

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

27 décembre 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Harmonie*

Covéa Finance apporte son aide et son soutien au Cercle de l'Harmonie. C'est un ensemble musical dont la quête est de faire entendre et partager des œuvres classiques et romantiques dans leur composition originelle. Et l'utilisation d'instruments d'époque sublime ces interprétations telles qu'elles avaient été imaginées dans l'esprit de leurs créateurs.

Au-delà de la saisissante analogie entre le travail d'équipe d'un orchestre aux individualités reconnues et la collégialité inscrite comme principe fondateur de Covéa Finance, bien des qualités du Cercle de l'Harmonie résonnent, humblement, dans notre entreprise.

Authenticité et profondeur. Le Cercle de l'Harmonie se distingue en effet à la fois par son cachet d'authenticité mais aussi par la profondeur de son interprétation. Ce sont 2 qualités, chères à Covéa Finance, à travers l'attention qu'elle porte dans ses travaux d'analyse à œuvrer à partir de données brutes, non remaniées, non raffinées, prises à la source de leurs producteurs. Une condition qui accompagne l'obligation que nous nous donnons de comprendre le monde sous toutes ses facettes. Une compréhension en profondeur que nous confrontons à celle des entreprises que nous accompagnons comme actionnaire ou créancier.

Passeur de culture. Jérémie Rhorer, le chef d'orchestre du Cercle de l'Harmonie, sert la musique sans se servir d'elle. Il travaille sa conduite d'œuvre sans dogmatisme, sans vision monolithique, en passeur de culture. De la même façon, Covéa Finance, sous l'impulsion de sa Présidence, met depuis une vingtaine d'années son organisation au service de ses clients. Une organisation portée par des valeurs dont la transmission se fait au fil du temps auprès des jeunes générations de collaborateurs. Car la Finance n'est pas une fin en soi. Elle sert des besoins d'épargne ; une épargne bien souvent de précaution.

Une vision audacieuse. La passion qui anime le Cercle de l'Harmonie favorise un travail de récréation qui permet de retrouver le génie initial de la conception artistique. Cette audace habite aussi les équipes de Covéa Finance dont le principe de collégialité est une force au service de la réactivité. La lucidité et l'engagement ont rejoint le courage dans la prise de décision. Parfois hors des sentiers battus et loin des consensus partagés, les différents métiers sont soucieux de servir au mieux les intérêts des clients et de mériter leur confiance.

Toutes les équipes de Covéa Finance vous souhaitent d'excellentes fêtes de fin d'année.

* Covéa Finance soutient en 2021 la fondation de Radio France—Fondation Musique et Radio -Institut de France et l'orchestre du Cercle de l'Harmonie.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	24/12/21	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,132	1,148	1,219	-1,4 ↓	-7,1 ↓
€ / £	0,844	0,856	0,900	-1,4 ↓	-6,2 ↓
€ / Yen	129,49	130,75	126,33	-1,0 ↓	2,5 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	76	83	51	-8,3 ↓	47,6 ↑
Indice CRB*	574	570	441	0,6 ↑	30,3 ↑
Prix de l'once d'Or	1 812	1 848	1 883	-2,0 ↓	-3,8 ↓
Prix de la tonne de cuivre	9 568	9 533	7 788	0,4 ↑	22,9 ↑
Indice Baltic Dry**	2 217	2 861	1 366	-22,5 ↓	62,3 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 895	4 536	1 001	7,9 ↑	389,0 ↑

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 :

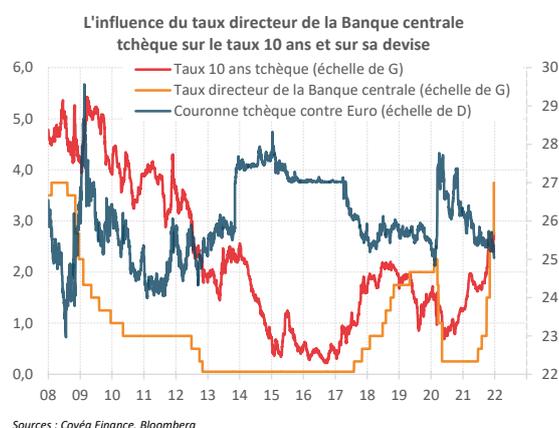
La faiblesse des volumes traités et l'arrêt des achats de la BCE sur le marché obligataire, ainsi que les pressions inflationnistes mondiales (hausse du prix du gaz), ont poussé les taux d'intérêt européens à la hausse. Cette hausse a également été renforcée par les informations rassurantes quant au variant Omicron, qui malgré une vitesse de propagation très rapide serait moins mortel. Le 10 ans français est ainsi revenu vers 0,12% en fin de semaine. Les taux italiens se sont également tendus, et de façon plus importante que le reste de la Zone Euro avec un taux 10 ans autour de 1,11% en fin de semaine, en raison des rumeurs persistantes sur le fait que Mario Draghi puisse se présenter à la présidence de la République italienne et ainsi laisser son poste de premier ministre. Les liquidités sur le marché monétaire sont très importantes pour le passage de fin d'année et exercent une forte pression baissière sur les taux courts. Ainsi les Bons du Trésor Français de maturité 5 janvier 2022 s'échangent en dessous de -1% depuis plusieurs semaines, tandis qu'aux Etats-Unis, les montants des opérations de prise en pension au jour le jour menées par la Réserve Fédérale atteignent des sommets, jusqu'à 1758Mds\$ en fin de semaine. Le marché du crédit, s'est, quant à lui, plutôt apprécié mais sur des volumes extrêmement faibles.

