

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

06 Avril 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## La canonnière entre « QUAD » et « RCEP »

La signature de l'accord commercial asiatique en novembre 2020 (RCEP) avait cristallisé le basculement vers le Pacifique du centre du monde. Cette consécration du poids de la Chine au sein de cet ensemble régional (1/3 du PIB mondial et 2Mds d'habitants) se trouvait ainsi établie sur fond de remise en cause du multilatéralisme et de paralysie de son bras institutionnel, l'OMC. Cette signature s'inscrivait aussi dans le cadre de l'échec de l'accord de partenariat transpacifique (TPP) de 2016 et conçu pour contenir l'influence chinoise sur les standards internationaux, éléments stratégiques du développement des échanges.

Or, vient d'être signé en mars un accord de coopération dans le domaine de la santé entre les Etats-Unis, l'Inde, le Japon et l'Australie dans le cadre du QUAD. Le « Quadrilateral Security Dialogue » est une alliance informelle créée en 2007 après le tsunami de décembre 2004, sans statut diplomatique, qui a pour vocation le traitement de sujets très divers comme la cybersécurité ou ... l'organisation d'exercices militaires navals. On s'étonnera d'y trouver ces 2 derniers signataires, membres de l'accord de novembre 2020 (RCEP) et pourtant associés à ce partenariat qui identifie bien la Chine comme une menace. Si certains parlent d'OTAN asiatique et de posture de dissuasion, l'initiative du nouveau président américain appartient aussi au champ de la politique d'influence « douce », politique déjà largement utilisée par la Chine le long de ses nouvelles routes de la soie. M.Biden a ainsi la volonté de distribuer 1 milliard de doses de vaccins dans l'Indopacifique. Et chaque membre de l'alliance aura son rôle : les Etats-Unis mettent à disposition leurs brevets et leurs financements, l'Inde, ses usines pharmaceutiques, le Japon, sa chaîne du froid et l'Australie, ses capacités de transports maritimes. Un défi diplomatique lancé à la Chine dans son périmètre qui marque la nouvelle ère démocrate américaine dans la région et sa volonté d'endiguer l'activisme chinois sur le pourtour des 2 océans, indien et pacifique. Une influence devenue trop agressive et qui a eu raison du « non-alignement » historique de l'Inde (et de sa réserve face aux relations entre les Etats-Unis et le Pakistan alors que la Russie est son premier fournisseur d'armes) et des tergiversations pragmatiques australiennes pour ne pas mécontenter, jusqu'alors, leur partenaire chinois malgré ses initiatives dans l'océan indien et en mer de Chine méridionale.

Une coopération tournée vers (contre ?) un seul pays, pourtant premier partenaire de chacun de ses membres!

### Sommaire

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

**Suivi macroéconomique** p5  
Etats-Unis  
Europe  
Asie

### Focus de la semaine

MSCI AC Asie Pacifique - Cours en USD



Source : Bloomberg, Covéa Finance

« une coopération tournée vers un seul pays »

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire

### Marché de taux

Les taux souverains ont été orientés à la hausse la semaine dernière. En particulier aux Etats-Unis, les annonces de relance budgétaire additionnelle en infrastructures, de J. Biden ont poussé le 10 ans américain vers 1,74% avant de refluer en fin de semaine. Le mouvement est néanmoins resté contenu alors que les négociations concernant cette nouvelle enveloppe de relance s'annoncent d'ores et déjà compliquées à Washington, tandis qu'en Europe, la situation sanitaire est de plus en plus préoccupante (nouvelles restrictions en France et en Italie), ce qui alimente la prudence de la BCE via ses achats d'actifs.

Le 10 ans français s'est ainsi de nouveau rapproché de 0% sans l'atteindre avant de rebaisser compte tenu de la situation sanitaire en Europe. Nous sommes aujourd'hui à -0,06% en France et à -0,31% en Allemagne sur la zone 10 ans contre 1,70% aux Etats-Unis.

Sur le marché du crédit, on a de nouveau assisté à une détente des taux. Les titres obligataires Atos ont réagi à l'annonce d'une réserve des commissaires aux comptes sur ses états financiers 2020 pour limitation de travaux sur 2 entités américaines. Le secteur Automobile reste globalement bien orienté, avec Daimler et Volkswagen en tête. Pemex et Petrobras, contrôlés par leur souverain respectif, occupent une partie du classement des moins bonnes performances. En dépit de la situation sanitaire, le secteur des compagnies aériennes est bien orienté. Après 15 jours d'intenses volumes, le marché primaire reprend sa respiration cette semaine, avec seulement 3.6 Mds€ émis. Plus de la moitié des émissions sont « vertes » et le taux de couverture moyen est légèrement supérieur à 2x.

### Focus : L'écart grandissant entre les taux longs américains et européens : un différentiel de croissance qui s'affirme

Les données économiques sorties aux Etats-Unis ces dernières semaines montrent une reprise économique plutôt solide. Par ailleurs, la perspective de nouvelles dépenses budgétaires ont poussé les rendements américains à la hausse. A ce jour, la Fed ne s'inquiète pas vraiment de la correction obligataire, car elle reflète de meilleurs fondamentaux économiques, et par suite, elle se montre assez indifférente à la contagion dans le reste du monde, en particulier en zone euro. Avec le retard de la zone euro dans la reprise, la contagion sur les taux européens est plus problématique. C'est pourquoi la BCE est intervenue tant par la parole que par les actes en achetant de façon plus massive la dette européenne. Cette correction récente des marchés obligataires est d'une autre nature qu'en 2013. A l'époque, le déclencheur était l'annonce d'une réduction des achats d'actifs, préalable à des hausses des taux directeurs, le tout sur fond de perspectives économiques assez molles. Cette fois, la hausse des taux longs US traduit une forte révision en hausse de l'inflation et de la croissance future. La Fed considère que la hausse des taux longs s'inscrit dans le scénario désiré de la reflation. D'autant que les anticipations d'inflation se tendent davantage sur l'horizon immédiat que sur l'horizon lointain.

