventes est particulièrement marquée dans le secteur de l'habillement (-18,0%), tandis que les ventes automobiles résistent (+5,1%). Ce recul des ventes au détail, d'ampleur relativement mineure, n'est pas surprenant au regard de la dégradation sanitaire et de l'imposition de l'état d'urgence au début de l'année, qui devraient aussi se répercuter sur la consommation de services. La levée de l'état d'urgence à partir de la fin du mois de février devrait permettre à la consommation de rebondir. Le contraste entre le recul des ventes au détail et l'avancée de la production industrielle reflète l'impact moindre des restrictions sanitaires sur cette dernière, qui bénéficie également d'un regain de la demande mondiale, notamment en provenance de la Chine. **L'inflation sous-jacente (hors produits frais et énergie) du mois de février pour la ville de Tokyo est en légère progression en glissement annuel (+0,2%),** un rythme identique à celui du mois précédent. Les prix à la consommation pour la ville de Tokyo constituent un indicateur anticipé des tendances au niveau national. Les prix à la consommation sont en recul dans les services, reflétant l'impact des mesures de restriction sanitaire, tandis que le prix des biens durables et des produits alimentaires est en hausse, suggérant une solidité de la consommation privée, au-delà de l'impact temporaire de l'état d'urgence. Le retrait de l'inflation totale en février à Tokyo est par ailleurs moins marqué qu'en janvier, avec -0,3% en glissement annuel, après -0,5% en janvier, du fait de la moindre baisse des prix de l'énergie.

En Chine, les chiffres de la consommation lors de la semaine du Nouvel an lunaire font état d'une demande intérieure vigoureuse, dans un contexte particulier lié aux restrictions sanitaires imposées suite au rebond de l'épidémie. Selon les chiffres du ministère du Commerce, les ventes au détail et dans la restauration ont bondi de 29 % lors de la semaine du Nouvel an lunaire du 11 au 17 février, par rapport aux fêtes de l'année 2020. Elles sont également supérieures de 9% aux ventes réalisées lors du Nouvel an lunaire de l'année 2019. Ce dynamisme de la consommation intervient dans un contexte où les voyages ont été restreints du fait du rebond de nombre de cas dans le nord du pays, avec des déplacements en baisse de 60% par rapport au Nouvel an de l'année 2020, qui était pourtant déjà affecté par l'épidémie. Les déplacements traditionnels étant impossibles, les ménages chinois semblent avoir fait le choix d'utiliser leur surcroît d'épargne pour acheter des biens durables : les ventes de vêtements, d'électronique, d'électroménager et de joaillerie sont toutes en forte hausse. Le tourisme local et les ventes de tickets de cinéma sont également très dynamiques. Les ménages faisant le choix de ne pas se déplacer lors des fêtes ont de plus bénéficié d'aides financières directes du gouvernement, soutenant encore davantage la consommation. Ces données suggèrent que la consommation privée, qui a rebondi nettement moins rapidement que les autres composantes de l'économie en 2020, pourrait amorcer son rattrapage dès le 1^{er} trimestre 2021 et en dépit de la reprise de l'épidémie. **Les prix de l'immobilier de 70 villes majeures enregistrent un léger regain au mois de janvier, avec une croissance de +0,3%, après +0,1% en décembre.** 53 villes sur 70 enregistrent une hausse des prix de vente, contre 42 en décembre. La croissance des prix de l'immobilier est notamment tirée par les grandes villes chinoises, au premier rang desquels Pékin, Canton, Shanghai et Shenzhen, avec une hausse de +0,6 % dans cette catégorie, après +0,3% en décembre. Cette légère accélération des prix de l'immobilier, après une croissance moyenne de +0,2% entre septembre et décembre, intervient à rebours de l'attitude de plus en plus stricte des autorités chinoises quant à la hausse du prix des actifs, notamment immobiliers. Le durcissement des mesures macro prudentielles relatives à l'exposition des banques chinoises au secteur immobilier, mises en place à la fin de l'année 2020 pour restreindre la hausse des prix de l'immobilier, ne s'est notamment pas traduit par un repli visible des prix de l'immobilier en janvier. Le volume de prêts immobiliers accordé au mois de janvier est toutefois traditionnellement particulièrement élevé en Chine, ce qui peut contribuer à expliquer la légère accélération des prix constatée.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		oct.-20	nov.-20	déc.-20	janv.-21	févr.-21	mars-21	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,7	-4,7	-3,2	-1,8			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-1,9	-2,6	-3,4	-1,9			
	Créations / Destructions nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	680	264	-227	49			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-3,2	-2,7	-0,6				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,5	4,5	5,4	5,4			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,2	1,2	1,4	1,4			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4732,2	4742,3	4710,1	4716,8		
		Taux de chômage (% de la population active)	8,4	8,3	8,3			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	-0,3	-0,3	0,9		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	98,9	96,9	98,6	95,8	99,5	
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	8,5	9,0	0,2			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	2,6	6,8	6,4			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-7,0	-3,3	-3,0			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	97,4	96,4	97,5	97,6		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-15,6	-16,3	-16,6	-13,8	-12,2	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	3,6	-15,6	3,6	0,0		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,0	-4,5	-3,0			
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-9,8	-6,6	-6,6			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,2	-4,2	-1,9			
		PMI Manufacturier (Indice)	53,8	51,5	52,8	55,1		
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-7,2	2,9	-3,9			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-1,5	-3,7	-0,6			
		PMI Manufacturier (Indice)	52,5	49,8	51,0	49,3	52,9	
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-4,4	-1,8	-2,1			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-5,4	-3,9	-3,3			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	6,0	2,3	3,1	-5,9		
Asie	Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,7	0,3	0,6	0,7			
	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	3,6	-1,5	0,6				
	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,8	-1,2	-1,3	8,8			
	Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-0,7	-1,8	-3,0				
Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,4	-1,0	-1,2	-0,6			
	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	6,9	7,0	7,3				
	Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	0,8	1,9	3,2				
Autres émergents	Importations (valeur, NCVS, GA%)	4,4	3,9	6,5				
	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	1,0	3,9	5,6				
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	3,9	4,3	4,5	4,6			
	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-8,9	-4,8	-1,3	-2,5			
Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,0	4,4	4,9	5,2			