Le Focus de la semaine : De nouvelles restrictions monétaires en République Tchèque face à l'inflation

L'hebdomadaire pragois Respekt, en novembre, faisait sa une avec un bonhomme de neige habillé en ramoneur qui s'apprêtait à nettoyer le conduit d'une vieille cheminée, avec juste au-dessus, ces trois grandes questions : "Jusqu'où s'envoleront les factures d'électricité et de gaz ? Comment l'État va-t-il aider ? Et une énergie plus propre doit elle aussi être plus chère ?"

Comme nous l'indiquions lors de nos dernières Perspectives Economiques et Financières, l'inflation pourrait perdurer dans le monde. Les tensions sur les matières premières et la désorganisation des chaînes de production mondiales, ainsi que les impacts de la transition énergétique, continuent à produire leurs effets et contribuent à des tensions persistantes sur les prix. Les banques centrales sont en ordre dispersé dans la normalisation de leur politique monétaire. La banque nationale Tchèque (CNB) a d'ores et déjà acté que les pressions inflationnistes n'étaient pas temporaires et a ainsi démarré son cycle de hausse de taux en juin. Lors de sa dernière réunion en décembre, elle a accentué son action en relevant ses taux de 100 points de base (pb) supplémentaires à 3,75%. Il est fort probable que lors de la prochaine réunion de février, les taux soient de nouveau relevés.

Pour freiner l'inflation, la CNB a, depuis fin juin, remonté ses taux de 350 pb et a déjà dépassé le niveau d'avant-crise de 2,25%. Cela classe la CNB parmi les banques centrales les plus restrictives dans le monde. Le pays n'avait pas connu des taux aussi élevés depuis 2008. Ceci s'explique par l'accélération de l'inflation enregistrée ces derniers mois : 5,8% (en glissement annuel) en octobre et à 6,0 % (en ga) en novembre, bien loin de l'objectif de 2% de la CNB. Cette tendance devrait continuer en 2022 selon Jiri Rusnok, le gouverneur de la banque nationale tchèque et ce malgré la suspension temporaire de la TVA sur l'énergie décidée en 2021. Le marché du travail est sous pression avec le salaire moyen qui augmente de 5,7% en glissement annuel contre la prévision de la CNB qui attendait +4,7%. Il existe aussi des pressions sur les prix venant de la demande domestique dynamisée par le stimulus budgétaire. L'inflation devrait rester importante l'année prochaine et pourrait facilement culminer bien au-dessus de 7 %. Le gouverneur de la banque nationale, a déclaré lors de sa conférence de presse que les risques sont significativement inflationnistes ce qui justifiait l'accélération du resserrement monétaire, ainsi les taux directeurs pourraient dépasser les 4% dans les prochains mois. La couronne tchèque a bien réagi en s'appréciant contre l'euro et le dollar ce qui devrait permettre de réduire les risques d'inflation importée.



Xavier Chapon

Responsable du pôle gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	24/12/21	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		
BCE - Taux Repo	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		
Banque d'Angleterre	0,25	0,25	0,10	0,10	0,10	0,00	0,15	0,15	0,15		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	1,49	1,40	1,55	0,91	0,92	9	-6	58	57	80	41
Allemagne	-0,25	-0,38	-0,25	-0,57	-0,55	13	0	32	30	44	36
France	0,12	-0,03	0,11	-0,34	-0,31	15	1	46	43	82	73
Italie	1,11	0,90	0,94	0,54	0,59	22	18	57	53	123	82
Royaume-Uni	0,93	0,76	0,93	0,20	0,26	17	0	73	67	28	17
Japon	0,07	0,05	0,06	0,02	0,02	2	0	5	5	13	61
Crédit											
Indice Itraxx Main	47,5	50,7	48,9	47,9	48,4	-3,2	-1,4	-0,4	-0,8		
Indice Itraxx Crossover	241,1	253,7	248,0	242,5	243,6	-12,6	-6,9	-1,4	-2,5		

