

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

18 Octobre 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Mauvaise manière

Remise en cause du multilatéralisme, monde moins coopératif, bascule du barycentre du monde vers l'Asie, reprise en main de leur destin par les Britanniques : notre compréhension du monde est imagée par la dénonciation, qualifiée d'indigne par la France, d'une commande de l'Australie sur du « matériel sensible ».

Car le rapprochement entre les Etats-Unis, le Royaume-Uni et l'Australie illustre à plus d'un titre la mutation du monde dans lequel les entreprises doivent adapter leur stratégie internationale. La triple alliance appelée AUKUS marque le retour des relations bilatérales ou trilatérales. Elle confirme aussi l'opportunité que représente le Brexit. Teinté de pragmatisme, le Royaume-Uni reprend en main sa diplomatie, expression de sa puissance nucléaire propre, et fait entendre sa voix au-delà de Bruxelles. Elle cristallise surtout ce basculement vers la Chine où l'espace Indo-Pacifique accapare les énergies des grandes nations. C'est bien tout cela qu'illustre l'annulation du contrat de vente de 12 sous-marins français, à propulsion conventionnelle, à l'Australie. Freiner ce qui est vu par les Anglo-Saxons comme les avancées de la Chine dans la région, était à ce prix. Et tant pis pour la commande de 50Mds de dollars australiens auprès de la filière française! Tant pis pour le principe de non prolifération des équipements nucléaires à vocation militaire!

L'affirmation de la Chine comme hyperpuissance et la rupture géostratégique que cela induit a eu raison des engagements et des choix souverains anciens. La Chine est bien devenue la référence structurante des relations diplomatiques auprès de laquelle il faut se positionner. Et éviter le jeu géostratégique et politique est devenu impossible pour les entreprises internationales. Même sans être une compagnie mondialisée et déterritorialisée, une entreprise se doit d'intégrer le risque géopolitique dans ses plans stratégiques à travers ses projections en matières d'espaces maritimes, de logistiques de matières critiques, de normes et gouvernances locales ou de cybermarchés.

Comprendre comment la croissance d'un modèle industriel d'une société cotée est plus ou moins compatible avec les risques globaux existants est un défi. Anticiper la capacité des entreprises à faire face à des bouleversements et des ruptures inattendus est un enjeu.

Francis JAISSON

Directeur général adjoint
en charge de l'ensemble des gestions

Sommaire

Suivi des marchés

Marchés obligataires

Marchés actions

Regard financier & extra-financier

p2

Suivi macroéconomique

Etats-Unis

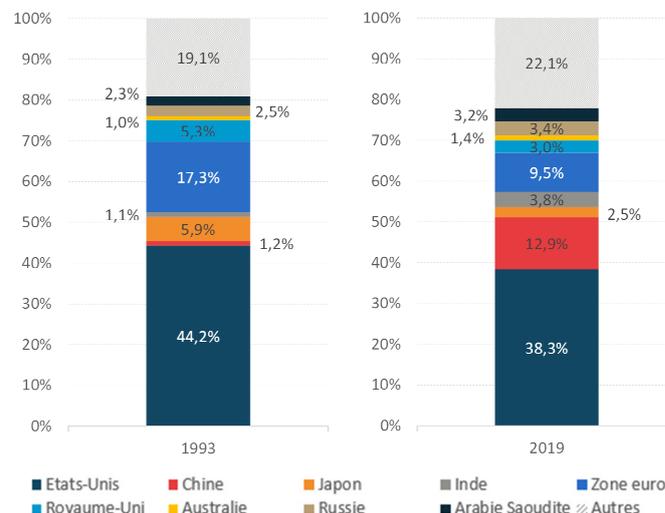
Europe

Asie

p4

Focus de la semaine

Répartition des dépenses militaires mondiales (% du total)



« ...L'affirmation de la Chine comme hyperpuissance et la rupture géostratégique que cela induit a eu raison des engagements et choix souverains anciens. La Chine est devenue la référence structurante des relations internationales »

Sources : Banque Mondiale, Refinitiv, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Obligataire : le regard du gérant

Marché de taux

Sur la semaine, les rendements sont finalement orientés à la baisse après avoir touché des points hauts en milieu de semaine à l'image du 10 ans allemand qui atteint son plus haut niveau de l'année à -0.09%. L'attention des marchés se porte, une fois de plus, sur les indicateurs d'inflation avec une nouvelle progression des prix du pétrole et des matières premières et avec la publication du chiffre de l'inflation américaine pour septembre qui ne traduit pas d'accélération même si le chiffre ressort légèrement au-dessus des attentes, à 5.4%.

On assiste à un rebond des anticipations d'inflation qui se concrétisent plutôt sur la partie courte à intermédiaire des courbes. En effet, les anticipations de hausse de taux des banques centrales progressent sensiblement et se traduisent par un mouvement d'aplatissement des courbes, en particulier sur les segments 2-10 ans et 10-30 ans.

Sur le crédit, les primes de risque sur le marché du haut rendement se resserrent en fin de semaine avec les premières publications de résultats du T3 et la baisse des rendements, enrayant ainsi un mouvement d'écartement ininterrompu depuis la mi-septembre (+40pb).

Focus : Verdir l'économie, une nécessité pour tous, y compris pour les banques européennes !

C'est l'analyse faite par la BCE dans le cadre de son premier stress test climatique, alors que les principales banques centrales des pays développés se sont emparées du sujet, et se sont regroupées (autour de la Banque de France) pour créer la NGFS (Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System). Il s'agit d'une première étape avant la mise en place d'un stress test réglementaire ciblé sur le climat auquel les banques seront soumises individuellement et régulièrement à partir de 2022.

