

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

13 décembre 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Extravagance

Ce n'est pas raisonnable ! Les dernières introductions en bourse de Rivian et Lucid Motors nous remémorent la valorisation hallucinante de Tesla au regard des productions attendues dans les années à venir. Rivian, un fabricant de « pick-up » électriques ne prévoit de livrer que 1200 unités en 2021, mais beaucoup plus demain. Cette perspective lui a valu d'être introduite au Nasdaq en novembre 2021 et d'avoir une capitalisation boursière de 103Mds\$. Pour rappel, les 2 centenaires, General Motors et Ford, « pèsent » respectivement en bourse 90Mds\$ et 79Mds\$ et produisent chacune pour près de 125Mds\$ de chiffres d'affaires! Ces niveaux de valorisation apparaissent donc extraordinaires alors même que ces constructeurs historiques s'apprentent eux-aussi à étoffer leurs gammes de modèles électriques tout comme d'ailleurs... Tesla avec son « cyber-truck ». Une frénésie sur Rivian qui rappelle celle sur Lucid Motors, autre entreprise américaine rivale de Tesla, introduite cet été à travers un SPAC et qui capitalise déjà 91Mds\$ pour une production de berlines électriques encore très limitée, 20 000 unités prévues en 2022. Notons d'ailleurs que les conditions de fusion entre le SPAC et Lucid Motors font l'objet d'investigations de la SEC, l'autorité de régulation boursière américaine.

Des excès que l'on constate aussi dans l'extrême concentration des flux sur quelques titres iconiques (certains parlent de valeurs concepts !). Ainsi, Tesla et les 5 valeurs que sont Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft et Meta Platforms (*Groupe des 6*) représentent à elles-seules aujourd'hui près de 27% de la capitalisation boursière de l'indice S&P500 (vs 17% il y a 2 ans) et ont réalisé le tiers de la hausse de l'indice depuis le début de l'année.

Des titans dont les fondements pourraient se trouver fragilisés par la montée d'une réglementation qui sommeille encore pour le moment. La digitalisation des usages de consommation a en effet conduit les géants de la technologie à devenir des acteurs de services financiers. La poursuite de cette tendance pourrait mener les autorités publiques à contraindre les GAFA de se séparer de leurs activités « bancaires ». Une menace dont on a pu entrevoir l'impact boursier sur les champions chinois du numérique en 2021...

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

L'Eco de la semaine
Etats-Unis
Europe
Asie

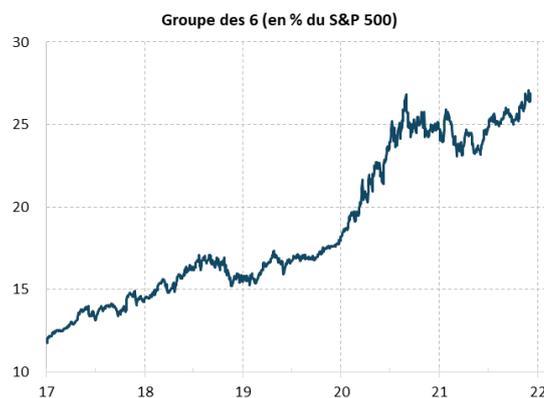
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« ...ont réalisé le tiers de la hausse de l'indice... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	10/12/21	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,131	1,148	1,214	-1,4	-6,8
€ / £	0,853	0,856	0,913	-0,4	-6,6
€ / Yen	128,32	130,75	126,54	-1,9	1,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	75	83	50	-9,1	49,6
Indice CRB*	571	570	434	0,1	31,5
Prix de l'once d'Or	1 783	1 848	1 834	-3,5	-2,8
Prix de la tonne de cuivre	9 507	9 533	7 878	-0,3	20,7
Indice Baltic Dry**	3 272	2 861	1 161	14,4	181,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 727	4 536	1 001	4,2	372,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice 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. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Nous avons assisté la semaine dernière à un léger mouvement de remontée des taux sur les différents segments des courbes européennes. Ceci s'est réalisé dans très peu de volumes. Ainsi le 10 ans français a fini la semaine à 0% et l'Allemagne à -0,35%. Les pays périphériques terminent respectivement à 0,96% pour l'Italie, 0,35% pour l'Espagne et 0,30% pour le Portugal. Sur le marché du crédit, la semaine a été relativement calme également avec un marché primaire très peu actif. Seules quatre émissions totalisent 5,1Mds€. Du côté du marché secondaire, nous avons assisté à une détente des rendements dans le sillage de la semaine précédente.

De nombreuses banques centrales se réunissent cette semaine. Nous serons attentifs à leur discours, en particulier celui de la BCE quant à l'avenir du PEPP (programme d'achats d'urgence face à la pandémie).



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : L'univers de taux bas favorise-t-il la crypto-monnaie ?

Depuis la crise financière de 2008, les politiques non conventionnelles des banques centrales ont été concomitantes au développement d'un nouveau système de transactions décentralisé des banques traditionnelles : les crypto-monnaies. Une défiance accrue envers les institutions financières et les monnaies traditionnelles telles que le dollar et l'euro a pu porter le développement des crypto-monnaies, via la technologie « blockchain ». Plus d'une décennie plus tard, la baisse généralisée des taux dans tous les pays occidentaux et l'abondance de liquidités ont favorisé son développement.

En 2020, 70% des rendements obligataires publics et privés étaient inférieurs à 1% et 30% étaient en territoire négatif. Ainsi, la faible rémunération des actifs obligataires a généré un déplacement des capitaux vers les actifs risqués, dont les crypto-monnaies. Aujourd'hui, on dénombrait, selon les sources, entre 1600 et 3000 crypto-« monnaies » à l'échelle mondiale.

