

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

26 Juillet 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Europe : des flux pour tous

Sur quelle classe d'actifs sont alloués les capitaux européens? Nous suivons les préférences des investisseurs européens à travers les flux de souscriptions et de rachats sur les fonds ouverts (OPC et ETF) de droit européen. La publication des chiffres du deuxième trimestre ne laisse aucun doute sur les choix d'allocation : ils sont largement positifs et bénéficient à toutes les catégories d'actifs.

Sur les actions, la collecte se poursuit donc à un rythme très élevé : les fonds reçoivent 86 Mds€ de souscriptions nettes au deuxième trimestre. Depuis le début de l'année, les flux atteignent ainsi 226 Mds€, battant largement les collectes annuelles des dernières années. Car ce montant est à comparer au cumul de la collecte des trois dernières années, de 2018 à 2020, qui atteignait 246 Mds€.

La majorité des souscriptions du trimestre sur les fonds d'actions s'oriente sur la catégorie « Monde » pour 68 Mds€, suivie de la catégorie « Etats-Unis » pour 10 Mds€. A l'inverse des trimestres précédents, les investisseurs européens souscrivent à nouveau sur l'Europe (2 Mds€) et le Japon (3 Mds€). Ces flux positifs ont aussi été observés au sein des investisseurs américains, illustrant le positionnement sur la sortie de crise sanitaire des pays développés. A l'inverse, la collecte sur les actions émergentes reste positive à 3 Mds€ mais ralentit par rapport aux 25 Mds€ du premier trimestre. Les flux sectoriels s'orientent toujours sur les mêmes secteurs privilégiés mais dans un rythme moins élevé : les « fonds verts » pour 8 Mds€ et la technologie pour 3 Mds€.

Côté obligataire, les flux s'accroissent par rapport au premier trimestre mais restent sur un rythme modéré comparé aux dernières années. Ils atteignent ainsi 59 Mds€ sur le trimestre et sont bien répartis au sein des différentes catégories obligataires. En Europe, où les taux de rendement souverains ont atteint leurs plus hauts d'un an durant le trimestre, la zone collecte ainsi 22 Mds€. Les fonds « mondiaux » d'obligations collectent 17 Mds€, suivis des fonds d'obligations à haut rendement (+9 Mds€) et des obligations émergentes (+9 Mds€). Seuls +2 Mds€ s'orientent sur les obligations américaines, dont le rendement souverain a continuellement diminué depuis fin mars.

Nous notons également la proportion de la collecte des produits de gestion passive (ETF) au sein de la collecte totale depuis le début de l'année, diminuant à 14% sur les fonds d'obligation et à 32% sur les fonds d'actions, par rapport aux moyennes des années 2019-2020 de 25% sur l'obligataire et de 58% sur les actions. Ainsi, les investisseurs font davantage attention à la dispersion de performance au sein d'une même catégorie d'actifs, et se reposent plus sur l'expertise de gérants actifs, pour identifier les entreprises qui bénéficieront du monde de demain.

### Sommaire

#### Suivi des marchés

Marchés obligataires  
Marchés actions  
Regard financier & extra-financier

p2

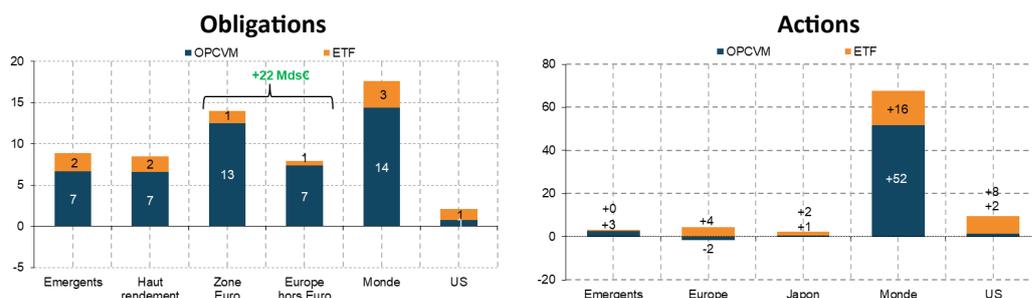
#### Suivi macroéconomique

Etats-Unis  
Europe  
Asie

p5

### Focus de la semaine

Flux nets de souscriptions sur les OPC et ETF de droit européen au T2 2021 (Mds€)



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataire : le regard du gérant

### Marché de taux

La semaine a été marquée par une nouvelle aversion au risque alors que la situation sanitaire semble se dégrader dans tous les pays occidentaux et en particulier aux Etats-Unis. De plus, les attentes sur la relance budgétaire aux Etats-Unis s'amenuisent dans le sillage du report du vote du plan sur les infrastructures. Ainsi, le taux 10 ans américain a touché un plus bas à 1.12% en début de semaine pour se reprendre à 1.28% vendredi, à la faveur de bons résultats d'entreprises et en attendant la réunion de la Fed cette semaine.

En Europe, les taux n'ont pas connu le même rebond, alors que la BCE a délivré un message encore plus accommodant, repoussant toute hausse de taux à l'installation durable de l'inflation à 2%. Ainsi les taux à 10 ans français et allemand atteignent respectivement à -0.10% et - 0.42% ce matin, le taux italien est à 0.61%. Le marché du crédit continue de performer, non sans volatilité. Les entreprises liées au tourisme sous-performent. Sur le marché primaire, la trêve estivale a commencé, seuls 2.9 Mds€ ont été émis cette semaine.