Le mécanisme est simple : que ce soit à travers le risque de transition ou le risque physique, la vulnérabilité des entreprises non financières européennes représente un risque pour les banques qui les financent : revenus en baisse, hausse de l'endettement, hausse des coûts liés à la mise en place de la transition énergétique pour le tissu industriel. A cela s'ajoutent la perte potentielle d'actifs liés aux catastrophes naturelles qui met en risque les outils de production des entreprises présentes dans les zones sinistrables, et qui engendrent des coûts en augmentation pour leur entretien. Là encore, la diminution des revenus et la hausse de l'endettement seraient inévitables. Le risque de crédit des banques se détériorera, exacerbé par une dégradation de la valeur des actifs physiques apportés en garantie de certains prêts. La solvabilité des banques en souffrirait d'autant.

En fait, la BCE considère le changement climatique comme une source de risque systémique, notamment pour les banques qui sont fortement exposées à certains secteurs économiques ou zones géographiques.

Son message est clair : il faut agir tôt pour lutter contre les changements climatiques, les coûts induits à court terme par les mesures à mettre en place étant bien inférieurs à ceux à moyen-long terme si ces mesures sont mises en place tardivement.

Autant d'investissements et d'actions pour verdir l'économie que les banques devront financer, et qui serviront à alimenter les supports d'émissions « vertes » du secteur bancaire et du secteur des entreprises.

Actions Europe : le regard du gérant

Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) est en hausse de +2,4% bénéficiant du début de saison de publications de résultats. En termes de performances sectorielles, le secteur de la technologie rebondit fortement de +6% profitant à la fois du mouvement sur les taux souverains et des commentaires positifs du fabricant taiwanais de semi-conducteurs TSMC (voir commentaire Asie), ce qui a notamment fait monter le cours du concurrent européen ASML. Le secteur des matériaux est soutenu par le rebond du prix des matières premières et par les perturbations de la production d'acier en Chine. A l'inverse, le secteur de la Finance est resté stable pénalisé par le mouvement erratique sur les taux. Au niveau des valeurs, ArcelorMittal bénéficie du rebond du minerai de fer et des restrictions de production en Chine. Par zones géographiques, les pays scandinaves sont soutenus par le rebond des valeurs de croissance et par la hausse du prix du pétrole.

Nous souhaitons apporter un éclairage sur les nouvelles normes qui vont s'appliquer au secteur de la construction afin de limiter les émissions de CO2. En effet, le secteur est une des principales sources d'émission. Le bâtiment est en première ligne des objectifs de neutralité carbone en 2050. Les entreprises du secteur bénéficient d'une opportunité pour accompagner ce mouvement, notamment dans la rénovation des bâtiments mal isolés. Dernièrement, deux sociétés se sont distinguées : le Groupe Saint-Gobain et ses solutions qui apportent un impact positif en termes de développement durable représentant 72% du CA. Et le Groupe Sika qui a pour sa part, mis en avant sa forte capacité d'innovation en présentant sa nouvelle technologie de recyclage du béton ReCO2ver, alors que les émissions de CO2 liées à la production de ciment représentent environ 7% de toutes les émissions dans le monde. Sika permet déjà la décarbonisation du ciment via un certain nombre de ses adjuvants existants. Ces deux sociétés s'inscrivent dans notre thème PEF « capacité d'innovation et d'adaptation ».

Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Actions Internationales : le regard du gérant

Marchés Asiatiques

En Asie, la semaine passée a été marquée par une surperformance du marché japonais, tiré par les valeurs exportatrices de l'industrie, de l'automobile et de la technologie qui profitent de la faiblesse du yen par rapport au dollar. Les valeurs technologiques se sont redressées dans toute la région, la pénurie mondiale de puces et les solides résultats de la société Taiwan Semiconductors (TSMC) ayant apporté un soutien ferme à l'indice taïwanais, entraînant également d'autres valeurs en Corée et à Hong Kong. En effet, TSMC a annoncé des résultats records et a indiqué que la construction de nouvelles usines au Japon allaient commencer en 2022, pour une production qui devrait débuter vers la fin de 2024 (sur des technologies moins avancées que les usines de Taiwan, mais qui permettront de répondre à des usages importants pour l'électronique grand public). Toutefois, en attendant la montée en puissance des nouvelles unités de production partout dans le monde (qui devraient s'étaler sur plusieurs années), la pénurie de semi-conducteurs continue d'affecter le secteur automobile, ainsi Toyota a de nouveau abaissé de 15% ses cadences de production pour le mois de novembre.

En Asie du Sud, le raffermissement des prix de l'énergie a soutenu les valeurs minières et les producteurs de gaz en Indonésie et en Malaisie. Enfin, la Chine continentale reste en retrait des autres marchés en raison de la pression continue des coupures de courant et des inquiétudes sur le groupe Evergrande. A ce propos, le gouvernement chinois serait en train de demander à quelques grandes banques d'assouplir les restrictions imposées sur les crédits immobiliers pour les acquéreurs potentiels. Sur le plan des approvisionnements énergétiques et alors que les tensions sur l'offre d'énergie continuent de tirer les prix des matières premières à la hausse, faisant redouter un choc sur le pouvoir d'achat des ménages, la Chine a signé un accord d'approvisionnement pour 13 années en gaz naturel liquéfié avec la société américaine Cheniere (un accord qui fait également écho aux exigences de l'administration américaine, émises en 2019 en matière de réduction du déficit commercial entre les deux pays).