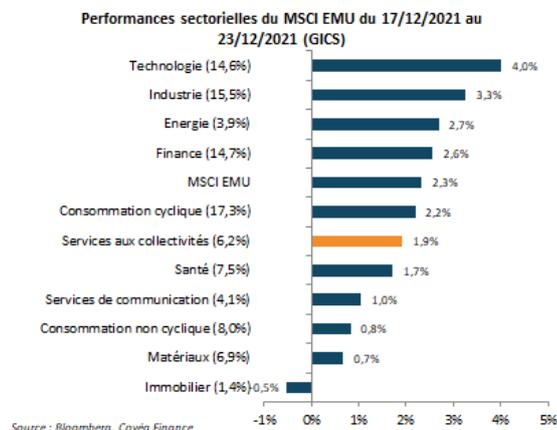
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice MSCI EMU enregistre une hausse de 2,3% sur la semaine écoulée sur fond d'apaisement de la crainte liée au variant Omicron, indifférent aux pressions haussières sur les taux d'intérêt en réponse à des rythmes d'inflation soutenus dans de nombreux pays. Le secteur de la Technologie (+4,0%) arrive en tête du classement et conforte son avance depuis le début de l'année, tiré par la sphère des semi-conducteurs (ASML +6,7%). L'Industrie (+3,3%) bénéficie du rebond des valeurs exposées à la réouverture (Airbus +7,4%, Safran +5,7%, Lufthansa +5,4%). La hausse concomitante du cours du pétrole et du gaz porte le secteur de l'Energie (+2,7%) alors que la remontée des taux souverains profite au secteur de la Finance (+2,6%). A noter que ces quatre secteurs sont également ceux qui surperforment l'indice depuis le début de l'année. Dans le bas du classement, on retrouve l'Immobilier (-0,5%) qui recule compte tenu de sa corrélation négative avec les taux, suivi du secteur des Matériaux (+0,7%) puis les secteurs défensifs tels que la Consommation non cyclique (+0,8%), les Services de communication (+1,0%) et le secteur de la Santé (+1,7%).



Le Focus de la semaine : De la valeur dans les infrastructures de communication ?

Dans le cadre des travaux réalisés à l'été 2020 pour nos Perspectives Economiques et Financières, nous avons mis en avant la nécessité pour les Etats de repenser la nature des investissements en infrastructures. Nous avons conclu que les priorités avaient changé et mis en avant la nécessité d'avoir des réseaux de télécommunications performants et sécurisés, à l'heure où les consommations de données, mobiles ou filaires, s'amplifiaient fortement. Des réseaux que les opérateurs de téléphonie n'arrivent pourtant pas à mettre en valeur, depuis une décennie, auprès des investisseurs. Car ces derniers ne considèrent pas qu'il s'agit d'un avantage compétitif, mais plutôt d'une nécessité dans un environnement commercial très concurrentiel.

Les dernières semaines de l'année ont pourtant marqué un changement notable d'appréciation : un certain nombre de marques d'intérêts d'investisseurs - financiers ou industriels - pour ces actifs s'est matérialisé, rappelant que l'accélération des dépenses d'investissements pour la fibre ou la 5G pourrait finalement redonner une valeur à ces infrastructures. Ainsi, Telecom Italia a fait l'objet d'une offre de rachat (non contraignante) de la part du fonds de capital investissement KKR pour près de 11 milliards d'EUR, soit une prime de plus de 45% par rapport au cours du titre au moment de l'annonce...mais un niveau équivalent à celui du début de l'année 2020. Une opération qui fait suite à plusieurs autres mouvements réalisés cette année comme le retrait de la côte d'Iliad en France ou la montée au capital de British Telecom de M. Drahi (propriétaire d'Altice).

Les motivations sous-tendant certaines de ces opérations sont intéressantes au regard de notre analyse : KKR proposerait ainsi d'acheter Telecom Italia pour séparer les infrastructures réseaux de la partie commerciale et gérer ce dernier sur le modèle d'un actif régulé traditionnel, comme peuvent l'être les réseaux gaziers (Snam) ou électriques (Terna) ! C'est une manière de s'affranchir de la pression concurrentielle qui pèse sur les investissements réseaux : en séparant opérateurs réseaux et sociétés commerciales, ceux-ci peuvent se concentrer sur la partie commerciale alors que les premiers sont incités à investir plus massivement dans des réseaux. En revanche, cela soulève la question de la souveraineté de l'Italie dont un actif stratégique serait détenu par une société étrangère. Nous ne manquerons donc pas de suivre la réaction de l'Etat italien (second actionnaire de Telecom Italia) qui ne s'est pas encore exprimé de manière définitive.

Julien Chevalier

Responsable équipe Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	23/12/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/20	sur 12 mois				
MSCI EMU	152,8	149,3	155,2	128,2	127,6	2,3	↑	-1,6	↓	19,2	↑	19,7	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 081	1 060	1 096	955	949	2,0	↑	-1,4	↓	13,1	↑	13,9	↑
MSCI EMU Small Cap	477,7	467,4	504,3	432,7	426,9	2,2	↑	-5,3	↓	10,4	↑	11,9	↑
MSCI Europe	160,2	157,2	160,1	132,1	131,0	1,9	↑	0,1	↑	21,3	↑	22,3	↑
France CAC40	7 106	6 927	7 045	5 551	5 528	2,6	↑	0,9	↑	28,0	↑	28,6	↑
Allemagne DAX30	6 655	6 560	6 789	5 954	5 878	1,4	↑	-2,0	↓	11,8	↑	13,2	↑
Italie MIB	27 016	26 611	27 561	22 289	22 130	1,5	↑	-2,0	↓	21,2	↑	22,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 373	7 270	7 340	6 461	6 496	1,4	↑	0,5	↑	14,1	↑	13,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 730	8 562	8 572	7 229	7 192	2,0	↑	1,8	↑	20,8	↑	21,4	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