### Focus : la mutation du tissu entrepreneurial français

Les données publiées par le Conseil national des greffiers des Tribunaux de Commerce mettent en exergue l'impact de la crise sanitaire sur le tissu entrepreneurial français au 1<sup>er</sup> semestre 2021.

Le nombre d'entreprises radiées du registre du commerce et des sociétés est en augmentation de +28% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2020 à 131.412. Toutefois, la comparaison avec les chiffres de 2019 (+1.5%) permet de modérer cette hausse. Par ailleurs l'évolution est hétérogène : +32% pour l'acte volontaire, +107% pour l'acte d'office (suite au décès de la personne immatriculée, opération de nettoyage des registres décidées par certains tribunaux, ...) et +2% pour l'acte à la suite d'une procédure collective.

Outre un effet de rattrapage, on observe une modification de l'origine des radiations des entreprises. La majorité (53%) des cessations d'activités résulte d'un choix volontaire du chef d'entreprise, une part en augmentation de 3 pts. Le dirigeant, touché par la crise ou déjà fragile en amont, préfère cesser son activité plutôt que de risquer la cessation de paiement et la liquidation judiciaire. Ceci témoigne de la difficulté pour le dirigeant d'entreprise de se projeter, compte tenu de l'environnement économique et de l'arrêt à venir des dispositifs de soutien mis en place par le gouvernement (suspension d'échéances fiscales et sociales, arrêt des assignations en procédure de l'Urssaf, ...).

La part des radiations d'office dans l'ensemble des radiations, à 14.5% soit +5.5 pts, est difficilement interprétable car ces dernières ne sont pas nécessairement liées à la conjoncture et peuvent correspondre à des décisions administratives ponctuelles. A l'inverse, celle des radiations suite à une procédure collective est en contraction de -7.5 pts, à 29.5%.

A l'opposé, il s'est créé au 1<sup>er</sup> semestre 2021, tous secteurs confondus, 324.829 entreprises soit une augmentation de +67% par rapport au 1<sup>er</sup> semestre 2020 et +41% versus le 1<sup>er</sup> semestre 2019. Une part essentielle de ces créations d'entreprises résulte d'activités liées au numérique (livraison à domicile et e-commerce) et essentiellement sous le format d'entreprise individuelle.

L'étude sectorielle montre une concentration de la majorité des radiations dans les secteurs d'activité traditionnels, notamment l'hébergement et la restauration. Mais les secteurs d'activité émergents (livraison à domicile, e-commerce) se distinguent par une forte rotation entre créations et radiations d'entreprises. De plus, si l'âge moyen des entreprises radiées au cours du 1<sup>er</sup> semestre est en augmentation de 6 mois par rapport aux données de 2019 et de 2.5 mois par rapport à celle de 2020, à 12 ans, les entreprises du secteur de la livraison à domicile peinent, elle, à survivre plus d'un an...

## Actions Europe : le regard du gérant

Les marchés actions européens sont en hausse de 1.8%. La semaine a été marquée par de nombreuses publications d'entreprises dans l'ensemble supérieures aux attentes du marché. Depuis le début de l'année le MSCI EMU s'apprécie de 15.4% (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne). Sur la semaine, les secteurs qui affichent les plus fortes hausses sont les secteurs à connotation cyclique. En effet, la technologie, l'industrie et la consommation discrétionnaire sont en hausses respectives de 3.2%, 2.5% et 2.5%. A contrario, les secteurs plus défensifs sous-performent. L'Énergie est en baisse de 0.6%, l'immobilier -0.5% et les services de communication sont stables. Au niveau des valeurs, ASML dans le secteur des semi-conducteurs est en progression de 8.4% après avoir revu à la hausse ses objectifs 2021 et affiché un discours confiant sur les perspectives d'investissement de ses clients en 2022. SAP dans les logiciels est en baisse de 6.1% compte tenu d'objectifs pour 2021 jugés trop conservateurs. SEB et Akzo Nobel sont en baisse respectivement de 5.7% et 3.7% en raison d'inquiétudes des investisseurs sur la faculté des deux groupes à faire passer des hausses de prix pour contrer l'effet négatif de la hausse des prix des matières premières.

A l'occasion de la publication de ses résultats semestriels, le groupe néerlandais ASML qui conçoit des machines permettant de fabriquer les semi-conducteurs a enregistré un quasi doublement de son carnet de commandes au deuxième trimestre de cette année. En raison de la pénurie sur le marché des puces due aux perturbations des chaînes d'approvisionnement, de nombreuses entreprises clientes d'ASML se lancent dans des projets d'extension et de rénovation. Cela se traduit par un montant de quelques 8,3 milliards d'euros de commandes, niveau jamais atteint par ASML en un trimestre.

Selon son directeur, Peter Wennink, la demande devrait rester forte à l'avenir. Les clients veulent en effet pouvoir disposer de

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

la technologie la plus récente afin de pouvoir fabriquer les équipements les plus performants. Les ventes annuelles d'ASML devraient par conséquent être d'environ un tiers supérieures à celles de l'année dernière et de plus de 50% par rapport au niveau de 2019. Outre des machines pour fabriquer des puces, l'entreprise fournit également des mises à jour logicielles à ses clients pour leur permettre d'accroître et d'optimiser la capacité de production de leurs machines existantes. Cette faculté d'adaptation des entreprises de la technologie pour rester dans la course à l'innovation fait partie des thématiques identifiées dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières et fait d'ASML un acteur de référence en Europe sur ce segment.