En zone Euro, la remontée des taux longs – quoique modeste – est perçue comme un effet de contagion des Etats-Unis et non comme le signe que l'économie européenne est engagée dans un scénario de reflation. Dans une récession causée par une pandémie et par les restrictions qui en résultent, la politique monétaire est désarmée pour résorber les divergences sectorielles. C'est là un rôle que peut jouer plus la politique budgétaire, plus facile à calibrer pour soutenir directement les branches de l'économie les plus affaiblies. La BCE est alors dépendante des décisions budgétaires des 19 pays-membres et de l'UE. La BCE exprime à demi-mots que le plan de l'UE est sous-calibré et lent à s'enclencher, surtout en comparaison des Etats-Unis (deux plans de soutien en trois mois).

Ainsi, nous assistons à une réelle divergence dans l'évolution des taux entre les deux zones. Bien qu'en zone Euro les taux soient remontés depuis leur point bas, on assiste à un écartement significatif des rendements entre les deux zones comme le montre l'écart entre le 10 allemand et le 10 américain qui atteint maintenant plus de 200 pbs.

## Actions Europe

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance de 1,8%, portés par l'optimisme suscité par le plan de relance américain malgré un contexte de restriction des déplacements dans plusieurs pays européens.

Le secteur de la consommation cyclique (+3,1%) progresse le plus, porté par les valeurs automobiles recherchées par les investisseurs attirés par des valorisations décotées tandis que l'énergie (-0,2%) recule en raison de la faiblesse du prix du baril depuis ses points hauts. Sur le plan des titres, Siemens Gamesa arrive en tête de classement avec une progression de 11,7% bénéficiant des dépenses d'investissement dans les énergies renouvelables et de leur renforcement dans les pondérations des indices. Par ailleurs, Atos plonge de 11,1% après que son auditeur valide ses comptes mais émet de sérieuses réserves sur deux filiales nord-américaines. En termes géographiques, l'indice portugais est en tête des pays avec une progression de 2,9% fort de la présence de valeurs d'énergie renouvelable tandis qu'en fin de tableau l'indice suédois abandonne 0,2% mais demeure la meilleure performance géographique en 2021 avec +15,5%.

Enfin, depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap maintient son avance (+12,1%) devant le MSCI EMU (9,5%) ou le MSCI Europe (+8,4%).

Nous alertons depuis plusieurs semaines sur l'excès de confiance de certains agents économiques ayant pour conséquence des valorisations élevées sur les marchés financiers. En effet, la cotation du leader britannique de la livraison de repas à domicile Deliveroo la semaine dernière a été un échec avec un plongeon de 26% en clôture; pour mémoire, le concurrent américain

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

DoorDash était monté de 86% à New-York lors de son introduction en décembre dernier. C'est la pire opération depuis 10 ans avec une fourchette révisée de 20% et un prix de cotation fixé finalement en bas de fourchette. Cette déroute nuit à la volonté des autorités britanniques de profiter de son émancipation des règlements de l'UE pour devenir un pôle d'attraction pour la cotation de valeurs liées à la digitalisation. Les autorités ont en effet allégé les règles de cotation pour séduire plus de candidats en autorisant l'accès au segment principal du marché britannique « Premium » à des sociétés dotées d'actions duales (droits de vote ou dividendes majorés pour leurs fondateurs). Or, cette double classe de titres est souvent critiquée par les investisseurs en raison d'un manque d'alignement d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires où cette pratique est souvent fréquente outre-Atlantique à l'instar de Google ou Facebook. Le fondateur de Deliveroo détient en effet 6,3% du capital mais dispose de 57,5% des droits de vote, soit 20 fois plus que les actionnaires minoritaires !

Plusieurs raisons à cette déroute :

- La société est très dépendante de son marché principal encore atomisé,
- Un profil de rentabilité encore déficitaire à l'inverse de son concurrent coté néerlandais « Just-Eat TakeAway »,
- Deliveroo a choisi de ne pas salarier ses livreurs alors que les concurrents ont déjà entamé ce virage pour des problématiques ESG,
- Enfin, la valorisation attendue est ressortie 2 fois supérieure à ce même concurrent.

Pour enfoncer le clou, les grands investisseurs britanniques ont fait savoir qu'ils ne participeraient pas à la levée de fonds forts des éléments précités. A présent, ils semblent ne pas souhaiter plus privilégier les valeurs associées au confinement dans la perspective de la réouverture des économies.

Les investisseurs particuliers qui ont participé à l'opération ne seront pas en mesure de traiter leurs titres avant ce mercredi. C'est pourquoi, l'échec de la cotation de Deliveroo constitue une sérieuse déconfiture pour la City de Londres.