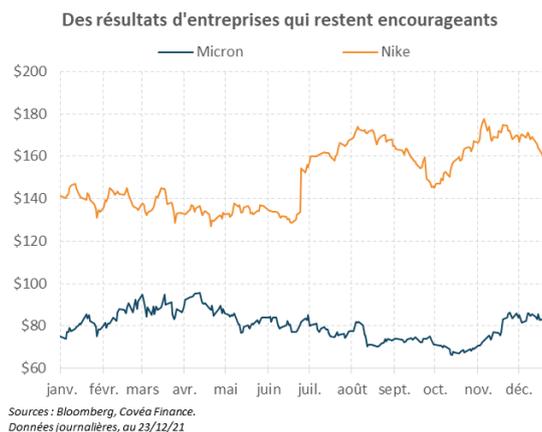
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les performances sont contrastées, même si une majorité des places asiatiques évoluent à la hausse sur la semaine. L'Australie affiche la meilleure performance, et ce malgré la volonté confirmée par la banque centrale de mettre un terme à ses programmes de rachat d'actifs d'ici mai prochain. Taiwan affiche également une hausse, tirée par les valeurs technologiques (notamment le fabricant de puces Mediatek). A l'inverse, l'Indonésie affiche la moins bonne performance sur la semaine, la publication d'une inflation forte amenant les investisseurs à anticiper un resserrement monétaire. La Thaïlande baisse également, toujours très impactée par la propagation du virus. On notera par ailleurs que la banque centrale thaïlandaise a revu ses perspectives de croissance à la baisse. La Chine et le Japon tournent autour de l'équilibre, et ce malgré l'annonce d'un confinement de près de 12 millions de personnes en Chine, à Xi'an, pour endiguer la propagation des contaminations au variant Omicron.

Aux Etats Unis, les nouvelles rassurantes des autorités médicales concernant le variant Omicron et l'approbation par la FDA du nouveau médicament de Pfizer, le Paxlovid, ont permis au marché de se rapprocher des records historiques. Les secteurs de la technologie et des services de communication affichent les plus fortes progressions, notamment soutenus par les géants du numérique, malgré un environnement réglementaire qui reste peu favorable. En effet, la pression reste forte sur Amazon, puisque sous l'impulsion de Lina Khan, nouvelle directrice de la FTC (« Federal Trade Commission »), les enquêteurs multiplient les contacts auprès des clients d'Amazon Web Services (AWS) afin d'identifier les risques de concurrence déloyale. Parallèlement, Meta, propriétaire de Facebook, a fait appel de la décision de la Grande-Bretagne l'obligeant à vendre la plateforme d'images animées Giphy. La semaine a également été animée par des publications de résultats qui sont restées encourageantes, à l'image de Micron dans les semi-conducteurs ou de Nike qui dépassent nettement les attentes et prévoient une amélioration des problèmes d'approvisionnement en 2022.



Le Focus de la semaine : La Chine avance à marche forcée pour réduire ses dépendances

La détérioration des relations entre la Chine et l'Australie pousse le gouvernement chinois à chercher à réduire sa dépendance envers l'Australie. Les premières mesures prises sur le secteur viticole et l'industrie du lait étaient relativement simples et immédiates en raison de l'existence des solutions alternatives. Ce n'est pas le cas pour le minerai de fer, matière première essentielle à la production d'acier, dont la Chine est le principal producteur mondial. Alors que la Chine ne dispose que de peu de réserves de minerai de fer (et d'une qualité médiocre), ses besoins d'importations représentent 73% des échanges mondiaux en 2020. En conséquence, elle s'appuie sur l'Australie (66 % du total de ses importations en minerai de fer), le Brésil (21%), l'Afrique du sud, l'Ukraine, l'Inde et le Canada viennent ensuite (chacun pour moins de 3%). Dans le but de réduire cette dépendance, le ministère chinois de l'Industrie et des Technologies de l'information (MIIT) a publié pour la première fois dans son volet consacré aux métaux, les détails d'un plan quinquennal à 3 piliers visant à réduire les importations de minerai de fer et fixe un objectif d'autosuffisance à 45% en 2025. Les trois axes sont les suivants:

- Augmenter la production nationale de minerai de fer de 100 millions de tonnes par an à 370 millions d'ici la fin 2025 par l'augmentation de la production dans les 25 mines existantes et le développement de 28 nouveaux projets.
- Investir dans les mines étrangères : les mines à participation majoritaire chinoise devraient représenter plus de 20% du minerai de fer importé d'ici 2025 (8% actuellement).
- Développer la filière du recyclage des métaux avec une capacité à 340 m de tonnes en 2025 (contre 230 en 2020).

De nouveau, ces décisions marquent la volonté de la Chine de recentrer son économie sur ses besoins internes et d'augmenter son autonomie. Ces orientations sont un vrai défi pour l'Australie qui avait fait de la Chine l'un de ses principaux débouchés.