Aux Etats Unis, le S&P 500 progresse de plus de 1,5% sur une semaine marquée par d'importantes disparités de performance en réaction aux communications de la FED et aux premiers résultats d'entreprises. En effet, les investisseurs ont plutôt bien accueilli la volonté de la FED de procéder à la normalisation de sa politique monétaire et ont pu être quelque peu rassurés de voir que les signaux inflationnistes semblaient rester sous contrôle, bénéficiant notamment au secteur immobilier qui surperforme nettement sur la semaine. On soulignera à ce propos la très bonne publication d'Alcoa dont les profits records bénéficient de la hausse des prix de l'aluminium et de l'alumine. Malgré la bonne tenue du secteur de la technologie, les fabricants de semi-conducteurs ont été affectés par des craintes liées aux difficultés de certains gros acteurs comme Broadcom et Texas Instrument à approvisionner l'industrie des équipements électroniques et notamment Apple. En revanche, et malgré des résultats de très bonne facture, les banques sous performent légèrement, affectées par le léger reflux sur les taux mais aussi compte tenu de leur parcours exceptionnel depuis plusieurs mois.

A noter qu'à l'issue d'une réunion avec les dirigeants de grandes entreprises américaines sur les goulets d'étranglements rencontrés dans le fret mondial, Joe Biden a annoncé une série de mesures visant à fluidifier les chaînes d'approvisionnement. Ainsi, pour rattraper les importants retards de chargements / déchargements, les ports de Los Angeles et Long Beach en Californie travailleront bientôt 24 heures sur 24. Plusieurs grands distributeurs et sociétés de logistique, parmi lesquels Walmart, FedEx, UPS, Target ou Home Depot, se sont engagés à mettre des moyens supplémentaires pour éviter les pénuries de biens.

Marchés Américains

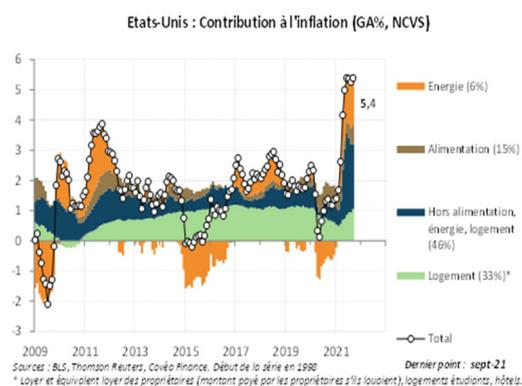
La hausse des prix des matières premières en général et des prix du pétrole et du gaz en particulier s'est accélérée depuis l'été. Les prix du gaz américain sont en hausse de plus de 83% depuis le début de l'été (120% depuis le début de l'année) dans le sillage des prix du gaz asiatique et du gaz européen en hausse respectivement de plus de 170% et 290% (370% et de 400% depuis le début de l'année). Même s'il n'est pas rare d'observer une hausse des prix du gaz en amont de la période hivernale, celle-ci est notable de par son ampleur et sa globalité. En Chine, nous avons également constaté une forte hausse des prix du charbon sur fond de pénurie (plus de 100% depuis le début de cet été et plus de 150% depuis le début de cette année). La production électrique chinoise provient pour les 2/3 du charbon et cette pénurie de charbon a entraîné d'importantes coupures d'électricité. Face à cette forte hausse des prix des énergies fossiles et son potentiel impact négatif sur la croissance économique via la consommation des ménages et la hausse des coûts des intrants pour les entreprises, les Etats et sociétés ont pris des mesures, faisant parfois fi, à court terme, des impératifs de transition énergétique, privilégiant la sécurisation de l'approvisionnement afin de réduire l'impact social négatif des prix de l'énergie. La Chine a adopté une approche pragmatique en ordonnant de ré-ouvrir des mines, parfois polluantes, et de produire au maximum de leur capacité, au-delà des quotas alloués (avec une production de 3812 millions de tonnes métriques produites depuis le début de l'année 2021, la production Chinoise se rapproche du pic de 2013 de près de 4 000 millions de tonnes métriques). Aux Etats-Unis, le niveau des prix tant sur le pétrole que sur le gaz conduit certaines sociétés (producteurs privés) à réinvestir pour accroître leur production de pétrole et de gaz dans le bassin du Permien, bassin le plus prolifique aux Etats-Unis. Les niveaux de production viennent de dépasser les niveaux de pré-crise (5.046 millions de barils de pétrole par jour vs 4.9 millions en mars 2020 et 20.04 milliards de pieds cube par jour de gaz produit vs 16.8 en mars 2020) et devrait ainsi apaiser les tensions sur l'offre. Rappelons que le gaz du Permien sert, entre autre, à alimenter les unités de liquéfaction de gaz sur la côte Est et du Golfe du Mexique, gaz naturel liquéfié qui est ensuite exporté vers l'Asie et l'Europe.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation reste élevée malgré l'atténuation des pressions transitoires »

L'inflation américaine s'est maintenue sur un haut plateau en septembre à 5,4% en rythme annuel. En glissement mensuel, l'indice progresse de 0,4 %, tandis que l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) enregistre une hausse de 0,2%. En rythme annuel, l'inflation sous-jacente est demeurée inchangée à 4,0 %. **Les taux de croissance annuels restent soutenus mais les taux mensuels indiquent une modération de l'inflation au troisième trimestre par rapport à la dynamique enregistrée au deuxième trimestre, proche de 1% chaque mois.** Parmi les principales contributions à cette



véhicules d'occasion s'inscrit en recul pour le deuxième mois consécutif et ce malgré des contraintes d'offre toujours importantes dans le secteur. Les éléments liés aux voyages sont également en baisse, à l'image des prix des billets d'avion (-6.5% en glissement mensuel) et des locations de véhicules (-9,3%), signe d'un impact toujours significatif du variant delta sur les déplacements. **Face au dégonflement de ces composantes, des éléments pouvant alimenter des pressions plus persistantes semblent se matérialiser. Les loyers des résidences principales ont en effet augmenté de 0,5 % sur le mois, soit la plus forte hausse recensée depuis 2001.** De même pour les équivalents loyers des propriétaires qui progressent de 0,4% sur le mois. Au-delà des pressions haussières sur les prix liées à la réouverture et aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement, la composante logement, qui représente près d'un tiers de l'indice des prix, constitue un des principaux risques haussiers pour les trimestres à venir. L'inflation de l'énergie a légèrement ralenti sur le mois à

1,3% en glissement mensuel (24,8% en annuel) mais l'évolution récente du prix du pétrole suggère une accélération de cette composante dans les prochains mois.