Le marché des crypto-monnaies reste néanmoins un marché encore exigu, huit fois inférieur au marché de l'or, et près de 100 fois inférieur au marché obligataire. Toutefois, bien que plus risquées et moins pratiques que les systèmes de paiement existants, les crypto-monnaies continuent de gagner de nouveaux marchés et de nouveaux clients.

Elles deviennent, pour certains, des valeurs d'investissement diversifiantes et décorréées des marchés financiers. Ainsi, de nombreux acteurs financiers y voient une opportunité d'attirer une clientèle prête à courir un risque potentiellement rémunérateur. C'est le cas de nombreuses banques d'affaires, majoritairement anglo-saxonnes, qui vont proposer du courtage sur ces actifs.

Aujourd'hui, sur fond de différents plans de relance budgétaires pour lutter contre la crise pandémique, l'inflation fait son retour. Si les taux d'intérêt nominaux demeurent bas et si l'inflation redémarre, alors les taux d'intérêt réels resteront négatifs, de quoi continuer d'alimenter le flux vers les crypto-monnaies ces prochaines années, au risque des excès propres à chaque bulle.

* La blockchain est une technologie de stockage et de transmission d'informations. Elle fonctionne sans organe central de contrôle et est sécurisée grâce à la cryptographie. Elle désigne également une base de données qui contient l'historique de toutes les transactions effectuées par ses utilisateurs depuis sa création. Cette base de données est sécurisée et distribuée : elle est partagée par ses différents utilisateurs, sans intermédiaire, ce qui permet à chacun de vérifier la validité de la chaîne.

Xavier Chapon

Responsable du pôle gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	03/12/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	10/11/21	31/12/20	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y			
Taux directeurs														
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
Banque d'Angleterre	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
Taux 10 ans														
Etats-Unis	1,34	1,47	1,55	0,91	0,91	-13	-21	43	44	75	33			
Allemagne	-0,39	-0,34	-0,25	-0,57	-0,56	-5	-14	18	17	36	29			
France	-0,03	0,04	0,11	-0,34	-0,32	-7	-14	31	29	77	67			
Italie	0,92	0,97	0,94	0,54	0,60	-6	-2	37	31	114	85			
Royaume-Uni	0,75	0,83	0,93	0,20	0,32	-8	-18	55	43	28	9			
Japon	0,05	0,07	0,06	0,02	0,03	-2	-1	3	3	16	62			
Crédit														
Indice Itraxx Main	57,9	57,8	48,9	47,9	46,1	0,1	9,0	10,0	11,8					
Indice Itraxx Crossover	284,2	289,6	248,0	242,5	242,8	-5,4	36,2	41,7	41,4					

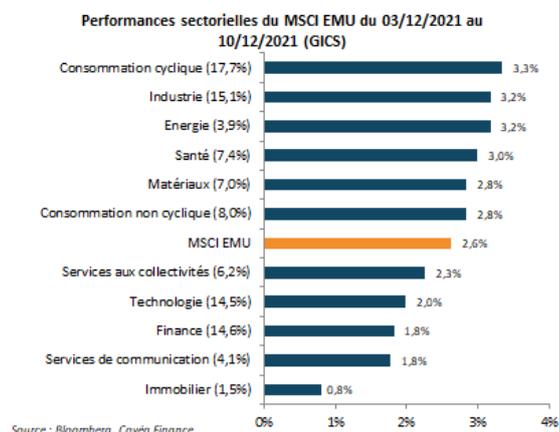
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

A l'image de l'indice MSCI EMU en progression de 2.6% sur la semaine, les marchés actions européens ont été rassurés par les premières données sur l'efficacité des vaccins Pfizer et BioNtech avec une 3ème dose. Tous les secteurs de cet indice sont dans le vert. La meilleure performance revient au secteur de la consommation cyclique (+3.3%), porté par les valeurs automobiles. La presse allemande mentionne une possible introduction en bourse de la marque Porsche, aujourd'hui détenue par le groupe Volkswagen qui permettrait de cristalliser la valeur de cet bel actif et lever du cash pour financer sa transition énergétique, alors qu , dans le même temps, Daimler scinde sa partie camion. La recherche de valeurs profitant de la dynamique favorable des investissements explique le rebond du secteur de l'industrie (+3.2%) à l'image du groupe allemand GEA AG. De solides prises de commande et un rythme plus élevé des livraisons chez Airbus ont également surpris positivement. Le secteur de l'énergie (+3.2%) bénéficie du rebond du pétrole à l'image du producteur de biocarburant Neste Oil ou encore TotalEnergies. Toutefois, le rebond concerne également le secteur de la santé, avec une hausse de +3%. BioMerieux qui a relevé ses perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de profitabilité pour l'exercice en cours grâce à la forte demande de tests respiratoires. Ce qui tend à prouver que malgré l'optimisme sur les conséquences du nouveau variant, les effets de la pandémie continueront de troubler la dynamique économique mondiale. Enfin, le secteur de l'immobilier ferme la marche avec une progression de +0.8% pénalisé par la hausse des taux longs.



Le Focus de la semaine : Une bonne gouvernance d'entreprise est un gage de création de valeur future.