Eam Soun Chhoa

Gérant Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	24/12/21	J-7	10/11/2021	31/12/20	T-12 mois	en devise locale				en €			
						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	4 726	4 621	4 647	3 756	3 703	2,3 ↑	1,7 ↑	25,8 ↑	27,6 ↑	2,4 ↑	3,9 ↑	36,4 ↑	37,5 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	35 951	35 365	36 080	30 606	30 200	1,7 ↑	-0,4 ↓	17,5 ↑	19,0 ↑	1,8 ↑	1,8 ↑	27,4 ↑	28,3 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 653	15 170	15 623	12 888	12 805	3,2 ↑	0,2 ↑	21,5 ↑	22,2 ↑	3,3 ↑	2,3 ↑	31,7 ↑	31,7 ↑
Japon Nikkei 300	418	418	422	382	372	0,1 ↑	-1,0 ↓	9,4 ↑	12,4 ↑	-0,8 ↓	0,1 ↑	6,9 ↑	9,7 ↑
Corée du Sud KOSPI	3 012	3 018	2 930	2 821	2 807	-0,2 ↓	2,8 ↑	6,8 ↑	7,3 ↑	-0,3 ↓	4,7 ↑	5,9 ↑	7,4 ↑
Chine - Shanghai	3 618	3 632	3 507	3 473	3 363	-0,4 ↓	3,2 ↑	4,2 ↑	7,6 ↑	-0,6 ↓	5,4 ↑	15,7 ↑	18,8 ↑
Hong Kong Hang Seng	23 224	23 193	24 813	27 231	26 387	0,1 ↑	-6,4 ↓	-14,7 ↓	-12,0 ↓	-0,5 ↓	-5,2 ↓	-8,5 ↓	-5,8 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 221	1 216	1 274	1 291	1 254	0,3 ↑	-4,2 ↓	-5,5 ↓	-2,6 ↓	0,5 ↑	-2,2 ↓	2,5 ↑	4,9 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Dans une de ses dernières lettres, Vernimmen nous rappelle la « **nécessaire distinction entre revenus récurrents et non récurrents** ». Pour rappel, **cette distinction participe de l'analyse de la croissance organique, ou croissance interne c'est-à-dire la progression qui correspond au développement de l'entreprise grâce à ses ressources internes** (compétences, ressources financières ...). La croissance interne se distingue de la croissance externe, qui, elle, correspond au surplus de progression lié à l'acquisition de structures existantes.

Il y a trois façons de catégoriser **les revenus organiques** d'une entreprise :

- **Les revenus récurrents** : dans ce cas les revenus sont prévisibles car les clients paient un montant constant chaque mois, trimestre ou année.
- **Les revenus irréguliers** : ce sont des revenus sporadiques de la vente d'un produit ou d'un service qu'on peut difficilement prévoir.
- **Les revenus non-récurrents** : c'est un type de revenus qui est prévu pour ne se produire qu'une seule fois.

La croissance externe, de son côté, se distingue entre :

- **Les acquis de croissance liés à l'entité achetée**
- **Les synergies liées à la fusion / addition entre entités existantes et entités ajoutées** : il s'agit de revenus supplémentaires, qui peuvent être directement attribués à l'acquisition (par exemple le gain de nouveaux clients ou la vente de produits ou services complémentaires à l'offre initiale de la société acheteuse).

En année N+1 (sauf mention de la société sur des synergies s'étalant sur plusieurs exercices) la croissance externe intègre le calcul de la croissance interne.

Pour analyser la croissance des ventes d'une entreprise, il faut bien sûr tenir compte des effets change traités dans notre Suivi des Perspectives Economiques et Financières du 22 novembre dernier.

Les effets volume et les effets prix, quand ils sont fournis par les sociétés, sont autant d'outils précieux pour la compréhension de la construction du chiffre d'affaires.

Nos analystes sont toutefois vigilants aux différentes façons qu'ont les sociétés de faire ces calculs. Les méthodes peuvent en effet diverger, et rendre les comparaisons peu pertinentes ! Ces détails entrent dans le cadre de leurs échanges avec les dirigeants des sociétés, mais passent également par une lecture fine de leur documentation financière !

A titre d'illustration, le groupe Unilever, dans son rapport annuel 2020 (page 43), précise que « La croissance du chiffre d'affaires est faite de composantes de croissance individuelles distinctes, à savoir les ventes sous-jacentes, l'impact des devises, les acquisitions et les cessions. La croissance du chiffre d'affaires est calculée en *multipliant* ces éléments individuels sur une base composée car il y a un impact de change sur chacun des autres éléments. Ainsi, la croissance du chiffre d'affaires est plus que la somme des composants individuels. »

Sylvaine Rodrigues

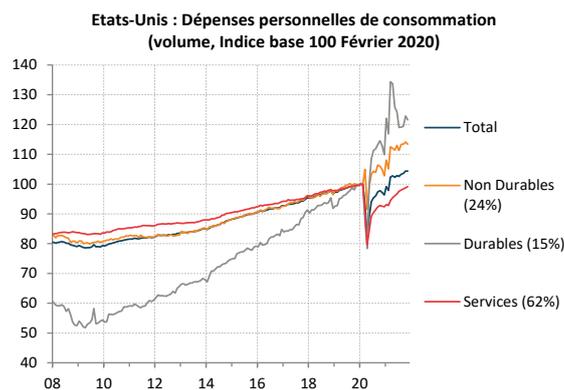


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La montée des prix rogne les dépenses de consommation réelles des ménages »

Après les ventes au détail la semaine dernière, **la publication des dépenses de consommation de novembre confirme l'impact de la montée des prix sur le dynamisme des dépenses des ménages**. Si la consommation en valeur a progressé de 0,6% sur le mois, les données en volume font part d'une stagnation du niveau des dépenses. Les prix des dépenses personnelles de consommation ont en effet progressé de 0,6% sur le mois, faisant passer leur croissance annuelle à 5,7%, contre 5,1% en octobre. Les dépenses en biens durables, très dynamiques depuis l'été 2020, ainsi que celles en biens non durables enregistrent un repli en volume (respectivement -1% et -0,6% en glissement mensuel). Les dépenses en services poursuivent par contre leur rattrapage (+0,5%). Ces dernières ont presque retrouvé leur niveau d'avant crise, tandis que celles en biens durables et non durables sont d'ores et déjà respectivement 21% et 13% au-dessus du niveau de février 2020. Le revenu disponible en volume recule légèrement sur le mois, ce qui conduit à une baisse du taux d'épargne à 6,9% du revenu disponible, contre 7,1% en octobre.