Concernant les données d'activité, l'indicateur d'enquête NFIB auprès des PME s'est légèrement dégradé en septembre, passant de 100,1 à 99,1 points. Le rapport fait part de difficultés de recrutement de plus en plus fortes : 51% des entreprises interrogées déclarent avoir des positions vacantes difficiles à pourvoir. Face à cette contrainte, plus de 40% déclarent avoir augmenté les rémunérations au cours des 6 derniers mois, et concernant les perspectives, 30% envisagent de futures hausses de salaires. Ces trois séries sont actuellement à leurs plus hauts historiques.

La tension du marché du travail est également reflétée par le rapport JOLTS du Bureau américain des statistiques sur le travail sur les démissions, embauches et offres d'emploi. Si les offres d'emploi reculent quelque peu en août, après avoir atteint un pic historique en juillet, le nombre de démissions poursuit son envolée à des niveaux records (début de la série en 2000), attestant de la facilité des travailleurs en poste à retrouver un emploi. A contrario, le nombre de licenciements maintient une tendance baissière et atteint un nouveau point bas.

Du côté du consommateur, les ventes au détail maintiennent un rythme de croissance soutenu en septembre avec une hausse mensuelle de 0,7% et une estimation pour le mois d'août révisée en hausse (+0,9%). Après 4 mois de forte baisse, les ventes d'automobiles se reprennent quelque peu (+0,5%), tout comme les équipements sportifs et de loisirs (+3,7%). Les restaurants affichent de nouveau une modeste progression, signe d'une poursuite de l'impact des contraintes sanitaires liées à la vague épidémique du variant delta. Les ventes au détail sont désormais près de 19% au-dessus des niveaux pré-pandémie.

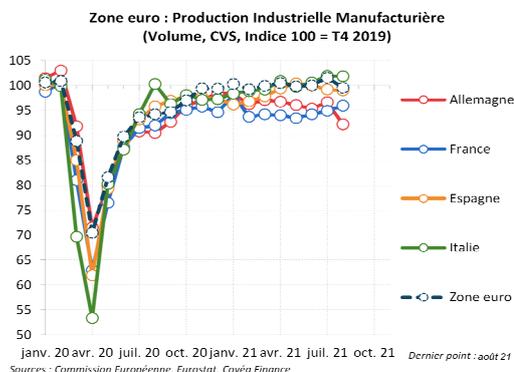
Les minutes de la réunion de politique monétaire de septembre n'ont pas apporté d'éléments nouveaux par rapport aux déclarations de Jerome Powell lors de la conférence de presse du 22 septembre. Concernant la réduction du programme d'achat d'actifs, les participants considèrent "simple et approprié" un rythme de réduction progressive de 15 Mds\$ par mois qui pourrait s'achever à la mi-2022. Une décision devrait vraisemblablement être annoncée lors de la prochaine réunion de politique monétaire de la Réserve fédérale le 03 novembre. Les participants ont une fois de plus réaffirmé l'absence de lien mécanique entre le moment de la réduction progressive des achats et une hausse du taux directeur, en notant que les conditions pour relever le taux sont plus rigoureuses que celles pour l'arrêt des achats.

Enfin, sur le plan politique, après le Sénat la semaine précédente, la Chambre des Représentants a adopté le relèvement du plafond de la dette pour un montant de 480 Mds\$. Ce vote permet de repousser la date limite d'un potentiel défaut de paiement approximativement au 03 décembre 2021.

Suivi Macroéconomique

Europe

« La production industrielle souffre des contraintes d'offre »



La production industrielle manufacturière de la Zone euro se replie en août (-2% par rapport à juillet), essentiellement tirée à la baisse par la production allemande, qui enregistre un recul de 4,6% sur le mois. Dans le reste de la Zone euro, la production progresse en France (+1,1%) et est en quasi-stagnation en Espagne (-0,2%) et en Italie (-0,1%). La contreperformance de l'Allemagne sur la période est largement attribuable à la chute de la production automobile qui, avec un recul de 17,5% sur le mois, affiche un niveau inférieur de presque 40% à son niveau d'avant-crise. Bien que les indicateurs de climat des affaires témoignent d'un fléchissement de la demande et de la confiance, ces derniers n'en restent pas moins sur des niveaux historiquement élevés. Les difficultés du secteur manufacturier européen semblent donc encore essentiellement liées aux contraintes d'offre. Près de 43% des entreprises du secteur manufacturier signalent ainsi avoir des difficultés à augmenter leur production en raison de contraintes d'approvisionnement au troisième trimestre 2021, un plus haut historique. Ce

chiffre atteint 75% dans le secteur automobile, qui continue de souffrir de la pénurie de semi-conducteurs. Avec ce recul, la production manufacturière en Zone euro repasse légèrement en-dessous de son niveau d'avant crise. On observe une nette divergence entre pays : l'Allemagne, et dans une moindre mesure la France, restent à la traîne avec une production inférieure de 8% et 4% respectivement. L'Espagne reste légèrement en deçà de son niveau du T4 2019. Seule l'Italie affiche une production supérieure de 3% à son niveau d'avant-crise. **L'indice de climat des affaires ZEW, publié à partir d'une enquête auprès des experts du secteur financier, continue de décrire une modération de l'activité en Allemagne et en Zone euro après la forte reprise observée au cours du premier semestre.** Ainsi au mois d'octobre, l'indice sur la situation économique actuelle comme celui sur les perspectives à six mois s'inscrivent en recul. Les experts interrogés dans le cadre de l'enquête mettent en avant les contraintes d'offre qui, selon eux, devraient peser sur la rentabilité des secteurs exportateurs, notamment l'automobile et le secteur de la chimie/pharmacie.