## Le regard de l'analyste

« **Fit for 55** » : **coup de tonnerre sur l'industrie automobile** : mi-juillet, la Commission européenne a présenté son plan d'action pour le climat (paquet de 13 propositions législatives dénommé « Fit for 55 ») dont la visée est de permettre à l'Union européenne d'atteindre son objectif de diminution de 55% de ses émissions de gaz à effet de serre d'ici à 2030 (par rapport à 1990), point d'étape avant l'objectif de neutralité carbone fixé à horizon 2050.

Ce plan prévoit une réforme du marché carbone. Il est étendu aux secteurs du bâtiment et des transports. Par ailleurs, s'y ajoutent des mécanismes « d'ajustement carbone aux frontières », qui, selon la Commission, ont pour vocation de décourager les potentielles envies de délocalisation des entreprises européennes vers des zones géographiques moins contraignantes sur le plan environnemental. Puisque ce paquet législatif vise les principales activités contribuant aux émissions de gaz à effet de serre, les secteurs concernés sont le transport aérien, l'industrie du ciment, la sidérurgie, l'énergie et enfin, le secteur automobile.

La bonne surprise pour la filière automobile est que les hybrides rechargeables (PHEV) continueront à être considérées comme des véhicules à faibles émissions jusqu'en 2030 – de quoi soulager les constructeurs tels que DAIMLER, BMW ou encore RENAULT qui ont beaucoup parié sur les PHEV. Toutefois, ce répit ne serait que de courte durée : le plan de la Commission européenne comprend l'objectif que toutes les ventes de véhicules neufs soient exemptes d'émissions d'ici 2035, ce qui suppose un parc automobile 100% électrique et donc sans véhicules hybrides.

Le porte-parole de la Plateforme automobile (PFA, qui représente 4 000 entreprises, constructeurs et équipementiers du secteur auto) a tiré la sonnette d'alarme suite à cette annonce : la fin du moteur thermique d'ici 2035 menacerait 150 000 emplois de la filière en France. Les acteurs du secteur plaident que la transition vers l'électrique ne pourra pas avoir lieu sans une aide massive de l'Etat, et appellent à un soutien de l'ordre de 17,5 milliards d'euros sur les quatre prochaines années.

## Actions Internationales : le regard du gérant

### Marchés américains :

Aux Etats-Unis, la semaine a été marquée par les nouveaux plus hauts historiques des principaux indices notamment le S&P 500 qui progresse de 2,0% et le Nasdaq de 2,8% alors que les valeurs de croissance, de communication, de consommation et de technologie ont été les plus recherchées. Les publications de résultats des valeurs Internet ne sont pas encore tombées, mais beaucoup d'investisseurs anticipent des revenus publicitaires en très forte croissance et les données peu encourageantes sur la prolifération du variant Delta dans le monde profitent davantage aux valeurs de croissance mais également à certaines valeurs de santé. De ce fait, les secteurs cycliques comme l'énergie, les matières premières et les financières ont sous performé de même que certains compartiments parmi les plus défensifs comme l'immobilier et services aux collectivités, affectés par la volatilité des rendements obligataires.

Alors que l'électrification de l'automobile n'est plus une option mais une réalité, les constructeurs se sont succédés tout au long de la semaine pour communiquer sur leurs avancées respectives. Ford a annoncé une collaboration avec son partenaire existant (Argo AI) dans les technologies de conduite automatisée ainsi qu'avec Lyft (principal concurrent de Uber) afin de préparer la commercialisation de solutions de livraisons autonomes par des véhicules électriques à grande échelle. General Motors a de son côté confirmé le lancement d'au moins trois grands pick-up électriques prochainement sur la base de sa plateforme Utium qui équipe son fameux Hummer EV dont les livraisons devraient commencer en fin d'année. Tesla quant à lui a confirmé l'ouverture de son réseau de « Superchargers » (25,000 bornes réparties sur 2,700 stations à travers le monde) à d'autres constructeurs automobiles en fin d'année. Si le secteur doit encore affronter la pénurie de semi-conducteurs qui bride les capacités de production, il semble que le contexte de forte reprise de la demande permette de compenser le manque à gagner par des hausses des prix. A ce propos et alors qu'ils bénéficient de cette tension sur la demande, deux grands leaders des semi-conducteurs ont publié leurs résultats et ont reçu des accueils mitigés, perdant plus de 5% chacun. Chez Texas Instruments, c'est surtout l'approche prudente de sa direction sur la vigueur de la demande dans les prochains mois qui a suscité cette réaction. Pour Intel, ce sont davantage les doutes relatifs à sa capacité à maintenir son rang sur les débouchés à forte valeur ajoutée qui interpellent alors que la croissance est encore assurée par des recettes plus conjoncturelles.

### Marchés Asiatiques :

La semaine a été marquée par la décision du gouvernement chinois de faire baisser les prix des métaux avec l'annonce d'une seconde libération de ses réserves stratégiques en cuivre, aluminium, zinc et pétrole. Parallèlement, la situation sanitaire se détériore en Asie avec une recrudescence des cas du variant delta. Les indices chinois ont ainsi continué de baisser, sous la pression des régulateurs, tandis que Taiwan est affecté par des prises de profits sur les valeurs du transport maritime.