Depuis plusieurs semaines, nous assistons à de nombreux mouvements chez les dirigeants d'entreprise. Si le changement fait partie de la vie de l'entreprise, il induit une réaction boursière en fonction de la cote de popularité de celui qui part et de l'anticipation du Conseil d'administration qui est en charge de la nomination de la direction générale. En effet, le Conseil d'administration est responsable de la continuité de l'activité de l'entreprise en fixant un ensemble de règles et procédures. C'est pourquoi dans l'analyse d'une société, nous ne nous arrêtons pas à l'étude de la qualité de la direction générale et sa capacité à publier de bons résultats ce qui plait naturellement aux investisseurs mais apparait comme un élément de court terme. En tant qu'investisseur de long terme, nous devons prendre en compte la qualité de la gouvernance, la compréhension du monde d'une équipe élargie et sa capacité d'anticipation. La qualité ne se résume pas à la séparation de pouvoirs entre le rôle de Président et de Directeur général et au nombre de membres indépendants autour de la table. La composition du Conseil d'administration est importante pour apporter un regard neuf aux défis de l'entreprise dans un monde en constante mutation à l'image de ses conséquences sociales. Une bonne gouvernance permet de présenter une stratégie claire pour saisir les opportunités et gérer les risques inhérents à ces défis dans l'intérêt de toutes les parties prenantes.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	10/12/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/20	sur 12 mois				
MSCI EMU	150,7	146,8	155,2	128,2	126,7	2,6	↑	-2,9	↓	17,5	↑	18,9	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 067	1 050	1 096	955	932	1,7	↑	-2,6	↓	11,7	↑	14,5	↑
MSCI EMU Small Cap	473,2	462,5	504,3	432,7	414,8	2,3	↑	-6,2	↓	9,4	↑	14,1	↑
MSCI Europe	157,7	153,4	160,1	132,1	130,5	2,8	↑	-1,5	↓	19,4	↑	20,8	↑
France CAC40	6 992	6 766	7 045	5 551	5 550	3,3	↑	-0,8	↓	25,9	↑	26,0	↑
Allemagne DAX30	6 599	6 408	6 789	5 954	5 752	3,0	↑	-2,8	↓	10,8	↑	14,7	↑
Italie MIB	26 722	25 939	27 561	22 289	21 916	3,0	↑	-3,0	↓	19,9	↑	21,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 292	7 122	7 340	6 461	6 600	2,4	↑	-0,7	↓	12,9	↑	10,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 550	8 331	8 572	7 229	7 228	2,6	↑	-0,3	↓	18,3	↑	18,3	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques terminent en hausse cette semaine, rassurés par les données concernant le variant Omicron qui serait plus contagieux mais pas plus dangereux que les précédents... Les marchés chinois ont été soutenus par la décision de la banque centrale de baisser de 50 bp le niveau des réserves obligatoires des grandes banques (à 11,5%), signalant ainsi le début d'un assouplissement monétaire. Toujours sur le front des interventions de la banque centrale, pour la 2ème fois cette année et dans un souci de limiter l'appréciation du Yuan, elle a demandé aux banques chinoises de détenir davantage de devises étrangères (à partir du 15 décembre, le taux de réserve obligatoire en devises sera de 9%, en hausse de 200 bp). Par ailleurs, nous notons que malgré les défauts de paiement des groupes Evergrande et Kaisa (sur des obligations en dollars), le compartiment immobilier chinois progresse de plus de 4% et le secteur de la finance de plus de 1%. A ce titre, soulignons également la déclaration du gouverneur de la banque centrale qui avertit que la faillite d'Evergrande se résoudrait par les mécanismes de marché et que les investisseurs seraient remboursés selon la séniorité de leur créance. Enfin, nouvelle illustration des tensions diplomatiques internationales qui continuent de se diffuser, les gouvernements américain, britannique et australien ont décidé d'un boycott diplomatique des jeux olympiques d'hiver de Pékin, sujet qui risque de tendre les relations en 2022.

Sur le marché américain, après une période de forte volatilité, les nouvelles rassurantes des autorités médicales ont provoqué un rebond de près de 3% sur la semaine. On note toutefois peu de contrastes sectoriels, hors une surperformance sensible de la technologie (+3,8%) et un certain désintérêt pour la consommation de base (+1,5%). Les grandes sociétés technologiques continuent de faire l'actualité: Apple a remporté son appel contre Epic Games et ne sera pas obligé d'ouvrir son AppStore aux moyens de paiement extérieurs dès le mois de décembre. Amazon s'est vu infliger une amende de €1,1 Mds par le régulateur italien pour abus de position dominante au détriment des vendeurs tiers présents sur sa plateforme. Au rang des gloires technologiques déçues, Intel a annoncé l'introduction en bourse en 2022 de sa filiale Mobileye, spécialisée dans les technologies de conduite autonome et évaluée à \$50 Mds. Sans être officiellement reliée, cette cession rebondit néanmoins sur les besoins massifs de capitaux qu'Intel doit déployer pour rebâtir des capacités de production de semi-conducteurs sur le territoire américain. Des revirements stratégiques successifs et une allocation de capital contrainte qui se traduisent par une contreperformance marquée du titre sur la durée (cf notre graphique). Enfin, sur le plan de l'inflation salariale, après les éléments que nous avons évoqués au sujet des revalorisations de salaires importantes chez Deere, nous notons la victoire plus que symbolique des employés de Starbucks (dans l'Etat de New York) qui ont voté en faveur de la création d'un syndicat afin de pouvoir négocier un meilleur contrat de travail. Ce succès est susceptible d'encourager la syndicalisation des employés au sein du groupe ou d'autres entreprises et rebondit sur nos commentaires précédents de changement du rapport de force entre salariés et entreprises, à un moment où les tensions sur le marché du travail sont grandes.