En France, le gouvernement a dévoilé son plan d'investissement, intitulé « France 2030 ». Ce plan représente 34 milliards d'euros (soit 1,4% du PIB) dont 4 milliards d'euros d'investissement en fonds propres et sera investi sur cinq ans. Avec ce plan, le gouvernement se donne pour objectif de « faire émerger les futurs champions technologiques de demain ». Parmi ces 34 milliards d'euros, 8 devraient être investis dans le secteur de l'énergie avec, pour ambition, le développement de l'hydrogène « Vert » et d'usines dédiées, l'élaboration de réacteurs nucléaires de petite taille et la décarbonation de l'industrie. 4 milliards d'euros seront destinés au secteur du transport, avec pour objectif de produire 2 millions de véhicules électriques et hybrides et développer un avion bas-carbone d'ici à 2030. 3 milliards d'euros seront investis dans le secteur de la santé et 2 dans celui de l'agriculture. Dans son discours, le gouvernement a par ailleurs insisté sur la nécessité de sécuriser l'accès aux matières premières stratégiques et de doubler la capacité de production de la France en puces électroniques. Le gouvernement souhaite également développer les capacités de la France en termes d'exploration spatiale et des fonds marins.

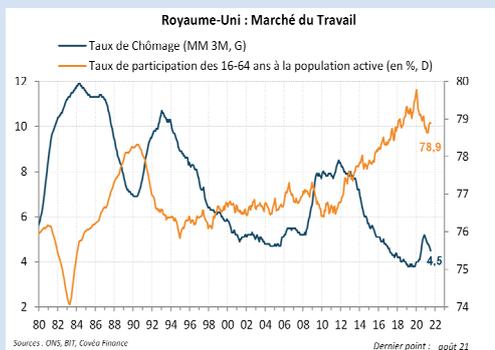
En Allemagne, les Verts, le SPD et le FDP ont annoncé, après une semaine de discussion, le lancement des négociations formelles en vue de mettre en place une coalition de gouvernement. Les trois partis se sont accordés sur un certain nombre de points : pas de modification des règles budgétaires allemandes, augmentation du salaire minimum à 12€ de l'heure (contre 9,6€ actuellement) et enfin une emphase sur les questions climatiques. Les partis souhaitent notamment sortir du charbon d'ici à 2030 si possible (contre un objectif actuel de 2038). Ces développements renforcent la probabilité d'une coalition dite « Feu de circulation », qui réunirait donc les trois partis et exclurait le parti d'Angela Merkel, la CDU/CSU. Les points d'accord entre les trois partis doivent maintenant être validés en interne par chaque parti cette semaine.

Au niveau de la politique monétaire, le gouverneur de la Banque de France, M. Villeroy de Galhau, a apporté quelques précisions sur l'évolution des outils de la BCE, et donc sur sa vision de la politique monétaire. M. Villeroy a insisté sur la flexibilité du PEPP (programme d'achat d'actifs lié à la crise pandémique) qui, en permettant une répartition souple des achats dans le temps et entre les juridictions et les catégories d'actifs, aurait permis une meilleure transmission de la politique monétaire. Le gouverneur de la Banque de France estime que le programme d'achat d'actif standard, dit APP, pourrait « bénéficier, plus encore que de l'accroissement de volumes d'achat fixes, de l'ajout de certaines formes de flexibilité ». Enfin, M. Villeroy de Galhau se déclare favorable au maintien des dispositifs de financement à long terme (TLTRO). Il estime toutefois que les conditions des futures opérations de financement devraient être un peu moins généreuses (il parle d'un « recalibrage prudent ») que celle s'appliquant actuellement au TLTRO III. En parallèle, il se déclare favorable à une augmentation des volumes de dépôts excédentaires exemptés des taux négatifs (soit un assouplissement du système de « tiering »). Lors de la dernière réunion de la BCE, C. Lagarde a précisé que les modalités de la politique monétaire post-PEPP seraient abordées lors de la réunion du 16 décembre.

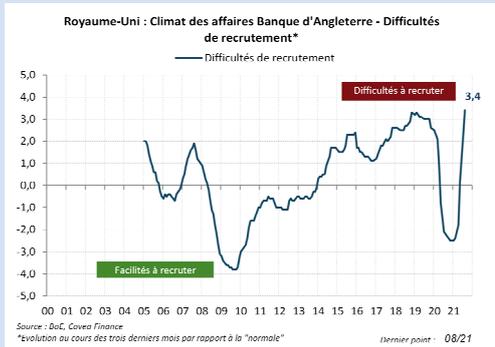
La Commission Européenne a présenté, à Londres, sa contre-proposition dans les négociations entourant l'Irlande du Nord. Bruxelles propose ainsi un allègement des contrôles entre l'Irlande du Nord et le Royaume-Uni et estime pouvoir réduire ainsi les contrôles d'environ 80% et les formalités douanières de 50%. Pour que cet allègement puisse être mis en place, la Commission Européenne demande à Londres de donner des garanties, notamment en identifiant les produits arrivant en Irlande du Nord et destinés uniquement à être vendus sur place. Il s'agit pour Bruxelles de protéger l'intégrité du marché unique. La proposition de la Commission ne couvre toutefois qu'une partie des demandes britanniques. En