Au Japon, les investisseurs demeurent prudents face à une hausse des cas de covid-19 qui s'illustre par la désertion des annonceurs aux Jeux Olympiques alors que l'Australie tire son épingle du jeu grâce essentiellement à son exposition aux valeurs

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

de santé.

Le thème que nous évoquons sur l'électrification automobile s'illustre également en Asie. Suzuki Motor lancera son premier véhicule entièrement électrique d'ici 2025 (d'abord en Inde et ensuite au Japon et en Europe) à un tarif populaire d'environ 13 700 dollars. En Inde, une usine de batteries est en construction afin de produire les batteries lithium-ion destinées aux voitures hybrides de la marque.

Par ailleurs au Japon, cinq constructeurs motoristes automobiles unissent leurs efforts pour développer des technologies d'électrification destinées aux véhicules utilitaires autour d'une co-entreprise initiée par Toyota qui comprend maintenant Suzuki, Daihatsu, Hino et Isuzu.

## **Quand le régulateur chinois dicte sa loi au marché.**

Les investisseurs en Chine ont de moins en moins d'options dans lesquelles investir. La répression gouvernementale touchant la technologie et l'immobilier s'est propagée au secteur de l'éducation. Pendant ce temps, les signes d'une pénurie de liquidités chez China Evergrande Group ont encore alimenté les craintes de contagion, ce qui nuit au crédit à haut rendement.

Concernant l'éducation, samedi, la Chine a publié de nouvelles réglementations interdisant aux entreprises qui enseignent les programmes scolaires de réaliser des bénéfices, de lever des capitaux ou de se faire coter. La Chine a décidé de réorganiser le secteur de l'éducation « détourné de sa mission par le capital », selon un commentaire officiel.

Les entreprises d'enseignement privé chinoises ont eu pendant des années la préférence des investisseurs, construisant une industrie de 100 milliards de dollars avec la promesse d'un système scolaire le plus grand et le plus compétitif au monde. Il était devenu le sésame pour intégrer les meilleures universités à travers un concours d'entrée : le GaoKao. Le marché chinois des cours particuliers était de ce fait attendu en forte croissance à 183 milliards de dollars en 2023.

Pékin est intervenu pour désamorcer ce qu'il percevait comme un risque potentiel pour l'emprise du parti. En outre, le coût et la concurrence pour de meilleures ressources éducatives sont perçus comme contribuant à la baisse du taux de natalité en Chine, donc un frein à la nouvelle politique démographique de deux enfants. Les titres des sociétés du secteur n'en finissent pas de s'effondrer. A titre d'exemple, New oriental Education & technology group baisse depuis février de 87% avec une chute de 40% pour la seule journée de lundi.

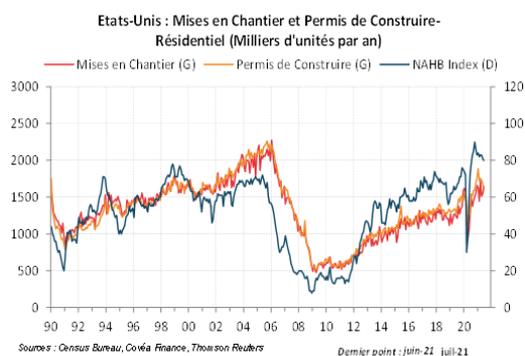
La question qui est dans tous les esprits est de savoir si cette réglementation qui a commencé avec Ali baba va continuer...et quel est le prochain secteur sur la liste.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Modération du dynamisme du secteur résidentiel »

**L'immobilier résidentiel était à l'honneur cette semaine dans les publications statistiques américaines. Celles-ci confirment l'accalmie de l'activité du secteur**, après une année 2020 particulièrement robuste suite à la baisse historique des taux hypothécaires. Les permis de construire et les mises en chantier enregistrent ainsi des dynamiques



divergentes en juin. Les permis ont continué de signaler une tendance baissière avec un 3<sup>ème</sup> mois consécutif de recul (-5,1%, concernant toutes les régions), tandis que les mises en chantier se reprennent de +6,5% (forte hausse dans le sud et l'ouest, mais recul dans le nord-est et le midwest). Par ailleurs, l'indice NAHB de confiance des promoteurs immobiliers enregistre un léger repli en juillet à 80 points, après 81 en juin. Si ce niveau reste élevé, la publication confirme une modération de la confiance depuis le point haut historique à 90 en novembre dernier. Le secteur fait face à des hausses de prix des matériaux et des difficultés d'approvisionnement qui contraignent l'offre. Côté demande, l'appétit des acheteurs pourrait commencer à faiblir face à l'envolée des prix des logements. Le prix des maisons dans l'ancien a encore progressé de 2,7% sur le mois de juin, et affiche une croissance annuelle de 16,1%. Le nombre de transactions s'inscrit toutefois en progression (+1,2% en glissement mensuel), pour la première fois depuis janvier.

**Du côté des indicateurs d'enquête, le PMI manufacturier enregistre une nouvelle hausse en juillet** à 63,1 points, après 62,1. Les principales sous-composantes de l'indice sont bien orientées, mais les pressions haussières sur les prix et les difficultés d'approvisionnement restent fortes. Dans les services, l'indice passe de 64,6 à 59,8, un niveau toujours robuste mais témoignant de la modération de l'activité après une période de surchauffe liée à la levée des restrictions sanitaires au printemps.