Toujours du côté des ménages, l'indicateur de confiance du consommateur du Conference board s'est redressé en décembre (115,8 contre 111,9 en novembre), sous l'effet d'une hausse de l'optimisme quant à la situation future. L'appréciation de l'emploi signale toujours un marché du travail tendu, avec des postes disponibles très abondants. Il faut néanmoins préciser que ces données d'enquête ont été collectées avant le 16 décembre et ne prennent donc pas entièrement en compte l'impact de la propagation du variant Omicron sur le moral des ménages. Une détérioration est probablement à attendre lors de la prochaine publication.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables sont restées solides en novembre, affichant une hausse mensuelle de 2,5% tirée par les équipements de transport. La composante aviation enregistre en effet un rebond mensuel de 24%, tandis que les véhicules progressent de 1%, après 6% en octobre.

Le marché immobilier affiche un regain de vitalité en cette fin d'année. Les ventes de logements anciens ont enregistré un 3^{ème} mois consécutif de hausse en novembre (+1,9% en glissement mensuel) et marquent un net rebond après un début d'année en demi-teinte. Cette dynamique concerne à la fois les maisons individuelles et les appartements. Du côté des prix, la tendance reste haussière avec un prix moyen en progression de 8,6% en rythme annuel, une dynamique qui devrait contribuer à alimenter les pressions inflationnistes en ce début d'année 2022.

Sur le plan réglementaire, le président Biden a prolongé de 90 jours le moratoire sur les prêts étudiants fédéraux (près de 90% de la dette étudiante) dont le remboursement, ainsi que le paiement des intérêts sont mis en pause depuis le 13 mars 2020, au début de la pandémie. Ce moratoire, déjà renouvelé à de multiples reprises, devait se terminer fin janvier et est donc finalement prolongé jusqu'au 1^{er} mai 2022. La Maison Blanche justifie cette action par la dernière poussée des infections de Covid-19 liée au variant Omicron et les impacts persistants de la pandémie.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	nov.-21	744	662	683	828
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	nov.-21	6460	6340	5327	5658
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	déc.-21	115,8	111,9	128,3	101,0
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	déc.-21	70,6	67,4	96,0	81,5
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	nov.-21	7,4	6,7	2,2	-3,8
PIB	Vol, CVS, GA%	T3 21	4,9	12,2	2,3	-3,4

*Du 20/12/2021 au 26/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Focus Macro Etats-Unis : De la boucle à la spirale ?

Alors que la persistance des pressions inflationnistes conduit la Réserve fédérale à accélérer la normalisation de sa politique monétaire, **les signaux d'un ajustement des salaires à la hausse des prix semblent se renforcer**. Après John Deere le mois dernier, c'est au tour du géant de l'alimentaire Kellogg d'accéder aux revendications des syndicats et d'accorder des hausses de salaires exceptionnelles en cette fin d'année, ainsi qu'un ajustement tous les trois mois au coût de la vie (accords COLA, *Cost of Living Adjustments*).

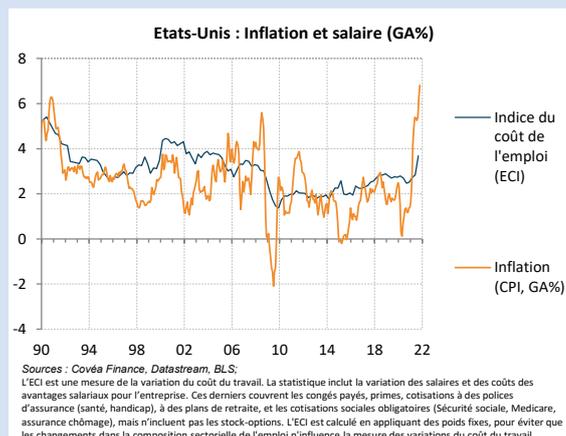
Ces accords négociés par les syndicats ouvriers mettent ainsi en œuvre des mécanismes d'indexation des rémunérations sur l'inflation, ce qui pourrait fait resurgir les inquiétudes quant à la formation d'une spirale prix-salaires. On peut tempérer l'impact de ces accords par le fait que les travailleurs syndiqués sont aujourd'hui beaucoup moins nombreux que dans les années 1970 et 1980 (6,3% des travailleurs du secteur privé en 2020, contre 17% en 1983, début de la série statistique).