## Le regard de l'analyse financière et extra-financière

**Charbon** : Les ONG s'emploient depuis des années à faire pression sur les financeurs d'entreprises et projets associés au charbon.

Celles-ci ont des échanges directs avec les acteurs financiers, banques, assureurs et sociétés de gestion et leurs associations qu'elles vont jusqu'à conseiller. Ainsi, l'AFG a publié en mars 2020 un guide sur l'élaboration d'une stratégie charbon à destination des sociétés de gestion de portefeuille, issu de discussions entre les sociétés de gestion et le Ministère de l'Economie et des Finances, et s'inspirant des recommandations des ONG sur la thématique du charbon.

Les ONG pratiquent également *le name and shame* (« désigner et faire honte ») dans leurs rapports dont la presse se fait alors l'écho. Sont ainsi publiés les noms des acteurs financiers les moins vertueux selon les ONG.

Ce type de pressions aboutit à des réductions d'investissement dans le charbon conséquents, avec notamment 1,3 milliards d'euros désinvestis par les assureurs français en 2018 et 2019.

Enfin les ONG interpellent parfois directement les entreprises dont l'activité est liée au charbon, en témoigne l'exemple récent d'Engie. Le groupe a annoncé vouloir se désengager totalement du charbon pour la production d'énergie. Le groupe français a même donné un calendrier de sortie rapide, en prévoyant l'arrêt de l'utilisation du charbon en Europe d'ici 2025 et dans le monde d'ici 2027. Insuffisant selon l'ONG Reclaim Finance qui souhaite connaître l'avenir de chaque centrale pour pouvoir réellement juger de la stratégie climatique d'Engie.

## Actions Internationales

### Actions Américaines :

Les marchés américains progressent sur la semaine, tirés par les valeurs technologiques. Ainsi, le Nasdaq clôture la semaine en hausse de 2,6%, tandis que le S&P 500 termine sur un record historique à plus de 4000 points. En termes sectoriels la technologie, les services de communication et la consommation discrétionnaire ont surperformé l'indice, marquant ainsi un rebond sensible des titres de croissance. Dans l'ensemble, les GAFA sont en forte hausse.

Joe Biden a présenté le premier volet de son plan d'investissement dans les infrastructures : « American Jobs Plan ». Celui-ci vise \$2,250 Mds d'investissements sur 8 ans dans les infrastructures, notamment les énergies propres et les technologies réduisant les émissions de carbone. Il prévoit d'être en grande partie financé par une remontée de la fiscalité sur les entreprises : le taux d'imposition sur les sociétés repassant de 21% à 28% et une augmentation de la taxe sur les résultats générés par les actifs incorporels logés à l'international (GILTI : « Global Intangible Low-Taxed Income ») de 10.5% à 21%. Un second volet, baptisé « Human Infrastructure Plan » sera présenté à la mi-avril. Celui-ci serait doté de \$1,750 Mds et dédié aux universités, écoles, crèches, et hôpitaux. Il serait financé en grande partie par une remontée de la fiscalité sur les particuliers. Les négociations s'annoncent toutefois difficiles au Sénat ainsi qu'à la Chambre des Représentants où plusieurs élus démocrates semblent vouloir aller plus loin en terme fiscal (dans l'imposition des successions notamment).

Sur le plan sanitaire, Joe Biden a doublé l'objectif du nombre total de personnes vaccinées à fin avril : 200 millions contre un objectif initial de 100 millions (déjà atteint mi-mars). La pénurie mondiale de semi-conducteurs continue d'entraîner des

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

fermetures d'usine automobile : Ford va interrompre deux semaines sa production de F-150, tandis que Stellantis a aussi annoncé la fermeture temporaire de la moitié de ses usines d'assemblage en Amérique du Nord (5 au total). Alors que la faillite du fonds Archegos Capital, géré par Bill Hwang, a entraîné des pertes exceptionnelles au sein de plusieurs banques internationales (Crédit Suisse et Nomura en tête, chacune accusant plusieurs milliards de dollars de pertes), les autorités de régulation américaines ont décidé d'accélérer leur revue sur l'utilisation des certains produits dérivés à l'origine de ces pertes (Total Return Swap). Ces produits financiers permettent de pratiquer un levier important sur des valeurs (Viacom, Discovery et les valeurs Internet Chinoises dans le cas de la faillite du fonds spéculatif Archegos), sans que les différentes institutions financières puissent avoir connaissance des expositions réelles du donneur d'ordre, celui-ci n'ayant pas à déclarer ses positions auprès de chaque contrepartie (n'étant pas, in fine, propriétaire du titre). Ainsi, après 10 années de revue et d'écriture de règles (dans le cadre de la réglementation Dodd Franck), la SEC devrait prochainement exiger un reporting plus contraignant sur les positions détenues via ce type de produits dérivés pour en faciliter la surveillance quotidienne. De son côté, Janet Yellen, secrétaire au Trésor, a annoncé une revue des pratiques de levier financier des hedge funds par l'agence gouvernementale FSOC (Financial Stability Oversight Council, placée sous l'autorité du Trésor Américain, cet organisme est en charge de la surveillance des risques financiers). La mise en place de ces nouvelles normes va-t-elle enfin permettre de réduire le levier financier utilisé par certains acteurs du marché ?

## Actions Asiatiques

La plupart des marchés sont en hausse sur la semaine. Les marchés d'Asie du Nord sont tirés par les publications de chiffres macroéconomiques en Chine et les annonces d'importants programmes d'investissements de la part des entreprises technologiques. De son côté, le marché Japonais termine en légère baisse, dans un contexte marqué par une poursuite de la surperformance des valeurs décotée et l'absence de l'intervention de la Banque du Japon.