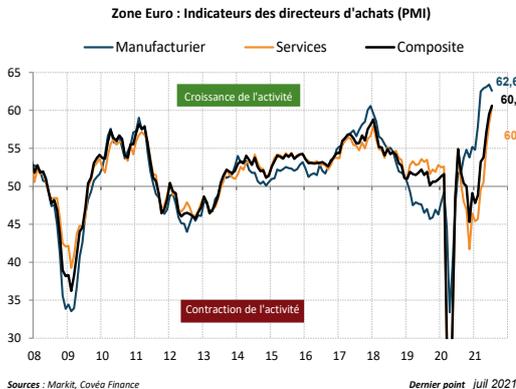
**Sur le plan politique, les négociations sur le plan bipartisan d'infrastructures (1200 Mds\$ sur 8 ans) ont été repoussées** à la semaine du 26 juillet, les discussions achoppant toujours sur le financement. Par ailleurs, aucun accord ne semble non plus émerger entre Démocrates sur le plan complémentaire de 3500 Mds\$ proposé début juillet (éducation, famille, climat).

**La prolongation de la suspension du plafond de la dette sera l'autre thématique majeure que les législateurs devront aborder cette semaine.** Le plafond a été en effet suspendu pour deux ans en juillet 2019, et en l'absence d'une prolongation par le Congrès, il sera rétabli le 1er août. Après cette date, le Trésor mettra en œuvre des mesures extraordinaires qui lui permettront de continuer les dépenses. Ces mesures devraient être épuisées à l'automne, de sorte que la date butoir, c'est-à-dire la date à laquelle le Trésor serait à court d'argent, se situerait aux alentours de début novembre.

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« L'amélioration du climat des affaires est menacée par la dégradation des conditions sanitaires »



**Les indicateurs de climat des affaires publiés sur la semaine continuent de décrire une accélération de l'économie européenne sur fond de réouverture.** En juillet, l'indice PMI Composite pour la Zone euro atteint 60,6, un plus haut historique qui suggère une augmentation généralisée de l'activité du secteur privé relativement au mois précédent. **Le secteur des services (hors distribution) profite de l'allègement des contraintes sanitaires. L'indice PMI correspondant atteint ainsi 60,4.** Les sous-composantes décrivent toutes une accélération de l'activité, avec une augmentation importante des nouvelles affaires et des embauches. La nette hausse des affaires en attente et des délais de livraison illustre toutefois les frictions encore importantes entre l'offre et la demande. Les entreprises font également état de difficultés de recrutement. Dans ce contexte, le secteur des services fait face à une intensification des tensions inflationnistes, avec une part toujours croissante des entreprises du secteur reportant une hausse des prix, à l'achat comme à la vente. **Dans l'industrie**

**manufacturière, l'indice PMI de la production se replie légèrement pour atteindre 60,9, en-dessous du plus haut atteint quelques mois plus tôt mais encore sur un niveau indiquant une progression importante de l'activité.** Le secteur reste toutefois marqué par d'importantes difficultés logistiques, liées aux pénuries et aux problèmes d'approvisionnement. Dans ce contexte, les prix, payés et facturés, poursuivent leurs progressions. On note par ailleurs un décalage encore marqué entre les chiffres de production industrielle et les indicateurs de climat des affaires. Par pays, l'indice PMI composite progresse en Allemagne, tiré par les services (62,5 contre 60,1 en juin) tandis qu'il recule légèrement en France (56,8 contre 57,4 en juin). Il reste sur des niveaux élevés dans les deux pays. **Du côté des ménages, l'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne se replie très légèrement en juillet mais demeure bien orienté et au-dessus des niveaux d'avant-crise.** La bonne tenue de la confiance laisse espérer une consommation dynamique au cours des prochains mois. **Si l'évolution des indicateurs de confiance augure une poursuite de la reprise de l'activité, les développements sanitaires, avec la diffusion du variant « Delta », demeurent une source d'incertitudes majeures.**

**Les résultats de l'enquête de la BCE sur le crédit bancaire rapportent une stabilisation des conditions d'octroi et une hausse de la demande au deuxième trimestre 2021.** Cette enquête avait été citée par le Chef économiste de la BCE Philippe Lane comme l'un des outils d'observation de l'évolution des conditions de financement en Zone euro – la boussole de la BCE. Les banques interrogées rapportent une stabilité des conditions d'octroi de prêt au deuxième trimestre, que ce soit au niveau des entreprises et des ménages, après la détérioration marquée observée sur l'année 2020 et même, concernant les entreprises, au premier trimestre 2021. Selon l'enquête, cette meilleure orientation refléterait l'amélioration globale de l'économie de la zone euro et le soutien apporté par les autorités monétaires, budgétaires et prudentielles. En outre, les effets de l'évolution de la perception des risques sur les conditions d'octroi, qui avaient lourdement contribué au durcissement des derniers trimestres, se sont atténués et le poids de la concurrence entre les banques aurait contribué à assouplir les conditions. Concernant le troisième trimestre 2021, les banques s'attendent à un léger durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et au maintien d'une situation globalement inchangée pour les ménages. Une composante ad hoc de l'enquête s'intéresse également à la ventilation sectorielle des conditions d'octroi au premier semestre 2021 et rapporte un durcissement généralisé des conditions à tous les secteurs à l'exception de l'immobilier résidentiel. Le secteur manufacturier enregistre un durcissement modéré alors que des durcissements plus marqués sont observés dans le commerce de gros et de détail et dans le secteur des services. Concernant la demande de financement, les banques interrogées font état d'un léger accroissement de la demande de prêts des entreprises au deuxième trimestre 2021 avec, pour la première fois depuis le troisième trimestre 2019, une contribution positive des besoins de financement des entreprises au titre de la formation brute de capital fixe (un élément souligné par C. Lagarde lors de sa conférence de presse) alors que les besoins de financement du fond de roulement sont restés inchangés en lien avec les importantes réserves de liquidité dont disposent les entreprises et avec leurs meilleures perspectives de revenu. L'enquête rapporte également une forte augmentation de la demande de prêts au logement au deuxième trimestre 2021 (en particulier en France) qui refléterait le renforcement de la confiance des consommateurs, les perspectives favorables du marché de l'immobilier et le bas niveau général des taux d'intérêt. La demande pour les crédits à la consommation aurait aussi augmenté. Pour le troisième trimestre 2021, les banques s'attendent à une nouvelle augmentation de la demande nette de prêts des entreprises et des ménages. Enfin, l'enquête rapporte un recul progressif de la demande de prêts garantis au premier semestre 2021 qui devrait se confirmer au second semestre au profit de la demande pour les prêts sans garantie.