Le Focus de la semaine : Les chaînes d'approvisionnement, au cœur des enjeux stratégiques américains

Dans une interview réalisée avec le Financial Times, Janet Yellen (secrétaire au Trésor américain) a déclaré que la dépendance des États-Unis à l'égard des chaînes d'approvisionnement étrangères constituait un point faible pour l'économie et la sécurité nationale et qu'il fallait y remédier en produisant davantage de biens essentiels dans le pays. Pour y parvenir, les États-Unis sont prêts à travailler avec d'autres pays, alliés et partenaires, afin d'assurer la résilience de la chaîne d'approvisionnement sur une base collective. Suite au décret présidentiel "America's Supply Chains" de février, quatre secteurs critiques ont déjà fait l'objet d'un examen approfondi destiné à identifier les risques d'approvisionnement, de remédier aux vulnérabilités et de développer une stratégie de résilience: il s'agit de la fabrication et du conditionnement avancé de semi-conducteurs, des batteries de grande capacité, des matériaux critiques ainsi que des produits et ingrédients pharmaceutiques. Une seconde phase d'étude vient d'être entamée, portant sur les domaines de la défense, de l'alimentation, de la santé publique et des technologies de communication. Les États-Unis sont clairement engagés dans une politique industrielle volontariste et protectionniste qui constitue l'un des thèmes centraux développés dans nos Perspectives Économiques et Financières.

Jean Dominique Seta

Gérant Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	10/12/21	J-7	10/11/2021	31/12/20	T-12 mois	J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois	J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 712	4 538	4 647	3 756	3 668	3,8 ↑	1,4 ↑	25,5 ↑	28,5 ↑	3,8 ↑	2,9 ↑	35,5 ↑	37,8 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	35 971	34 580	36 080	30 606	29 999	4,0 ↑	-0,3 ↓	17,5 ↑	19,9 ↑	4,0 ↑	1,2 ↑	26,9 ↑	28,7 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 631	15 085	15 623	12 888	12 406	3,6 ↑	0,1 ↑	21,3 ↑	26,0 ↑	3,6 ↑	1,5 ↑	31,0 ↑	35,2 ↑
Japon Nikkei 300	415	411	422	382	371	0,8 ↑	-1,8 ↓	8,5 ↑	11,8 ↑	0,3 ↑	0,1 ↑	6,7 ↑	10,3 ↑
Corée du Sud KOSPI	3 010	2 968	2 930	2 821	2 746	1,4 ↑	2,7 ↑	6,7 ↑	9,6 ↑	1,4 ↑	5,5 ↑	6,8 ↑	8,2 ↑
Chine - Shanghai	3 666	3 607	3 507	3 473	3 373	1,6 ↑	4,5 ↑	5,6 ↑	8,7 ↑	1,5 ↑	7,0 ↑	17,3 ↑	19,9 ↑
Hong Kong Hang Seng	23 996	23 767	24 813	27 231	26 411	1,0 ↑	-3,3 ↓	-11,9 ↓	-9,1 ↓	0,9 ↑	-2,0 ↓	-5,4 ↓	-3,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 239	1 225	1 274	1 291	1 255	1,1 ↑	-2,8 ↓	-4,1 ↓	-1,3 ↓	1,2 ↑	-1,4 ↓	3,6 ↑	5,9 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Certaines certifications et certains acronymes peuvent parfois paraître obscurs... Essayons cette semaine d'y voir plus clair... A commencer par **les normes de certification ISO : de quoi s'agit-il ?**

L'acronyme ISO, en premier lieu, signifie « Organisation Internationale pour la Standardisation ». Il s'agit d'une organisation internationale basée en Suisse dont le rôle est de constituer des référentiels uniformes par sujet. L'organisation a été créée en 1947, après la seconde guerre mondiale, par les délégués de 25 pays, dans l'objectif de réfléchir à l'avenir de la normalisation.

Dans les faits, il s'agit d'un document qui définit un cadre de référence dont la mise en application devrait permettre d'atteindre un niveau de performance élevé sur le sujet en question (production ou service).

A titre d'exemple, il existe :

- Une norme ISO 9001, sur les systèmes de management de la qualité
- Une norme ISO 22000, sur les systèmes de management de l'hygiène alimentaire,
- Une norme ISO 14001, sur les systèmes de management environnemental
- Une norme ISO 45001, sur les systèmes de management de la santé / sécurité au travail
- Une norme ISO 26000, sur la responsabilité sociétale des entreprises
- Etc...

Nos Analystes, à la lecture des rapports annuels et autres documents de référence publiés par les sociétés cotées, doivent être vigilants sur plusieurs points :

- d'une part **le taux de couverture** de ces certifications : la certification ISO peut ne porter que sur un site, une filiale, un morceau de processus opérationnel, il faut donc s'assurer du caractère exhaustif de la certification.
- d'autre part **les réalisations effectives**. En effet, une certification ISO ne présuppose pas d'une bonne performance de l'entreprise, mais d'une organisation correspondant aux critères des standards internationaux.
- Enfin, **une entreprise n'a pas besoin d'avoir une certification ISO pour avoir un système de management de qualité, car la certification ISO est principalement un tampon de validation attribué par un tiers externe, mais ces règles peuvent être utilisées sans pour autant être certifiées.**
- **Dernier point : la date d'obtention** : la certification est généralement valide pour trois ans, il faut donc s'assurer que la certification n'est pas périmée et que les audits de suivi ont bien été effectués.

Malvina Pau

Analyste financier et extra financier



Sylvaine Rodrigues



Suivi Macroéconomique

L'Eco de la semaine

La semaine est restée agitée sur le plan sanitaire avec la poursuite de la diffusion des effets de la 5ème vague de Covid-19 en Europe et les interrogations persistantes sur la virulence du variant Omicron.

« ...les prix demeurent stimulés par une forte demande »

Aux Etats-Unis, la publication des données des prix à la consommation confirme la poussée inflationniste en cours dans le pays, avec une croissance annuelle des prix atteignant 6,8%, une première depuis le début des années 1980. Dans un contexte où le marché de l'emploi reste tendu, les prix demeurent stimulés par une forte demande, et la conjonction de facteurs liés à la réouverture de certains secteurs d'activité, aux problématiques d'approvisionnement et de perturbation des chaînes de production, ainsi qu'aux tensions mondiales sur les prix de l'énergie.