De façon générale, la cote Asiatique a donc bénéficié des annonces majeures en matière de dépenses d'investissement pour les 3 prochaines années, notamment dans la sphère des semi-conducteurs. Pour rappel, au cours des dernières semaines, Intel a annoncé un programme d'investissements de 20 milliards de dollars supplémentaires répartis sur 3 ans pour la construction de deux nouvelles usines aux Etats Unis. De son côté, TSMC prévoit un budget d'investissements de 100 milliards de dollars, également sur 3 ans pour accroître sa capacité de production et maintenir son avance technologique sur ses concurrents (technologie de gravure en 4 nano, dès fin 2021). Enfin, le coréen SK Hynix a dévoilé un plan d'investissements de 106 milliards de dollars pour la construction d'un écosystème concentré sur la recherche, le développement et la production de mémoires (DRAM et NAND) en Corée du Sud. Ce plan de 106 milliards couvre les dépenses de SK Hynix, ainsi qu'une cinquantaine de fournisseurs et partenaires qui seraient relocalisés autour d'un nouveau complexe situé à 50 kms au sud de Séoul.

Par ailleurs, les annonces en matière de transition écologique se multiplient en Asie. Alors que le nouveau plan chinois favorise le développement de nouvelles filières pour la fabrication de véhicules propres (notamment la nécessité de mettre en place une chaîne de valeurs pour les bus et les camions à hydrogène), les deux grands constructeurs automobiles chinois (Great Wall Motor et SAIC motor) ont de leurs côtés annoncé d'importants projets dans les véhicules à hydrogène. Le groupe d'énergie solaire chinois Longyi Green Energy annonce également son intention d'entrer sur le marché de l'hydrogène.

Enfin, le gouvernement Coréen va consacrer un budget de 824,4 mds KRW (~613 mn €, +40% YoY) sur l'hydrogène (production, R&D, stations de recharge...).



## Le regard de l'analyse financière et extra-financière

**Plastique** : Si quelqu'un pense au procédé de fabrication d'un vaccin, il ne lui viendra pas tout de suite en tête que celui-ci dépend fortement du plastique. Pourtant, de géants sacs plastiques, pouvant contenir parfois jusqu'à 2000 litres de produit chacun, servent de doublures stériles dans les cuves des bioréacteurs où les vaccins sont produits. Seulement voilà : ces derniers mois nous ont fait connaître une pénurie mondiale de matière première, le polypropylène. La reprise asiatique a dopé la demande, notamment suite au redémarrage des usines automobiles, grandes consommatrices de plastiques. A cela s'est ajouté une série de cas de force majeure ayant entraîné l'arrêt momentané de certaines usines chez les fabricants de résine. Il y a quelques semaines, la vague de froid au Texas, où tous les grands du secteur sont présents, est venue accroître les tensions et ralentir les importations de ces sacs plastiques en Europe.

Or, le moindre accroc dans la chaîne d'approvisionnement peut avoir de graves répercussions, et perturber le déploiement des vaccins. L'Union Européenne en est consciente, et souhaite par conséquent s'affranchir de cette dépendance aux Etats-Unis en développant la production domestique de ces sacs plastiques géants, indispensables à la fabrication des vaccins. Dans cette visée, le géant pharmaceutique allemand MERCK KGAA va développer une nouvelle ligne de production à cet effet, et créer près de 300 emplois supplémentaires dans son usine alsacienne. Cependant, des pièces plastiques bien plus petites sont tout autant cruciales dans la lutte contre la pandémie, pour la fabrication des tests PCR cette fois : là aussi, les plasturgistes n'arrivent plus à suivre la demande pour les petits cônes à filtres qui se trouvent à la pointe des pipettes et qui commencent à manquer cruellement dans les laboratoires et les hôpitaux.

Ces difficultés ne remettent pas en cause les initiatives visant à limiter l'utilisation du plastique, ni le plan d'action pour l'économie circulaire que la Commission Européenne avait dévoilé en mars 2020, bien au contraire. La nécessité de trouver des alternatives viables au plastique et de développer son recyclage à grande échelle se fait d'autant plus ressentir à travers cette pénurie.

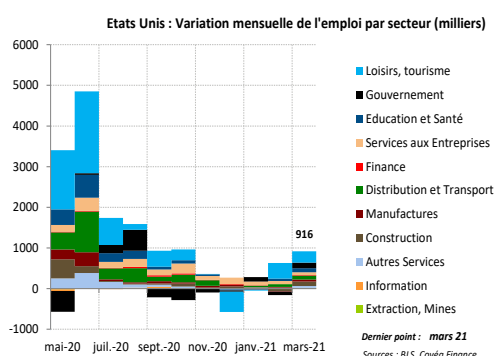


# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« L'emploi se redresse nettement en mars, à la faveur de la levée des restrictions sanitaires »