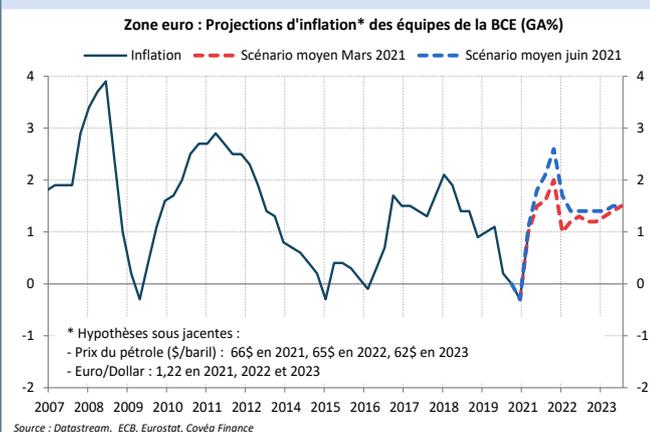
**Au Royaume-Uni, le climat des affaires se dégrade quelque peu en juillet. L'indicateur PMI composite se replie pour atteindre 57,7 (contre 62,2 en juin), un recul qui touche à la fois le secteur manufacturier et celui des services.** Les sous-composantes indiquent une légère décélération de la croissance des nouvelles commandes et des effectifs, suggérant une normalisation progressive de l'activité après une phase de fort rebond. Comme dans le reste du monde, le secteur manufacturier demeure marqué par d'importantes difficultés logistiques. **Du côté de la consommation, les ventes au détail progressent de 0,5% en juin par rapport au mois précédent.** Au deuxième trimestre, les ventes au détail enregistrent une forte progression (+12,5%), marquant ainsi une reprise de la consommation sur fond de réouverture de l'économie.

# Suivi Macroéconomique

## Focus : La BCE assouplit son guidage prospectif mais n'opère pas de modification sur ses outils

**Le guidage prospectif (*forward guidance*) de la BCE indique désormais que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leur niveau actuel, ou à un niveau inférieur, jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs anticipe que l'inflation atteigne 2% bien avant la fin de son horizon de projection** et de manière durable pour le reste de l'horizon de projection. Les projections sur l'inflation sous-jacente devront en particulier être compatibles avec une stabilisation de l'inflation à 2% à moyen terme. La BCE ajoute que cela pourrait impliquer une période transitoire pendant laquelle l'inflation sera modérément supérieure à l'objectif, sans apporter d'indication sur la durée ou le niveau d'un éventuel dépassement. En pratique, le gouverneur de la Banque de France, F. Villeroy de Galhau, a précisé qu'il faudra donc que la cible de 2% soit atteinte dans les 12 à 18 mois et que l'inflation se maintienne au moins à ce niveau sur le reste de l'horizon de projection (2 à 3 ans) pour amorcer une hausse de taux. Ce nouveau guidage prospectif sur les taux pourrait amener les agents économiques et les marchés financiers à adopter une anticipation plus lointaine de la première hausse de taux de la BCE dans le cadre d'une future normalisation de sa politique. Avant ces dernières évolutions, la politique monétaire la BCE ciblait une inflation « proche mais inférieure à 2% » qui devait être atteinte « au cours de l'horizon des projections » pour envisager une première hausse de taux.

**Cette communication plus souple, qui a été adoptée à la majorité mais pas à l'unanimité des membres** (ce qui fait écho aux dissensions visibles dans les derniers comptes rendus des réunions de politique monétaire), **reflète les résultats de la récente revue stratégique de la BCE et la mise en place d'un nouvel objectif d'inflation symétrique.** La Présidente de la BCE, Christine Lagarde, avait souligné lors de la présentation de cette revue que toute déviation de cette cible, à la hausse comme à la baisse, sera considérée comme indésirable par la BCE. Cette nouvelle formulation peut donc être perçue comme une augmentation de quelques points de pourcentage de la cible de la Banque Centrale Européenne relativement à la situation précédente. Les autres principaux changements issus de cette revue stratégique impliquent la future modification de la mesure de l'inflation avec l'introduction des coûts des logements occupés par leur propriétaire et la mise en place d'un plan d'action sur le changement climatique (voir le focus « Revue stratégique de la BCE » du suivi hebdomadaire du 12 juillet 2021).