Mais dans le contexte actuel de demande forte et de manque de main d'œuvre, **le pouvoir de négociation des travailleurs s'est renforcé, ce qui pourrait conduire un nombre croissant d'entreprises à signer des accords prévoyant un ajustement des salaires au coût de la vie.**

Jusqu'à présent, les travailleurs non syndiqués ont vu leurs salaires augmenter plus rapidement que les travailleurs syndiqués, dont les augmentations de salaire sont généralement fixées par des contrats pluriannuels (+4,7% et + 3,5% respectivement en rythme annuel au 3^{ème} trimestre 2021). Mais les négociations qui s'ouvriront dans les prochains mois ne manqueront pas de rattraper ce retard et une généralisation d'accords prévoyant une indexation des salaires sur l'inflation constituerait un réel danger pour la stabilité des prix. L'enclenchement d'une spirale prix-salaire

conduirait la Fed à resserrer drastiquement sa politique monétaire, au risque de casser la dynamique de croissance dans une séquence rappelant le début des années 1980. Nous n'en sommes pas là, mais les multiples annonces de hausses de rémunération invitent à la vigilance. En attestent les augmentations de salaires minimum qui se déploieront en 2022 dans 26 Etats (Floride, Illinois, Arizona...), dont 22 au 1^{er} janvier. Ces hausses s'inscrivent en général dans un plan pluriannuel de revalorisation du salaire minimum, après des années de stagnation. Certains Etats (Floride, Montana, Ohio, Dakota du Sud) intègrent l'inflation dans le calcul de la revalorisation, ce qui pourrait conduire à des hausses significatives. La Floride a d'ores et déjà procédé à une augmentation de 16% du salaire minimum au 30 septembre 2021 (passage de 8,56\$ à 10\$/heure, mesure votée en novembre 2020), après une hausse de 1,2% au 1^{er} janvier 2021.

Par ailleurs, **le Département du Travail a annoncé fin novembre que les entrepreneurs bénéficiant de contrat avec le gouvernement fédéral américain seront payés à un salaire minimum de 15\$ de l'heure à compter du 30 janvier 2022, contre 10,95\$ actuellement. L'augmentation des contractants fédéraux, atteindra ainsi près de 37%.** Cette règle, qui touchera notamment les concierges, les agents de sécurité ou encore les travailleurs des services de garde d'enfants, vient mettre en œuvre un décret signé par la Président Biden en avril 2021, qui concrétisait une promesse de campagne. La mesure s'appliquera à tous les contrats après le 30 janvier, qu'il s'agisse de nouveaux contrats ou bien de prolongation. Le département du travail américain estime que sur les 1,8 millions de contractants fédéraux, 327 000 seront affectés par ce nouveau salaire minimum, qui par ailleurs sera indexé sur l'inflation. Si le nombre de personnes concernées reste limité au regard des 148 millions d'emplois aux Etats-Unis, le signal envoyé à la fois par l'augmentation et par l'indexation de ce salaire minimum ne manque pas d'interpeler. Les conditions actuelles en termes de progression salariale et de pressions inflationnistes ne sont en effet plus celles de la campagne présidentielle de novembre 2020. Cette mesure, initiée dans l'objectif d'atténuer les inégalités, pourrait au final contribuer à alimenter les pressions inflationnistes, dont les premières victimes seront les ménages les plus fragiles.



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



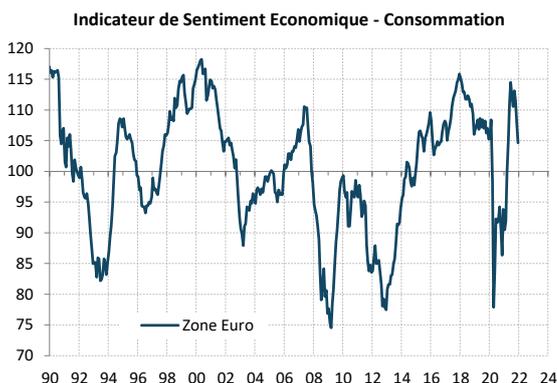
Suivi Macroéconomique

Europe

« La confiance des consommateurs recule pour la période stratégique des fêtes de fin d'année »

En Zone euro, la dégradation sanitaire et la hausse des prix continuent de se répercuter sur la confiance des consommateurs en décembre. En effet, les résultats préliminaires de l'enquête de la Commission Européenne rapportent un nouveau déclin de la confiance des consommateurs avec un indice qui atteint -8,3 pts en décembre (une baisse 1,5 pt par rapport à novembre). Ainsi, la confiance des consommateurs reste légèrement supérieure à sa moyenne de long terme mais est désormais bien en-dessous de son niveau d'avant crise. Ce recul de la confiance fait écho à la détérioration marquée des conditions sanitaires qu'illustre la hausse astronomique du nombre de nouveaux cas de contaminations au Covid-19 proche des records de l'hiver dernier (et même au-delà en Espagne et en Allemagne), d'autant qu'une part croissante de ces nouvelles contaminations concerne le nouveau variant Omicron. Cette dégradation a néanmoins été nuancée la semaine passée par des annonces positives sur l'efficacité des vaccins face au nouveau variant et sur l'arrivée de nouveaux traitements. En outre, la confiance des ménages souffre de la progression rapide des prix, notamment en lien avec les pénuries d'énergie et les fortes tensions qu'elles causent sur le marché de l'électricité. La semaine dernière a en effet été marquée par une nouvelle flambée des prix du gaz résultant notamment de l'arrêt du débit d'un gazoduc transportant du gaz russe vers l'Allemagne, alors que la demande progresse fortement en Europe (notamment en lien avec une vague de froid) et que plusieurs centrales nucléaires françaises restent indisponibles.