05/11/2020 : 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	05/11/20	26/02/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 05/11/20 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00
		Russie	4,25	4,25	4,25	0,00	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	0,76	1,40	0,49	0,64
		France OAT	-0,34	-0,36	-0,01	0,33	0,35
		Allemagne	-0,57	-0,64	-0,26	0,31	0,38
		Italie	0,54	0,67	0,76	0,22	0,09
		Royaume-Uni	0,20	0,23	0,82	0,62	0,59
		Japon	0,02	0,02	0,16	0,14	0,14
		Corée du Sud	1,73	1,53	1,97	0,24	0,45
		Brésil	3,22	3,34	3,92	0,70	0,59
	Russie	6,01	6,03	6,83	0,82	0,80	
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,2	241,9	-0,93	-0,14
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,18	1,21	-1,2	2,1
		Sterling	0,89	0,90	0,87	-3,0	-3,6
		Yen	126,2	122,4	128,7	2,0	5,1
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1128	1123	2,9	-0,4
		Real brésilien	5,2	5,5	5,6	7,8	1,1
		Rouble	74,0	77,0	74,6	0,8	-3,1
		Roupie indienne	73,1	74,4	72,4	-0,9	-2,6
		Yuan	6,5	6,7	6,5	-0,7	-2,6
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3510	3811	1,5	8,6
		Japon - Nikkei 300	382	342	393	2,8	14,7
		France - CAC 40	5551	4984	5703	2,7	14,4
		Allemagne - DAX	5954	5440	5949	-0,1	9,4
		Zone euro - MSCI EMU	128	116	131	2,1	13,0
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	5906	6483	0,4	9,8
		Corée du Sud - KOSPI	2821	2414	3013	6,8	24,8
		Brésil - Bovespa	119409	100751	110035	-7,9	9,2
		Russie - MICEX	3275	2861	3347	2,2	17,0
		Inde - SENSEX	47751	41340	49100	2,8	18,8
		Chine - Shangai	3473	3277	3509	1,0	7,1
		Hong Kong - Hang Seng	27231	24886	28980	6,4	16,5
		MSCI - BRIC	1296	1221	1348	4,0	10,3
	Euro	S&P (€)				2,7	6,3
		Nikkei 300 (€)				0,8	9,1
FTSE 100 (€)					3,4	13,9	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	409	556	14,8	35,7
		Indice CRB**	444	415	487	9,6	17,2
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	41	66	27,7	61,6
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1947	1729	-8,8	-11,2
		Prix de la tonne de cuivre	7766	6853	9077	16,9	32,5

*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.

05/11/2020 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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

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

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

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

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

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

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

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

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