Suivi Macroéconomique

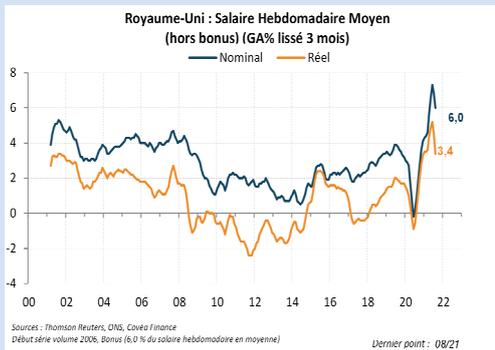
Focus : le marché du travail britannique demeure tendu



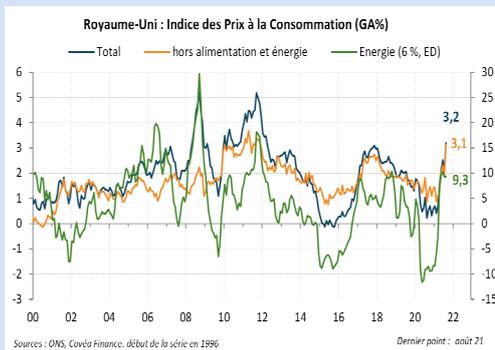
Au Royaume-Uni, le marché du travail poursuit sa reprise au mois de juillet. Le taux de chômage enregistre ainsi une nouvelle baisse et atteint, en moyenne sur les trois derniers mois menant à juillet, à 4,5% (contre un plus bas historique de 3,8% avant crise). Ce niveau doit toutefois être tempéré par la baisse du taux de participation qui, à 78,9%, reste en deçà du point haut atteint fin 2019). Par ailleurs, le nombre d'employés demeure inférieur de 1,7% par rapport au T4 2019, soit un écart de 570 000 emplois.



Le marché du travail montre néanmoins toujours plus de signes de tensions. Le nombre d'emplois vacants a ainsi très fortement augmenté au cours des derniers mois et atteint un plus haut historique en septembre, avec plus de 1,1 million d'emplois vacants (soit une augmentation de 300 000 par rapport aux niveaux d'avant-crise). Le secteur des transports, qui fait face à une pénurie de conducteur, affiche la plus forte progression d'emplois vacants. L'enquête de la Banque d'Angleterre sur les difficultés de recrutement dépasse légèrement ses niveaux de la fin 2019 au troisième trimestre 2021, sur des niveaux indiquant d'importantes tensions.



Le recours aux dispositifs de chômage partiel, bien qu'en baisse, reste élevé en juillet et peut limiter la réallocation des travailleurs entre les secteurs. Ainsi près de 1,5 million d'employés seraient au chômage partiel en juillet, soit 4,8% des employés. Par ailleurs, la limitation des flux migratoires, liée au Covid et au Brexit, peut également expliquer une partie des difficultés de recrutement.



Dans ce contexte, la croissance des salaires demeure très élevée. La croissance des salaires hebdomadaires nominaux (hors prime) ralentit quelque peu en août mais demeure historiquement élevée avec une croissance de 6% (3,4% ajustée de l'inflation). L'institut statistique britannique (l'ONS) alerte toutefois sur les effets transitoires affectant ces chiffres. L'ONS estime ainsi que corrigé des effets de composition (liés à une part des faibles salaires dans le total moins élevé qu'il y a un an) et des effets de base, la croissance des salaires se situerait entre 4,1% et 5,6%, un niveau qui reste supérieur à la tendance historique. L'enquête de la Banque d'Angleterre sur le coût du travail renvoie un message similaire, avec un coût du travail qui serait passé au-dessus des niveaux d'avant-crise au troisième trimestre 2021.

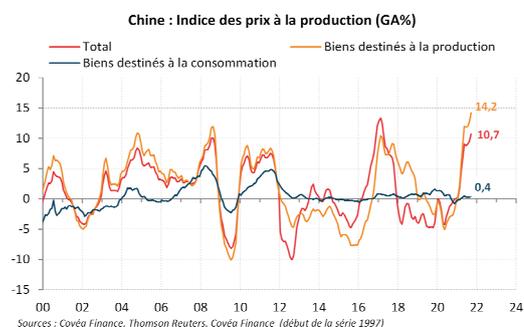
Avec un taux d'inflation en nette accélération (3,2% en août), un marché du travail tendu et des salaires en hausse, les signaux en faveur d'un durcissement de la politique monétaire s'accroissent pour la Banque d'Angleterre. Néanmoins, une partie de cette hausse apparaît liée à des facteurs temporaires, liés tout à la fois aux contraintes d'offre, à l'accélération des prix de l'énergie (renforcé par la hausse des prix du gaz) et aux dispositifs mis en place pour faire face à la crise du Covid (le chômage partiel mais aussi la baisse temporaire de TVA en 2020 qui se répercute aujourd'hui sur la dynamique des prix). La fin des dispositifs de chômage partiel, effectif depuis septembre, devrait permettre à la Banque d'Angleterre d'avoir une vision plus précise des tensions affectant le marché du travail au cours des mois à venir.

effet, Londres souhaite également mettre un terme à la supervision de la Cour de justice de l'Union Européenne sur le protocole nord-irlandais. En attendant une réponse formelle du gouvernement britannique à la proposition européenne, la tension monte entre les deux blocs alors que la menace d'une suspension partielle de l'accord du Brexit est toujours brandie par Londres. Dans ce contexte, plusieurs pays membres, dont la France et l'Allemagne, demanderaient à Bruxelles de préparer des mesures de rétorsion. David Frost, le négociateur en chef du côté britannique, estime qu'il existe encore un écart assez important entre l'UE et le Royaume-Uni et souhaite trouver un accord d'ici à novembre.