**Toutefois, le Conseil des gouverneurs n'a apporté aucune modification à ses principaux outils de politique monétaire et n'a pas communiqué sur les mesures qu'il compte prendre pour atteindre l'objectif d'inflation.** Selon les projections de juin dernier, l'inflation devrait en effet ralentir progressivement à 1,4% en 2023 après avoir atteint un point haut 1,9% en 2021 en lien avec des effets interprétés comme étant transitoires. La BCE n'a pas annoncé de modification du programme d'achats d'actifs d'urgence pandémique (PEPP) dont les achats devraient cesser en mars 2022. Lors de la réunion de septembre, la BCE reconsidérera, comme elle le fait à chaque trimestre, le rythme d'achat du programme PEPP (après son accélération en mars dernier). Si la BCE n'ajuste pas son rythme d'achat en septembre, ou en janvier, elle court le risque de voir l'intégralité de l'enveloppe (1 850 Mds€) utilisée avant la fin du programme, ce qui la contraindrait à ajuster le montant de

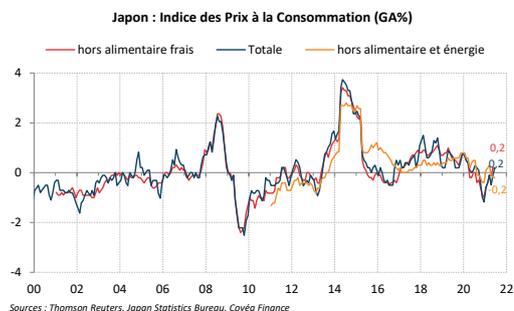
l'enveloppe. Concernant l'autre programme d'achat d'actifs (APP), la BCE prévoit toujours que ses opérations cesseront peu de temps avant qu'elle ne commence à relever ses taux d'intérêt directeurs. F. Villeroy de Galhau a néanmoins indiqué que la question des programmes d'achat sera traitée à l'automne par le Conseil.

Enfin, sur le plan des perspectives économiques, C. Lagarde a déclaré que le redressement de l'économie de la Zone euro était en bonne voie avec l'avancée de la vaccination, l'assouplissement des mesures sanitaires et le rebond de la confiance des agents économiques. **Elle a néanmoins alerté sur le poids du variant Delta de l'épidémie de Covid-19, qu'elle a qualifié de source croissante d'incertitude.** Les prochaines projections de la BCE sont prévues en septembre prochain.

# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'inflation japonaise demeure contenue en juin. »



**Au Japon, les prix à la consommation se redressent au mois de juin, s'établissant à +0,2% en glissement annuel, après un recul de -0,1% en mai.** Cette croissance, la plus importante depuis mars 2020 est due presque exclusivement à la hausse des prix de l'énergie. En effet, la dynamique de l'inflation sous-jacente hors produits alimentaires et énergie – l'indicateur privilégié par la Banque du Japon – est quant à elle demeurée quasiment inchangée au mois de juin, avec un recul de -0,2%, le même qu'au mois de mai. Comme lors du mois précédent, la principale contribution au recul de l'inflation sous-jacente en glissement annuel demeure la politique de réduction du prix des forfaits téléphoniques mise en œuvre par le gouvernement japonais en avril, qui pénalise l'inflation à hauteur de -0,6 pt. En variation mensuelle, l'inflation sous-jacente progresse de +0,1% au mois de juin. L'inflation est donc légèrement positive hors mesures nouvelles. Par composante, les prix des services sont les plus dynamiques, avec une accélération notamment visible dans la

restauration et dans le prix des billets d'avion, reflétant une hausse graduelle de la mobilité après le pic épidémique de mai, et ce malgré le maintien de l'état d'urgence lors de l'essentiel du mois de juin. A l'inverse, le prix des biens durables ne marque pas d'inflexion et demeure en territoire négatif en glissement annuel au mois de juin. Au-delà d'une accélération mineure liée à l'énergie, le Japon échappe donc à ce stade à la dynamique de rebond des prix à la consommation qui caractérise les principales économies avancées. Malgré une hausse prononcée des prix à la production et à l'importation lors des derniers mois, les entreprises japonaises font à ce stade preuve de prudence et sont réticentes à transmettre ces mouvements de prix exogènes aux consommateurs. L'évolution des prix à la consommation japonais n'est donc pas de nature à remettre en question le cadre extrêmement accommodant de la politique monétaire de la Banque du Japon.

**Les chiffres du commerce extérieur japonais pour le mois de juin témoignent d'une poursuite de la dynamique des exportations.** Les exportations progressent fortement en glissement annuel en termes nominaux (+48,6%), un taux de croissance élevé lié à un effet de base favorable. Les exportations japonaises ont pleinement rebondi à la suite de la pandémie et affichent désormais un montant supérieur à leur niveau d'avant crise. Par poste, les exportations de produits électroniques, d'automobiles et de biens d'équipement expliquent l'essentiel de la hausse en glissement annuel. Sur l'ensemble du 2<sup>ème</sup> trimestre, la croissance des exportations japonaises en variation trimestrielle et en volume dont fait part l'indice publié par la Banque du Japon confirme que les ventes à l'étranger demeurent allantes : la croissance des exportations s'établit à +2,6% au 2<sup>ème</sup> trimestre, un ralentissement modéré après une forte croissance de +3,4% au 1<sup>er</sup> trimestre. En juin plus spécifiquement, le volume des exportations progresse également de +0,5% en variation mensuelle. De façon notable, les exportations d'automobiles enregistrent une croissance de +5,4% en juin, une croissance étonnamment dynamique étant donné les contraintes d'approvisionnement et le recul de la production industrielle dans le secteur le même mois. Les ventes de semi-conducteurs demeurent quant à elles dynamiques (+10,3%), tandis que les exportations de biens d'équipement enregistrent un léger recul (-1,1%) mais se maintiennent à un niveau élevé. Les exportations du Japon continuent donc de bénéficier de la forte croissance de l'investissement manufacturier au niveau mondial, tandis que la réouverture des économies occidentales à partir du printemps ne semble pas avoir excessivement pénalisé la demande mondiale en biens à ce stade.