**Le rapport d'emploi du mois de mars confirme le rebond du marché du travail américain sur le début d'année 2021.** Portées par la levée des restrictions sanitaires, les créations de postes ont atteint 916 000 emplois sur le mois, soit la plus forte progression mensuelle depuis août dernier. Les chiffres du mois précédent ont par ailleurs été révisés à la hausse (+90 000), ce qui porte à 468 000 postes les créations en février. La progression de l'emploi en mars est généralisée, avec une dynamique toujours portée par les services qui avaient été les plus touchés par les restrictions sanitaires. Les loisirs, hôtellerie, restauration créent ainsi 280 000 postes et l'éducation et santé 100 000 postes. La construction, qui avait subi les impacts des intempéries en février, enregistre un net rebond avec 110 000 nouveaux emplois, tout comme les mines (21 000 postes), qui



engrangent la plus forte hausse mensuelle depuis 1980. Concernant le taux de chômage, la décrue progressive se poursuit (6% après 6,2% en février). Le taux de chômage élargi (incluant les personnes qui ne recherchent pas activement un emploi) recule également à 10,7%, tandis que le taux de participation à la population active reste déprimé malgré un progrès sur le mois à 61,5%. Le nombre d'heures travaillées moyen est également en forte hausse à 34,9h contre 34,6h, signal d'une dynamique favorable. Malgré ce dynamisme concomitant à l'amélioration de la situation sanitaire, le marché du travail reste convalescent. Près de 8,5 millions de postes n'ont toujours pas été recréés depuis la chute enregistrée au printemps 2020 (-22 millions de postes en mars et avril 2020) et comme l'a souligné Loretta Mester (Présidente de la Fed de Cleveland) à la suite de la publication de ce rapport, il faudra encore beaucoup de progrès pour ramener l'économie au niveau où elle était avant la pandémie.

**L'indicateur d'enquête Conférence Board fait état d'une hausse marquée de la confiance du consommateur** en mars. L'indice passe de 90,4 à 109,7, un niveau qui reste néanmoins toujours très en deçà de la situation pré-pandémique. La progression sur le mois concerne aussi bien l'évaluation de la situation présente, que les perspectives à 6 mois. L'appréciation du marché du travail devient également plus favorable. L'amélioration de la situation sanitaire, les progrès rapides de la campagne de vaccination et les chèques aux ménages de 1400\$ envoyés au cours du mois sont autant d'éléments explicatifs à cette embellie de l'optimisme des ménages américains.

**Alors que la dynamique d'activité semble mieux orientée, le volontarisme budgétaire de l'administration Biden reste très prégnant, avec ses conséquences en termes de trajectoire de l'endettement public. Le Président Joe Biden a ainsi présenté le 31 mars son plan de relance de 2250 Mds\$ centré sur les infrastructures.** Ces dépenses, réparties sur 8 ans, concerneraient les infrastructures de transports (620 Mds\$), la santé des personnes âgées (400 Mds\$), le renforcement du secteur manufacturier (300 Mds\$), le logement (213 Mds\$), les réseaux de traitement des eaux et d'énergie (211 Mds\$), la recherche et développement (180 Mds\$) et le déploiement de l'internet haut débit (100 Mds\$). **Afin de financer ces hausses de dépenses, l'administration Biden compte augmenter la fiscalité des entreprises,** notamment le taux d'imposition sur les sociétés qui passerait de 21% à 28% (contre 35% avant la réforme de la fiscalité de l'administration Trump de 2017). Parallèlement, le taux GILTI (*Global Intangible Low Tax Income*) de taxation sur les profits réalisés à l'étranger doublerait à 21% contre 10,5% actuellement. L'augmentation de la fiscalité permettrait de payer les dépenses annoncées sur un horizon de 15 ans. Cette proposition fait partie d'un plan économique en deux volets, dont le second, qui doit être dévoilé mi-avril, sera centré sur l'éducation, la garde d'enfants et la santé.

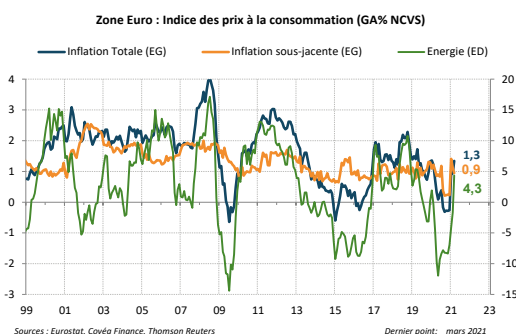
**Sans surprise, ces annonces ont reçu un accueil défavorable de la part des Républicains,** d'une part en raison du niveau élevé des dépenses et d'autre part du fait des hausses d'impôt et du « détricotage » partiel de la réforme de la fiscalité de 2017. Sans le soutien d'au moins 10 Sénateurs républicains, le projet de loi devra passer par la voie de la réconciliation budgétaire qui permet d'adopter une loi avec une majorité simple au Sénat (51 voix). L'usage de cette procédure exceptionnelle étant limité à une fois par année fiscale et le camp démocrate l'ayant déjà utilisée pour adopter l'*American Rescue Plan* début mars (plan de soutien de 1900 Mds\$), l'administration Biden devrait se résoudre à attendre l'année fiscale 2022, qui débute le 1er octobre 2021, pour passer un nouveau plan budgétaire. Mais le chef des Démocrates au Sénat Chuck Schumer aurait décelé une disposition spécifique de la loi sur le budget du Congrès de 1974 (Section 304) qui permettrait de contourner la limitation d'utilisation de la réconciliation budgétaire. Cette lecture du texte législatif a été confirmée ce week-end par la responsable non partisane de la protection des règles du Sénat américain, Elizabeth MacDonough (*Senate Parliamentarian*), ouvrant la possibilité aux Démocrates d'utiliser la réconciliation budgétaire une nouvelle fois au titre de l'année fiscale 2021. Au-delà de ces aspects techniques qui pourraient influencer le calendrier, **la plus grosse difficulté pour le Président Biden sera de réunir l'ensemble des élus de son camp derrière cette proposition.** Suite aux annonces, certains représentants de l'aile progressiste ont d'ores et déjà dénoncé un manque d'ambition tandis que l'aile modérée affiche sa réticence face aux hausses d'impôt. La ligne de crête sera donc étroite au Congrès pour faire adopter ces nouvelles mesures de dépenses.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« L'accélération de l'inflation devrait rester dominée par des facteurs temporaires »