Suivi Macroéconomique

Asie

« En Chine, la divergence entre les prix à la production et les prix à la consommation se renforce. »



En Chine, les données de prix pour le mois de septembre confirment les tendances des mois précédents, avec une divergence croissante entre prix à la production et prix à la consommation. La croissance des prix à la production s'établit à un niveau historiquement élevé en septembre avec +10,7%, en accélération après +9,5% au mois d'août.

Comme lors des mois précédents, cette hausse des prix à la production concerne avant tout les secteurs en amont des chaînes de production, avec une hausse des prix à la production pour les minerais de +49,4% (après +41,8% en août) et de +20,4% pour les autres matières premières (+18,3% en août). Cette dynamique résulte à la fois de facteurs mondiaux avec la hausse du cours d'un grand nombre de matières premières et de métaux, mais aussi de facteurs intérieurs, en lien notamment avec les politiques restrictives du gouvernement pesant sur les secteurs polluants comme le charbon et l'acier. En aval des chaînes de production, à l'inverse, les prix à la production des biens destinés à la consommation ne marquent pas

d'accélération et demeurent quasiment stables, avec une croissance de +0,4% en glissement annuel, après +0,3% en août.

Du côté des prix à la consommation, la dynamique des prix ne marque pas d'inflexion majeure. La croissance des prix à la consommation ralentit très légèrement à +0,7% en glissement annuel en septembre après +0,8% en août. Les prix à la consommation demeurent pénalisés par la faiblesse des prix des produits alimentaires (-5,2% après -4,1%), avec notamment des prix du porc qui reculent de -46,9% en septembre (après -44,9% en août), du fait d'un effet de base défavorable. Hors produits alimentaires et énergie, l'inflation sous-jacente, fait toutefois part d'une dynamique similaire, avec une croissance stable à +1,2% en septembre, le même rythme qu'en août. L'absence de tensions sur les prix s'explique notamment par une demande intérieure peu dynamique et encore pénalisée par les restrictions sanitaires, comme l'ont illustré les chiffres du tourisme lors de la *Golden Week* du début du mois d'octobre. L'écart entre les prix à la production chinois, en forte accélération, et les prix à la consommation, stables à un niveau faible, se creuse par conséquent encore davantage au mois de septembre. Cette divergence suggère à la fois une pression accrue sur les profits des entreprises chinoises et d'autre part une répercussion de la hausse des prix sur le reste du monde (plutôt que sur le consommateur chinois), via des prix à l'exportation plus élevés.

Les chiffres du commerce extérieur chinois pour le mois de septembre font part d'une dynamique positive des exportations, qui enregistrent une croissance de +28,1% en glissement annuel, en accélération après +25,6% en août. Les exportations chinoises du mois de septembre sont avant tout tirées par les ventes vers les Etats-Unis qui accélèrent fortement à +30,5% (après +15,5% en août), alors qu'elles sont globalement stables à destination des autres principaux partenaires commerciaux de la Chine. Le dynamisme des exportations chinoises de septembre pourrait s'expliquer d'une part par des commandes pour la saison de Noël passées particulièrement en avance aux Etats-Unis dans un contexte de chaînes d'approvisionnement sous tension et de longs délais de déchargement des conteneurs dans les ports américains. Il est possible que la Chine ait également bénéficié de la situation sanitaire toujours dégradée en ASEAN, qui perturbe la production industrielle et engendre un report de la demande mondiale vers la Chine. De plus, la hausse du prix des produits exportés par la Chine (suggérée par l'accélération de l'indice de prix des exportations d'Hong Kong) contribuerait également à rehausser le montant des exportations de septembre mesurées en valeur. Les coupures d'électricité qui ont touché la Chine au cours des dernières semaines n'ont vraisemblablement pas affecté les exportations du mois de septembre. Les exportations chinoises devraient par contre ralentir de façon visible au cours des derniers mois de l'année 2021, en lien avec l'impact des coupures d'électricité sur la production industrielle, une tendance déjà visible dans le recul des taux de fret pour les conteneurs depuis la Chine vers les Etats-Unis depuis le début du mois d'octobre. De plus, les commandes réalisées de façon anticipée pour la saison de Noël se traduiront également par des chiffres moins favorables lors des derniers mois de l'année. **Du côté des importations, on observe un fort ralentissement de la croissance, qui s'établit à +17,6% en glissement annuel en septembre, après +33,1% en août.** Ce ralentissement reflète notamment une moindre demande pour les matières premières, dont les importations enregistrent toutes un ralentissement en septembre, à l'exception des importations de charbon qui accélèrent fortement (+76,1% en glissement annuel après +35,8% en août) du fait de la pénurie d'électricité et de la hausse des prix. La baisse des importations de matières premières reflète le ralentissement de l'investissement immobilier à l'œuvre actuellement.

Enfin, toujours en Chine, les données de crédit pour le mois de septembre font part d'un léger ralentissement. En termes de flux, le montant total des flux de crédit s'établit à 2 900 Mds de yuans sur le mois de septembre, après 2 956 Mds en août. Par conséquent, la croissance de l'encours de crédit total a poursuivi son ralentissement, s'établissant à +10,0% en glissement annuel, après +10,3% en août. Dans le détail, le faible dynamisme des flux de crédit en septembre est principalement lié à un ralentissement des crédits bancaires accordés aux entreprises et des émissions d'obligations par les entreprises. Ces évolutions reflètent un marché du crédit plus tendu pour les entreprises, les difficultés financières grandissantes d'Evergrande limitant notamment la demande pour les obligations. Les entreprises chinoises pâtissent également des prix à la production historiquement élevés, qui les dissuadent d'investir et limitent les besoins d'emprunt. Cette réduction des flux de crédit est intervenue en dépit des interventions de la PBOC, qui a injecté 590 Mds de yuans en septembre et a mis en place un dispositif de prêt de 300 Mds de yuans destinés à favoriser les prêts aux PME. Les prêts de moyen et long terme accordés aux ménages sont également en retrait par rapport à l'année précédente, reflétant le durcissement des mesures macroprudentielles portant sur les crédits immobiliers.