**La Banque populaire de Chine (PBoC) a laissé ses taux d'intérêt inchangés lors de sa réunion mensuelle qui s'est tenue le mardi 20 juillet.** Les taux de référence à 1 an et à 5 ans restent ainsi stables pour le 15<sup>ème</sup> mois consécutif à respectivement 3,85% et 4,65%. La baisse du ratio de réserves obligatoires au début du mois de juillet a alimenté les spéculations quant à une possible baisse des taux d'intérêt, qui ne s'est pas matérialisée lors de la réunion de juillet. Par le passé, la baisse du ratio de réserves obligatoires avait en effet fréquemment été suivie par une baisse des taux d'intérêt de référence de la PBOC. Bien que la décision de politique monétaire du mois de juillet n'ait pas été commentée par la PBOC, les bons chiffres de croissance pour le 2<sup>ème</sup> trimestre et d'activité économique pour le mois de juin publiés la semaine dernière ont toutefois atténué la pression pesant sur la banque centrale chinoise.

**Enfin, en Chine, la ville de Zhengzhou dans la province du Henan au centre de la Chine fait face aux inondations les plus importantes depuis 60 ans,** avec 33 morts comptabilisés à ce stade. Du point de vue économique, la ville de Zhengzhou est un centre logistique majeur, tandis que la province du Henan joue plus largement un rôle central dans la production de céréales, de porc et de matières premières (aluminium notamment) ainsi que dans la fabrication d'iPhones. Zhengzhou abrite ainsi la plus grande usine d'iPhones du monde, assemblant environ la moitié de l'ensemble des iPhones produits au niveau mondial. En plus de l'impact sur l'activité économique de la province, les inondations sont donc susceptibles de susciter des difficultés d'approvisionnement et pourraient contribuer à une hausse temporaire des prix en Chine, en particulier sur les produits alimentaires. Le poids économique de la province du Henan demeure toutefois modéré avec 5,4% du PIB chinois en 2020, tandis que la ville de Zhengzhou représente 1,2% du PIB national, suggérant que l'impact des inondations sur la croissance du PIB demeurerait modeste.

# Tableaux synthétiques

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

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

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

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/20	17/06/21	23/07/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,50	0,00	0,00
		Brésil	2,00	4,25	4,25	2,25	0,00
		Russie	4,25	5,50	5,50	1,25	0,00
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,28	0,36	-0,23
		France OAT	-0,34	0,16	-0,09	0,25	-0,24
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,42	0,15	-0,23
		Italie	0,54	0,82	0,62	0,08	-0,20
		Royaume-Uni	0,20	0,78	0,58	0,39	-0,19
		Japon	0,02	0,06	0,02	0,00	-0,05
		Corée du Sud	1,73	2,08	1,88	0,15	-0,20
		Brésil	3,22	3,71	3,79	0,57	0,09
	Russie	6,01	7,09	6,95	0,94	-0,15	
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	245,2	0,44	0,95	
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,18	-3,6	-1,1
		Sterling	0,89	0,86	0,86	-4,2	0,1
		Yen	126,2	131,2	130,1	3,1	-0,8
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1151	5,4	1,8
		Real brésilien	5,2	5,0	5,2	0,0	3,8
		Rouble	74,0	72,3	73,8	-0,4	2,0
		Roupie indienne	73,1	73,3	74,4	1,8	1,5
		Yuan	6,5	6,4	6,5	-0,7	1,3
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4412	17,5	4,5
		Japon - Nikkei 300	382	413	399	4,3	-3,4
		France - CAC 40	5551	6666	6569	18,3	-1,5
		Allemagne - DAX	5954	6653	6623	11,2	-0,4
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	148	15,4	-0,4
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7028	8,8	-1,8
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3254	15,4	-0,3
		Brésil - Bovespa	119409	128057	125053	4,7	-2,3
		Russie - MICEX	3275	3819	3735	14,0	-2,2
		Inde - SENSEX	47751	52502	52976	10,9	0,9
		Chine - Shanghai	3473	3518	3550	2,2	0,9
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	27322	0,3	-3,9
	MSCI - BRIC	1296	1350	1291	-0,4	-4,3	
	Euro	S&P (€)				21,9	5,7
		Nikkei 300 (€)				1,1	-2,6
FTSE 100 (€)					13,6	-1,8	
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	547	13,1	-13,5
		Indice CRB**	444	555	560	26,1	0,9
	Énergétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	74	43,1	1,4
		Prix de l'once d'Or	1895	1774	1802	-4,9	1,6
	Métaux précieux	Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	9516	22,5	2,2

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

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

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

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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

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

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

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

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

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

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

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

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