**Face à la nette dégradation des mesures sanitaires enregistrée au cours du dernier mois, le gouvernement français a annoncé le durcissement des mesures de confinement actuel, qui sont étendues à l'ensemble du territoire métropolitain.** Le gouvernement a par ailleurs annoncé la fermeture des écoles et des crèches pour une durée de trois semaines. Ces nouvelles mesures font écho aux extensions et aux durcissements annoncés au sein des pays voisins. L'Italie comme l'Allemagne appliquent ainsi un confinement strict jusqu'au 30 avril et 18 avril respectivement. Si ces mesures repoussent la perspective d'une éventuelle reprise de l'économie, elles aggravent surtout le poids économique, déjà très élevé, de la crise sanitaire dans un contexte de vulnérabilité structurelle. La dette, privée comme publique, qui constituait déjà un des principaux points de vigilance de Covéa Finance avant la crise, va poursuivre son augmentation.



**Au mois de mars, l'inflation poursuit son accélération en Zone euro et atteint 1,3% en mars 2021** (après 0,9% en février) selon l'estimation préliminaire d'Eurostat. Cette accélération tient surtout de la forte croissance des prix de l'énergie qui atteint 4,3% sur le mois (après -1,7% en février). En effet, l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) a ralenti à 0,9% (après 1,1% en février). Ainsi, l'inflation se maintient à des niveaux élevés par rapport à ceux de fin 2020 (-0,3% en décembre) en lien avec des facteurs temporaires (rebond des prix de l'énergie, fin de la baisse de TVA en Allemagne, nouvelles pondérations des composantes de l'inflation) auxquelles s'ajoutent désormais des effets de base considérables en lien avec la forte chute des prix, et en particulier des prix de l'énergie, qu'avait occasionné le début de la crise épidémique à partir de mars 2020. Ces effets de base devraient continuer de tirer mécaniquement à la hausse l'inflation courant 2021. En outre, les enquêtes d'activités continuent de faire état d'une forte progression des prix des intrants, notamment en lien avec les pénuries et

perturbations des chaînes d'approvisionnement, qui pourraient affecter l'inflation à court terme. Au niveau des pays, c'est l'Allemagne qui enregistre la plus forte inflation à 2% (après 1,6% en février) devant la France à 1,4% (après 0,8% en février), notamment en lien avec le report des soldes d'hiver). C'est en Espagne que l'accélération a été la plus marquée à 1,2% (après -0,1% en février) alors que l'Italie est un des seuls pays européens à voir son inflation ralentir à 0,6% (après 1% en février) en lien avec le report de la fin de la saison des soldes à fin mars (contre fin février habituellement).

**En revanche, les pressions exercées sur les prix par les salaires devraient rester contenues en lien avec un marché du travail qui reste affecté par la crise et qui devrait souffrir de la levée progressive des mesures de soutien. En la matière, l'accord salarial conclu avec le syndicat allemand IG Metall apparaît relativement modeste.** Cet accord ne couvre que 70 000 travailleurs du secteur de la métallurgie en Rhénanie du Nord-Westphalie mais devrait influencer les négociations encore en cours dans le reste de l'industrie manufacturière, notamment pour les 3,8 millions de travailleurs du secteur de l'ingénierie et de la métallurgie représentés par le syndicat. L'accord prévoit une augmentation des salaires de 2,3% sur 21 mois, une augmentation bien en-deçà des 4% demandés par le syndicat. L'accord prévoit également la possibilité de choisir, plutôt qu'une augmentation du salaire, une réduction du temps de travail à quatre jours par semaine.

**Les indicateurs de confiance de la semaine envoient un message similaire aux publications de la semaine passée.** L'indicateur de confiance de la Commission Européenne décrit ainsi un rebond important et généralisé du climat des affaires dans le secteur privé en mars. Le secteur manufacturier, en particulier, ne semble pas affecté par les nouvelles mesures de restrictions et atteint des niveaux historiquement élevés, bien au-dessus de la moyenne de long terme. L'accélération de l'activité de l'industrie, décrite aussi dans l'estimation finale du PMI Manufacturier, repose sur une augmentation très importante de la production et des nouvelles commandes qui reflètent un raffermissement de la demande mondiale. Le secteur fait toutefois face à d'importants délais de livraisons et à des pénuries qui ont entraîné une augmentation très importante des tensions inflationnistes sur les prix des intrants comme les prix de ventes. Dans ce contexte, les entreprises ont continué de puiser dans leurs stocks. Du côté domestique de l'activité, les services et la distribution, les indicateurs de climat des affaires publiés au cours des dernières semaines ne reflètent que partiellement les nouvelles mesures de confinement annoncées dernièrement. Dans ce contexte il est fort probable que le gain enregistré au mois de mars soit largement effacé lors des publications du mois d'avril. On peut toutefois noter que, jusqu'à présent, les reculs enregistrés lors des nouveaux épisodes de confinement ont été moins prononcés qu'en mars 2020.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'impact de l'état d'urgence sur l'économie japonaise demeure modéré »



### Au Japon, l'enquête trimestrielle de climat des affaires Tankan fait part d'un fort rebond pour le 1<sup>er</sup> trimestre de l'année 2021.