« ...la dégradation du contexte sanitaire pèse sur la confiance... »

En Europe, la dégradation du contexte sanitaire continue de peser sur la confiance des investisseurs en cette fin d'année, à l'image de l'indice ZEW en Allemagne. Du côté des données réelles, malgré un rebond sur le mois d'octobre, l'industrie reste à la peine en Allemagne avec des niveaux de production encore inférieurs de 5% à ceux observés au quatrième trimestre de l'année 2019. Après avoir fait preuve d'une certaine résilience, les commandes à l'industrie marque également le pas depuis leur point haut touché en juillet. Au Royaume-Uni, l'industrie manufacturière stagne et sa production demeure inférieure de 2,3% par rapport au quatrième trimestre 2019. L'industrie britannique fait elle aussi face aux contraintes d'approvisionnement liées à la perturbation des chaînes mondiales, mais aussi aux problématiques liées à la mise en place du Brexit.

« les autorités publiques ont décidé d'intervenir et d'actionner un certain nombre de leviers »

Enfin **en Chine**, dans un contexte où les principaux moteurs de la croissance domestique chinoise se maintiennent en sous-régime depuis plusieurs mois (en lien avec les restrictions réglementaires sur l'endettement excessif du secteur immobilier, les objectifs de réduction de la pollution, les problématiques énergétiques ainsi que le retour des contraintes sanitaires), les autorités publiques et monétaires ont décidé d'intervenir et d'actionner un certain nombre de leurs leviers pour amortir les conséquences de cette conjoncture défavorable. Sur le plan statistique, l'inflation accélère également en Chine, même si elle reste pour le moment limitée au niveau du consommateur, avec une hausse annuelle à 2,3% en septembre. La dynamique des prix à la production est quant à elle nettement plus vigoureuse à 12,9%, affichant toutefois une certaine accalmie relativement au mois précédent.

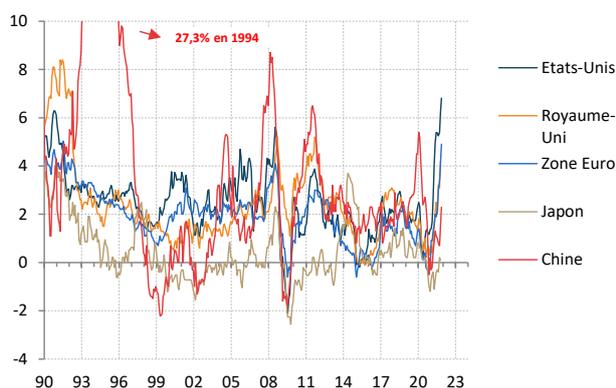
Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Le graphique Macro de la semaine

Indice des Prix à la Consommation (GA en %)



Sources : Eurostat, BEA, ONS, Cabinet Office, Refinitiv

« Aux Etats-Unis, la publication des données des prix à la consommation confirme la poussée inflationniste en cours dans le pays, avec une croissance annuelle des prix atteignant 6,8%, une première depuis le début des années 1980. »

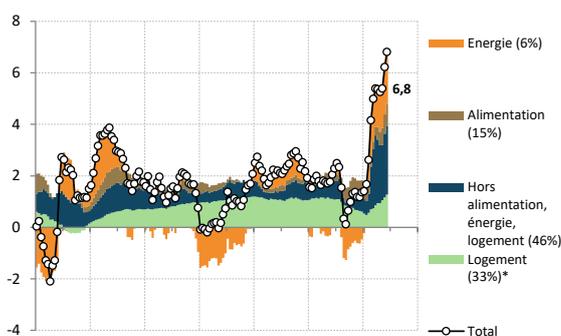
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La hausse des prix se poursuit pour le consommateur américain »

Les pressions inflationnistes aux Etats-Unis se sont encore renforcées en novembre. L'indice des prix à la consommation enregistre une hausse mensuelle de 0,8%, après 0,9% en octobre, qui pousse l'inflation à 6,8% en rythme annuel. La dynamique haussière a notamment été tirée par l'énergie (+3,5% sur le mois) et l'alimentation (+0,7%). L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) progresse également de façon significative (+0,5% en glissement mensuel) et atteint 4,9% en rythme annuel. Certains biens et services, dont les prix ont fortement augmenté ces derniers mois dans le contexte de réouverture et de difficultés d'approvisionnement, ont continué de progresser en novembre : les prix des voitures d'occasion sont en hausse de 2,5% sur le mois, ceux de l'hôtellerie de 3,2% et ceux des billets d'avion de 4,7%. Par ailleurs, la composante logement se renforce mois après mois, reflet de la forte hausse des prix immobiliers

Etats-Unis : Contribution à l'inflation (GA%, NCVS)



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance. Début de la série en 1998

Dernier point nov 21

* Loyer et équivalent loyer des propriétaires (montant payé par les propriétaires s'ils louaient), logements

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	déc.-21	70,4	67,4	96,0	81,5
Inflation	IPC, GA%, NCVS	nov.-21	6,8	6,2	1,8	1,2
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	nov.-21	4,9	4,6	2,2	1,7
Importations	Val, NCVS, GA%	oct.-21	14,4	18,4	-1,7	-6,3
Exportations	Val, NCVS, GA%	oct.-21	24,2	17,1	-1,4	-13,3

* Du 06/12/2021 au 12/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

enregistrée depuis la mi-2020. Si la légère accalmie sur les prix du pétrole pourrait engendrer une modération des tensions liées à l'énergie, **la partie logement (33% de l'indice des prix) devrait continuer à alimenter les pressions haussières dans les prochains mois**, rendant plus persistante une inflation qui avait dans un premier temps été tirée par des éléments spécifiques à la crise sanitaire (hôtels, voitures d'occasion). Dans ce contexte, le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale devrait annoncer lors de sa réunion du 15 décembre une accélération de la normalisation de sa politique quantitative et envisager un resserrement monétaire dès 2022.