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		mai-21	juin-21	juil.-21	août-21	sept.-21	oct.-21		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	16,3	10,1	6,6	5,9				
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	15,1	9,3	7,3	7,0				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	614	962	1091	366	194			
	Exportations (volume, CVS, GA%)	34,5	20,1	10,0	8,0				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	1,9	3,7	4,0	4,0	4,6			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	5,0	5,4	5,4	5,3	5,4			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4758,9	4754,1	4763,2	4750,8			
		Taux de chômage (%de la population active)	8,0	7,8	7,6	7,5			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	2,0	1,9	2,2	3,0	3,4		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	104,0	103,5	101,8	99,8	98,8		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	0,2	5,5	0,9	0,8			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	55,2	26,3	26,3	11,3			
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	36,6	20,0	15,7	10,9			
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	106,0	106,4	104,2	103,4	99,7		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	5,7	4,2	4,6	5,2	6,3		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	7,6	-2,4	-4,6	-5,4			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	20,5	7,1	3,9	3,9			
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	40,2	27,1	14,2	19,4			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	21,2	13,8	7,2	-0,1			
		PMI Manufacturier (Indice)	62,3	62,2	60,3	60,9	59,7		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	38,5	23,3	18,7	16,4			
	Espagne	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	24,7	10,8	3,3	1,8			
		PMI Manufacturier (Indice)	59,4	60,4	59,0	59,5	58,1		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	56,5	22,3	16,4				
	Royaume-Uni	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	23,4	10,3	4,4	3,7			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	24,6	9,1	1,9	0,0			
		Inflation (prix à la consommation, GA%)	2,1	2,5	2,0	3,2			
	Asie	Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	11,8	-3,8	1,5	-3,5		
			Exportations (valeur, CVS, GA%)	51,2	47,1	37,1	27,3		
			Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	1,9	0,0	0,6	0,7		
Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)			-0,7	-0,4	-0,3	-0,4			
Chine		Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	8,8	8,3	6,4	5,3	3,1		
		Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	39,0	29,4	22,7	16,5	11,4		
	Importations (valeur, NCVS, GA%)	51,2	36,8	28,2	33,1	17,6			
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	24,3	12,8	1,5	-1,6			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	8,1	8,4	9,0	9,7	10,3		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	11,8	10,3	7,1	4,7			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	6,0	6,5	6,5	6,7	7,4		

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	15/10/21	Variation depuis le 31/12/20 (% ou pbs)*	Variation depuis le 17/06/21 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	0,50	0,50	0,75	0,25	0,25
		Brésil	2,00	4,25	6,25	4,25	2,00
		Russie	4,25	5,50	6,75	2,50	1,25
		Inde	4,00	4,00	4,00	0,00	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	0,91	1,50	1,57	0,66	0,07
		France OAT	-0,34	0,16	0,17	0,51	0,02
		Allemagne	-0,57	-0,20	-0,17	0,40	0,03
		Italie	0,54	0,82	0,87	0,33	0,05
		Royaume-Uni	0,20	0,78	1,11	0,91	0,33
		Japon	0,02	0,06	0,08	0,06	0,02
		Corée du Sud	1,73	2,08	2,36	0,63	0,28
		Brésil	3,22	3,71	4,33	1,11	0,62
		Russie	6,01	7,09	7,36	1,35	0,26
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	244,2	242,9	242,5	-0,66	-0,16
Marchés des changes	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,22	1,19	1,16	-5,0	-2,6
		Sterling	0,89	0,86	0,84	-5,6	-1,4
		Yen	126,2	131,2	132,5	5,0	1,0
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1092	1130	1182	8,3	4,6
		Real brésilien	5,2	5,0	5,5	5,1	9,1
		Rouble	74,0	72,3	71,0	-4,1	-1,8
		Roupie indienne	73,1	73,3	75,3	3,0	2,6
		Yuan	6,5	6,4	6,4	-1,4	0,6
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3756	4222	4471	19,0	5,9
		Japon - Nikkei 300	382	413	424	11,0	2,8
		France - CAC 40	5551	6666	6728	21,2	0,9
		Allemagne - DAX	5954	6653	6586	10,6	-1,0
		Zone euro - MSCI EMU	128	149	150	17,1	1,1
		Royaume-Uni - FTSE 100	6461	7153	7234	12,0	1,1
		Corée du Sud - KOSPI	2821	3265	3015	6,9	-7,7
		Brésil - Bovespa	119409	128057	114648	-4,0	-10,5
		Russie - MICEX	3275	3819	4262	30,1	11,6
		Inde - SENSEX	47751	52502	61306	28,4	16,8
		Chine - Shangaï	3473	3518	3572	2,9	1,5
		Hong Kong - Hang Seng	27231	28437	25331	-7,0	-10,9
		MSCI - BRIC	1296	1350	1263	-2,5	-6,4
	Euro	S&P (€)				25,4	8,7
		Nikkei 300 (€)				5,7	1,8
		FTSE 100 (€)				18,6	2,5
Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	484	633	526	8,6	-16,9
		Indice CRB**	444	555	567	27,8	2,3
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	52	73	85	63,8	16,1
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1895	1774	1767	-6,7	-0,4
		Prix de la tonne de cuivre	7766	9316	10281	32,4	10,4

*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 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.