Dans le secteur manufacturier, la confiance des grandes entreprises est en forte hausse et retrouve son niveau d'avant la pandémie : l'indice gagne 15 points par rapport au 4<sup>ème</sup> trimestre 2020 pour s'établir à +5 points. Les grandes entreprises non-manufacturières enregistrent également une amélioration de leur situation économique, bien qu'elle soit moins prononcée, avec un indice en hausse de 4 points pour atteindre -1 point. Dans l'ensemble, bien que certains secteurs de services directement affectés par l'état d'urgence sanitaire (restauration, hôtellerie, services à la personne) enregistrent une dégradation, la confiance des entreprises japonaises est en hausse, suggérant une poursuite de la reprise économique au-delà de l'impact ponctuel de la dégradation sanitaire de début d'année. Les projets de dépenses d'investissement des entreprises vont également dans ce sens : la croissance des dépenses d'investissement prévue par les grandes entreprises interrogées

s'élève à +3% pour l'année fiscale 2021, l'anticipation d'investissement la plus élevée depuis 1990 pour une enquête de début d'année. Les prévisions d'investissement des petites entreprises pour 2021 se situent également à un niveau historiquement élevé pour cette période de l'année, avec -5,5% (les enquêtes de début d'année font traditionnellement toujours part d'anticipations d'investissement particulièrement faibles pour les petites entreprises car celles-ci n'ont pas encore formulé leurs plans d'investissement pour l'année à venir).

### Les ventes au détail de février vont également dans le sens d'une poursuite de la reprise de la demande intérieure

: les ventes augmentent de +3,1% en variation mensuelle, soit la première hausse en 3 mois et la progression la plus forte depuis septembre 2019. De façon significative, les ventes au détail ont désormais dépassé leur niveau de début 2020 avant la pandémie et atteignent leur niveau le plus élevé depuis la hausse de la taxe à la consommation en octobre 2019. La forte croissance des ventes au détail au mois de février a eu lieu dans un contexte d'état d'urgence sanitaire, qui concernait la majeure partie du pays en février ; elle reflète le caractère relativement souple de cet état d'urgence, qui ne s'accompagnait pas d'une fermeture des commerces, contrairement aux mesures prises au printemps 2020. Les ventes de services devraient être davantage affectées par l'état d'urgence de début d'année, notamment dans les secteurs de la restauration, qui a pâti du couvre-feu imposé à partir de 20 heures. La situation du marché de l'emploi fait par ailleurs preuve de stabilité au mois de février, avec un taux de chômage qui s'établit à 2,9%, un niveau identique à celui du mois précédent. Le ratio des offres d'emploi sur le nombre de candidats est également quasiment stable, s'établissant à 1,09, après 1,10 en janvier. L'impact agrégé de l'état d'urgence sur l'emploi reste donc minime en février, même s'il exacerbe des divergences entre secteurs, avec une forte hausse de l'emploi dans la santé et l'éducation, contrebalancée par des destructions d'emplois dans la restauration et l'hôtellerie, en cohérence avec les restrictions sanitaires.

### Enfin, la production industrielle japonaise accuse une baisse de -2,1% en glissement mensuel au mois de février,

après +4,3% en janvier. Ce recul s'explique en premier lieu par la production du secteur de l'automobile, qui se contracte de -8,8%, du fait de contraintes sur l'offre ; la production automobile est notamment affectée en février par le tremblement de terre qui a eu lieu dans la préfecture de Fukushima le 13 février et qui a touché plusieurs usines d'équipements automobiles dans la région. D'autre part, la production est également pénalisée par la pénurie mondiale de semi-conducteurs, qui touche en premier lieu le secteur automobile. Ces difficultés sur l'offre devraient s'accroître dans les mois à venir à la suite de l'incendie de l'une des principales usines du fabricant de semi-conducteurs japonais Renesas, qui fournit notamment le secteur automobile. Cet incident, qui devrait nécessiter plusieurs mois avant d'être résolu, aura un impact considérable sur la production automobile à partir d'avril. La baisse de la production industrielle de février est également en partie liée à la croissance particulièrement dynamique du mois de janvier : en moyenne, le niveau de la production industrielle sur janvier et février reste supérieur au niveau moyen du 4<sup>ème</sup> trimestre 2020.

### En Chine, les indices PMI officiels font état d'un rebond marqué de l'activité économique au mois de mars, après un recul en janvier et en février.