Concernant l'emploi, les données JOLTS (ouvertures de poste, embauches, démissions, licenciements) pour le mois d'octobre signalent le **maintien de tensions fortes sur le marché du travail**. Les offres d'emploi progressent de nouveau sur le mois et sont proches du point haut historique de juillet et les licenciements enregistrent une nouvelle baisse. Les démissions, bien qu'en recul sur le mois, restent sur des niveaux très élevés, signe de la facilité à retrouver rapidement un emploi. **Un signal favorable est également à relever du côté du commerce extérieur.** Selon l'estimation finale publiée par le Département du Commerce, **le déficit de la balance des biens s'est nettement réduit en octobre.** Le solde est passé de -111 Mds\$ à -97 Mds\$, sous l'effet d'un bond des exportations (+9,5%). Cette dynamique touche toutes les catégories de biens et suggère un début de décongestion des ports américains. On peut relever une hausse de 17% dans l'alimentation et boisson et +14% dans l'automobile. Les importations enregistrent un léger repli de -0,1%. Cette publication suggère que le commerce extérieur pourrait contribuer positivement à la croissance au quatrième trimestre, pour lequel un rebond est attendu après un troisième trimestre pénalisé par la vague du variant delta.

Sur le plan politique, à l'approche du 15 décembre, date butoir fixée par le Trésor américain pour relever le plafond de la dette, les élus Démocrates et Républicains sont parvenus à un accord pour éviter le défaut de paiement, tout en permettant aux Républicains de rester à distance de cette décision. Le texte voté à la Chambre, puis au Sénat avec le soutien de quelques Républicains, ne relève pas directement le plafond de la dette, mais autorise une procédure inédite par laquelle les Démocrates pourront augmenter le plafond de la dette non pas à la majorité qualifiée des sénateurs (60 voix sur 100) mais à la majorité simple, donc sans le soutien des Républicains. Ce second vote, qui devrait intervenir dans les prochains jours, permettra aux Démocrates de relever le plafond de la dette à un montant spécifique. Une suspension pure et simple du plafond n'est donc pas à l'ordre du jour, comme cela avait été fait entre août 2019 et juillet 2021 (le plafond avait été réinstauré au 1^{er} août 2021 au niveau de la dette constatée à cette date). Ainsi, après le vote la semaine dernière du budget fédéral pour 2022, les incertitudes budgétaires semblent levées à court terme, mais la question du plafond de la dette pourrait rapidement revenir animer les débats au Congrès.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

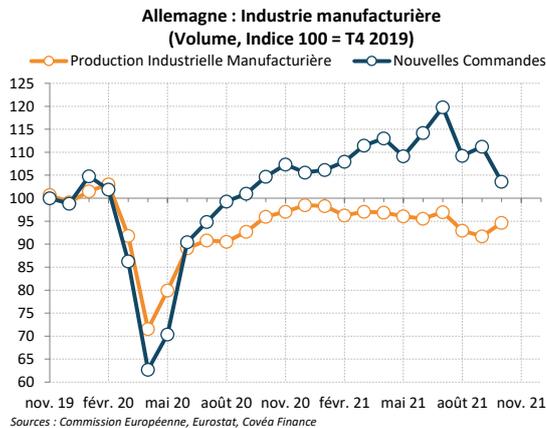


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'activité ne progresse que modérément au Royaume-Uni en octobre »

L'industrie allemande se reprend quelque peu en octobre après deux mois de déclin. Le secteur manufacturier enregistre une hausse de 3,2% relativement au mois précédent, sous l'effet notamment d'une forte progression du secteur automobile (+13% relativement à octobre). Malgré ce léger mieux, la reprise de l'industrie allemande reste très incomplète, avec une production inférieure de 5% au quatrième trimestre 2019. Le secteur automobile reste pour sa part lourdement affecté par les contraintes d'approvisionnement, avec un niveau d'activité inférieur de 30% relativement à son niveau d'avant-crise. La demande adressée à l'industrie allemande, approximée par les nouvelles commandes, demeure mieux orientée, malgré un fort recul au mois d'octobre. Avec un niveau de stock bas (selon l'indicateur de climat des affaires de la Commission Européenne) et une demande qui a relativement bien tenu, le potentiel de rebond de la production allemande demeure, mais reste conditionné à une normalisation des chaînes d'approvisionnement. En Italie et en Espagne, la production se contracte de 0,6% et 0,9% relativement à septembre mais reste supérieure, dans les deux pays, au niveau d'avant-crise.



En Italie et en Espagne, la production se contracte de 0,6% et 0,9% relativement à septembre mais reste supérieure, dans les deux pays, au niveau d'avant-crise.

Les indicateurs de confiance publiés sur la semaine reflètent les incertitudes quant à la dégradation actuelle des conditions sanitaires. En Allemagne, l'indice de climat des affaires ZEW, construit à partir d'une enquête auprès des experts du secteur financier, recule au mois de décembre en raison d'une nette dégradation de la perception de la situation économique actuelle. L'enquête met en avant la dégradation des conditions sanitaires ainsi que la persistance des contraintes d'offre et leurs effets sur la production et les ventes au détail. Les investisseurs apparaissent en particulier pessimistes quant aux perspectives de résultats des entreprises de commerce de détail et de celles orientées vers l'export. L'indice sur les perspectives à six mois reste en revanche relativement stable, sur un niveau décrivant une reprise attendue de l'activité à terme. Enfin, l'indice concernant les attentes sur l'inflation à six mois recule très fortement et atteint un niveau proche de celui des plus bas de 2020. Ce mouvement traduit la décélération attendue des prix, à la faveur de la dissipation des effets temporaires affectant l'inflation allemande (TVA). En France, l'enquête de conjoncture de la Banque de France renvoie une vision un peu plus optimiste des perspectives à court terme. L'enquête note une progression de l'activité en novembre dans l'industrie, les services et, dans une moindre mesure, dans le bâtiment. Au sein des services, l'amélioration de l'activité est

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
AL	ZEW	Indice	déc.-21	29,9	31,7	-13,1	40,6
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-21	-0,6	-0,3	-3,2	-8,2
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	nov.-21	103,8	102,2	97,6	88,7
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-21	-0,6	0,5	0,5	-10,7
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-21	2,0	4,5	-1,2	-11,0
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-21	-0,9	0,4	0,7	-9,5
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	oct.-21	1,4	2,9	3,6	-8,3

*Du 06/12/2021 au 12/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

notable dans l'hébergement et la restauration, ainsi que dans la location d'automobile. En décembre, les entrepreneurs (interrogés entre le 26 novembre et le 3 décembre) estiment que la progression de l'activité devrait se poursuivre, sous réserve toutefois de l'évolution du contexte sanitaire.

Au Royaume-Uni, la reprise de l'activité britannique est très poussive, avec une progression mensuelle de l'indice de la valeur ajoutée de 0,1% en octobre. Comme lors du mois précédent, le secteur de la santé contribue fortement à la croissance de l'économie et se situe désormais à un niveau supérieur de 19% par rapport au quatrième trimestre 2019. Cette augmentation est en partie attribuable à la reprise des campagnes de vaccination ainsi qu'à une hausse des consultations. Une partie des fonds débloqués par le gouvernement pour financer le système de santé (NHS) est en effet conditionnée à des objectifs en termes de consultations « en personne ». Les services exposés aux consommateurs (distribution, restauration ...) s'inscrivent également en progression mais demeurent inférieurs de 5% à leurs niveaux d'avant-crise. Du côté du secteur secondaire, l'industrie manufacturière stagne après le recul du mois précédent et demeure inférieure de 2,3% par rapport au T4 2019. L'industrie britannique fait face aux contraintes d'approvisionnement liées à la perturbation des chaînes mondiales mais aussi aux problématiques liées à la mise en place du Brexit. Enfin, la construction recule de 1,8% par rapport au mois précédent alors que de nombreuses entreprises rapportent des difficultés d'approvisionnement, notamment dans les matériaux bruts (acier, ciment et bois). Du côté du commerce, les flux commerciaux se replient au mois d'octobre avec un recul, en volume, de 2,1% des exportations et de 3,9% des importations relativement au mois précédent. Au niveau sanitaire, le gouvernement a annoncé de nouvelles mesures de restriction face à la flambée de cas de coronavirus en Angleterre : le port du masque sera désormais obligatoire dans les lieux publics, un pass sanitaire sera introduit dans les lieux accueillant beaucoup de personnes (discothèque ou concert) et le télétravail devra être mis en place lorsque cela est possible.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



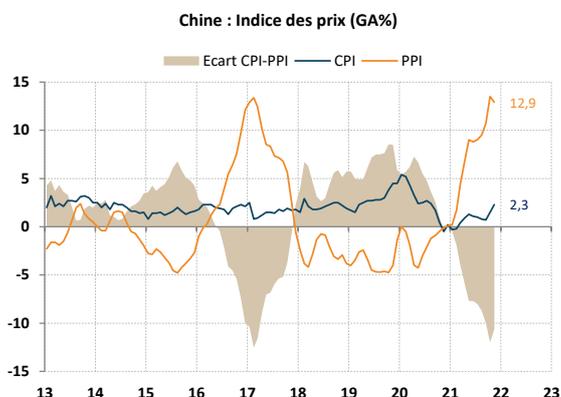
Suivi Macroéconomique

Asie

« Les prix à la production montrent enfin des signes de ralentissement avec l'aide du gouvernement »

En Chine, l'écart entre la dynamique des prix à la production et celle des prix à la consommation se réduit en novembre. En effet, l'inflation des prix à la production (IPP) a ralenti en novembre à 12,9% en glissement annuel, après le point haut de 13,5% atteint en octobre. Cette décélération, largement anticipée, devrait profiter à l'industrie manufacturière

comme l'ont rapporté les indices de climat des affaires PMI pour le mois de novembre. Elle s'explique notamment par la modération des prix du charbon, résultant des interventions de l'Etat pour stabiliser l'offre, et des prix des produits liés aux métaux. Si les pressions inflationnistes restent surtout concentrées en amont des chaînes de production, nous constatons également une légère accélération des prix des produits en aval. Toutefois, la transmission de la dynamique des prix à la production vers les prix à la consommation reste très peu visible. En effet, l'accélération de l'indice des prix à la consommation sur le mois à 2,3% en glissement annuel, contre 1,5% en octobre, trouve plutôt sa source dans les prix alimentaires (et en particulier au niveau des prix du porc) et de l'énergie alors que l'inflation sous-jacente ralentit légèrement (1,2%). Ainsi, l'inflation reste toujours en-deçà de la cible de 3% de la Banque centrale.