Dans le secteur manufacturier, l'indice PMI progresse de +1,3 point pour atteindre 51,9 points. La hausse est encore plus marquée dans les secteurs non-manufacturières, avec un indice s'établissant à 56,3 points, en hausse de 4,9 points par rapport au mois précédent. Cette progression reflète l'endiguement réussi du léger rebond de l'épidémie de Covid-19 en début d'année et donc la fin des restrictions sanitaires qui y étaient associées. L'assouplissement des contraintes sanitaires s'est traduit par un rebond mécanique de la demande, notamment dans les secteurs de services qui avaient été les plus touchés par les restrictions de déplacement, comme le logement et le transport. Les entreprises du secteur manufacturier font quant à elles part d'une demande toujours très dynamique, tant au niveau intérieur que mondial. Elles ont également bénéficié d'une reprise plus rapide qu'à l'accoutumée de l'activité après le Nouvel An lunaire, du fait des restrictions de déplacement, qui ont limité la durée de l'absence des employés. Les enquêtes de mars font également part de légères tensions sur l'offre, avec une augmentation des délais de livraison et une hausse du coût des intrants.

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		nov.-20	déc.-20	janv.-21	févr.-21	mars-21	avr.-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,8	-3,5	-2,0	-4,2				
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-2,6	-3,5	-1,0	-2,1				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	264	-306	233	468	916			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-2,7	-0,8	-0,1					
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,5	5,5	5,2	5,2	4,2			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,2	1,4	1,4	1,7				
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, Mds €)	4742,3	4710,1	4713,3	4725,0			
		Taux de chômage (% de la population active)	8,3	8,2	8,3	8,3			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	-0,3	-0,3	0,9	0,9	1,3		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	97,1	98,6	95,9	99,8	104,4		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	9,2	1,6	-6,3	-5,4			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	6,8	6,0	2,4				
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-3,4	-3,0	-1,9				
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	96,3	97,6	97,6	99,1			
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-16,3	-16,6	-13,8	-12,5	-4,8		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	-15,5	3,8	-0,1	-0,1			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,9	-3,2	-0,2				
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-6,8	-6,4	-1,1				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,2	-1,3	-2,9				
		PMI Manufacturier (Indice)	51,5	52,8	55,1	56,9	59,8		
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	3,0	-3,7	-1,7				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-4,2	-1,5	-2,2				
		PMI Manufacturier (Indice)	49,8	51,0	49,3	52,9	56,9		
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,8	-2,1	-6,9				
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-3,9	-3,3	-4,8				
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	2,2	3,0	-5,9	-3,6			
	Asie	Japon	Inflation (prix à la consommation, GA%)	0,3	0,6	0,7	0,4		
			Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	-1,2	0,5	-5,9	-4,5		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	-1,7	0,8	7,8	-0,8		
		Chine	Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-1,9	-3,0	-1,3	-0,3		
Production industrielle (volume, NCVS, GA%)			7,0	7,3		35,1			
Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)			1,9	3,2		108,4			
Autres émergents	Brésil	Importations (valeur, NCVS, GA%)	3,9	6,5	26,6	17,3			
		Production industrielle (volume, CVS, GA%)	3,9	5,5	4,8	2,8			
	Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,3	4,5	4,6	5,2			
		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-4,8	-1,3	-1,9	-3,7			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	4,4	4,9	5,2	5,7			

11/03/2021: date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance



# Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	11/03/21	02/04/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 11/03/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	2,00	2,75	0,75	0,75
		Russie	4,25	4,25	4,50	0,25	0,25
		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	1,54	1,72	0,81	0,18
		France OAT	-0,34	-0,09	-0,08	0,26	0,02
		Allemagne	-0,57	-0,33	-0,33	0,24	0,01
		Italie	0,54	0,60	0,63	0,09	0,03
		Royaume-Uni	0,20	0,74	0,80	0,60	0,06
		Japon	0,02	0,10	0,13	0,11	0,02
		Corée du Sud	1,73	2,02	2,05	0,32	0,03
		Brésil	3,22	4,16	4,25	1,03	0,09
	Russie	6,01	6,77	7,04	1,03	0,28	
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,6	242,9	-0,52	0,12
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,20	1,18	-3,7	-1,9
		Sterling	0,89	0,86	0,85	-4,8	-0,7
		Yen	126,2	130,1	130,2	3,2	0,1
	Contre dollar (1\$ = ...devises)	Won	1092	1136	1128	3,2	-0,7
		Real brésilien	5,2	5,5	5,7	9,8	3,1
		Rouble	74,0	73,3	76,5	3,4	4,4
		Roupie indienne	73,1	72,9	73,1	0,1	0,3
		Yuan	6,5	6,5	6,6	0,6	0,9
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	3939	4020	7,0	2,0
		Japon - Nikkei 300	382	403	412	7,7	2,1
		France - CAC 40	5551	6034	6103	9,9	1,1
		Allemagne - DAX	5954	6284	6510	9,3	3,6
		Zone euro - MSCI EMU	128	137	140	9,5	2,3
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	6737	6737	4,3	0,0
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3014	3113	10,4	3,3
		Brésil - Bovespa	119409	114984	115253	-3,5	0,2
		Russie - MICEX	3275	3509	3558	8,7	1,4
		Inde - SENSEX	47751	51280	50030	4,8	-2,4
		Chine - Shangai	3473	3358	3484	0,3	3,8
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28908	28939	6,3	0,1
	MSCI - BRIC	1296	1367	1326	2,3	-3,0	
	Euro	S&P (€)				11,2	4,0
		Nikkei 300 (€)				4,4	2,0
FTSE 100 (€)					9,6	0,7	
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	555	560	15,7	0,9
		Indice CRB**	444	499	505	13,8	1,2
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	70	65	25,2	-6,9
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1723	1727	-8,9	0,2
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9058	8790	13,2	-3,0

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

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

11/03/2021 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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

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

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

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

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

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

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

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

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