Source : Covéa Finance, NBS

Dans ce contexte, les flux de financement chinois se stabilisent en novembre. La croissance des nouveaux prêts bancaires a légèrement ralenti à 11,7% en glissement annuel (contre 11,9% en octobre) en raison de l'affaiblissement de la demande des entreprises,

qui reste affectée par la dégradation de l'activité. Ce ralentissement n'a été que partiellement compensé par les prêts aux ménages (surtout les prêts immobiliers) qui ont bénéficié des récentes orientations politiques en faveur des acheteurs de logements ainsi qu'aux développeurs suffisamment capitalisés. En outre, la croissance des financements agrégés de l'économie (TSF) accélère marginalement à 10,1% en glissement annuel, notamment soutenue par l'émission d'obligations des gouvernements locaux remplissant leurs quotas annuels d'émissions. Dans les prochains mois, les flux de financement devraient également

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
JP	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 21	1,2	7,3	-0,2	-4,5
	Total des flux de crédit	GA%	nov.-21	10,1	10,0	10,7	13,3
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	nov.-21	2,3	1,5	2,9	2,5
CH	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	nov.-21	1,2	1,3	1,6	0,8
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	nov.-21	22,0	27,1	0,5	3,6
	Importations	Vol, NCVS, GA%	nov.-21	31,7	20,6	-2,7	-0,6

*Du 06/12/2021 au 12/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

profiter de l'assouplissement monétaire de début décembre (voir focus macro : les autorités chinoises au soutien de la croissance).

Le commerce extérieur reste un des principaux moteurs de croissance de la Chine au 4ème trimestre 2021. Les exportations ont augmenté de 22% en glissement annuel en novembre, soutenues par une demande mondiale qui reste solide à l'approche des fêtes de fin d'année – le dynamisme a été particulièrement marqué au niveau des ordinateurs portables (26,1%), des jouets (33,5%) et des vêtements (12,8%) – et ce en dépit des contraintes sur les chaînes d'approvisionnement. Toutefois, les importations ont progressé encore davantage (31,7% en glissement annuel), notamment en lien avec la hausse de la demande pour les intrants électroniques ainsi qu'avec la hausse du prix des biens importés, en particulier l'énergie. Ainsi, l'excédent commercial a diminué par rapport à son niveau record d'octobre dernier mais il reste historiquement élevé à 72 Mds\$. Toutefois, une interrogation demeure sur la pérennité de ce dynamisme du commerce extérieur après les fêtes, notamment dans la perspective d'une normalisation de la demande des pays occidentaux en faveur des services. De plus, l'appréciation du Yuan et la hausse des prix de production pourraient contribuer à éroder la compétitivité chinoise.

Au Japon, les dépenses des ménages enregistrent une bonne progression en octobre (+3,4% en glissement mensuel). Si l'évolution reste néanmoins négative en glissement annuel (-0,6%), ce redressement marqué est un signal positif sur la reprise de l'activité permis par la réouverture de l'économie et la modération des contraintes d'offre. Dans le détail, cette bonne dynamique a notamment été tirée par les dépenses en biens durables, qui ont progressé de 32% sur le mois, principalement en lien avec le rebond du secteur automobile. En outre, l'amélioration des conditions sanitaires a nettement profité aux dépenses de services qui gagnent 8% sur le mois, en particulier du fait du redressement des dépenses dans les hôtels, les restaurants et les transports.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Focus Macro : Les autorités chinoises au soutien de la croissance

Les principaux moteurs de la croissance domestique chinoise se maintiennent en sous-régime depuis plusieurs mois en lien avec les restrictions réglementaires sur l'endettement excessif du secteur immobilier, les objectifs de réduction de la pollution, les problématiques énergétiques ainsi que le retour des contraintes sanitaires. Dans ce contexte, les autorités chinoises interviennent pour amortir les conséquences de cette conjoncture défavorable.

D'abord, la Banque populaire de Chine (PBoC) a annoncé le 6 décembre une baisse généralisée du ratio de réserves obligatoires (RRR) de 0,5 point qui entrera en vigueur le 15 décembre. Ainsi, le ratio de réserves obligatoires moyen pondéré de toutes les banques va atteindre 8,4%, contre 8,9% précédemment, ce qui devrait permettre de libérer environ 1,2 trillion de Yuan (188 Mds\$) dont une large partie (environ 900 Mds de Yuan) servira toutefois à payer les créances des banques auprès de la PBoC qui arrivent à maturité le 15 décembre dans le cadre de la Facilité de prêt de moyen terme (MTLF), limitant ainsi l'impulsion monétaire. Une baisse de ratio identique avait déjà été mise en œuvre en juin dernier et des dispositifs ciblés ont également été mis en place dans les derniers mois pour soutenir les investissements verts et les PME.

La PBoC est à nouveau intervenue le 9 décembre pour annoncer une hausse du ratio de réserves obligatoires (RRR) pour les dépôts en devises étrangères à 9% contre 7% auparavant qui entrera également en vigueur le 15 décembre. Une mesure qui semble destinée à limiter l'appréciation du Yuan, qui affiche une progression marquée depuis mai 2020, ce qui pourrait, à terme, éroder la compétitivité prix du pays.

En outre, dans le communiqué de presse de sa réunion du 6 décembre, le Politburo – l'organe décisionnel du parti communiste chinois – met l'accent sur la stabilisation de la croissance. Les responsables politiques se sont engagés à soutenir les moteurs domestiques de la croissance tels que la consommation, les investissements (notamment technologiques) et la production industrielle tout en gérant les risques existants. Concernant le ralentissement du marché immobilier en particulier, ils se sont engagés à la mise en place de mesures pour permettre à l'offre de répondre correctement à la demande « réelle » de logements (en opposition à la demande pour spéculation immobilière).

Enfin, cette semaine riche en annonces politiques s'est conclue par la *Central Economic Working Conference*, une réunion annuelle qui établit le programme national pour l'économie et les secteurs financier et bancaire, dont les annonces renvoient largement aux conclusions du Politburo. **Face aux chocs sur l'offre, la demande et les anticipations, les responsables politiques se sont engagés à la poursuite de l'assouplissement monétaire et budgétaire tout en restant déterminés à atteindre leurs objectifs de réduction des niveaux d'endettement et d'assainissement du secteur immobilier.**



Louis Martin

Economiste Zone Asie



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 24 901 254 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.