Le bras de fer politique au sujet de l'État de droit se poursuit entre la Commission européenne et la Pologne. Pour rappel, une première procédure d'infraction au sujet de l'indépendance des juges polonais avait été engagée par la Commission Européenne en avril 2019. Suite à l'inaction de la Pologne, la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) avait été saisie et avait condamné le pays le 29 octobre 2021 à une astreinte journalière d'un million d'euro tant que le droit européen ne serait pas respecté. En parallèle, une autre procédure d'infraction avait été lancée en avril 2020 au sujet d'une nouvelle loi sur le système judiciaire et avait également conduit à la saisie de la CJUE. Pour le moment, la Commission est en train d'analyser la réponse des autorités polonaises. Suite à ces deux procédures judiciaires, le Tribunal constitutionnel polonais avait contesté la primauté du droit de l'Union européenne, considérant que les traités européens étaient incompatibles avec la constitution polonaise. Suite à ces déclarations, la Commission européenne a lancé une nouvelle procédure d'infraction le 22 décembre dernier, laissant à la Pologne un délai de deux mois pour répondre à la lettre de mise en demeure. En cas d'inaction de la Pologne, la Commission pourrait, une nouvelle fois, saisir la Cour de Justice de l'UE.



Sources : Commission Européenne, Covéa Finance
100 = Moyenne de long terme (1990-2018)

Dernier point : déc 21

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
RU	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 21	6,8	24,2	1,7

*Du 20/12/2021 au 26/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

judiciaire et avait également conduit à la saisie de la CJUE. Pour le moment, la Commission est en train d'analyser la réponse des autorités polonaises. Suite à ces deux procédures judiciaires, le Tribunal constitutionnel polonais avait contesté la primauté du droit de l'Union européenne, considérant que les traités européens étaient incompatibles avec la constitution polonaise. Suite à ces déclarations, la Commission européenne a lancé une nouvelle procédure d'infraction le 22 décembre dernier, laissant à la Pologne un délai de deux mois pour répondre à la lettre de mise en demeure. En cas d'inaction de la Pologne, la Commission pourrait, une nouvelle fois, saisir la Cour de Justice de l'UE.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



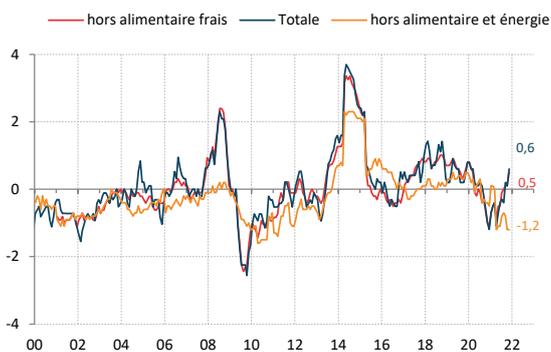
Suivi Macroéconomique

Asie

« Hors énergie, la dynamique des prix reste déprimée au Japon »

L'inflation progresse au Japon, tirée par les prix de l'énergie. La croissance de l'indice des prix à la consommation atteint ainsi 0,6% en glissement annuel en novembre après 0,1% en octobre. Cette progression est principalement liée à l'accélération des prix de l'énergie à 15,6% (après 11,3% le mois précédent) et, dans une moindre mesure, des produits alimentaires à 1,1% (contre 0,7% en octobre). Toutefois, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) se maintient en territoire négatif à -1,2% et devrait le rester début 2022, en lien avec la reprise du programme de subvention du tourisme et des mesures de réduction des prix des forfaits des téléphones mobiles. Dans ce contexte, la Banque du Japon s'était engagée il y a deux semaines à la poursuite d'une politique largement accommodante, contrairement aux orientations prises par les autres grandes banques centrales des économies développées, considérant que le risque inflationniste restait minime.

Japon : Indice des Prix à la Consommation (GA%)



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
JP	Ventes au détail <i>Vol, NCVS, GA%</i>	nov.-21	1,9	0,9	0,1	1,0
	Inflation <i>IPC, NCVS, GA%</i>	nov.-21	0,6	0,1	0,5	0,0
	Inflation sous-jacente <i>IPC, NCVS, GA%</i>	nov.-21	-0,7	-0,7	0,6	0,2

*Du 20/12/2021 au 26/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La Banque populaire de Chine (PBoC) réaffirme son intention d'assouplir sa politique monétaire avec l'annonce d'une légère baisse de taux. En effet, le taux de référence sur les prêts bancaires à 1 an, le *loan prime rate* (LPR), a été baissé de 3,85% à 3,80%, alors que le LPR à 5 ans se maintient à 4,65%. Cette baisse très modérée (seulement 5 points de base) ne devrait affecter que très modestement l'activité, d'autant qu'elle ne bénéficiera probablement pas au secteur immobilier dans la mesure où le taux de référence pour les prêts immobiliers est plutôt le LPR à 5 ans. Néanmoins, cette baisse constitue un autre signal de la volonté de Pékin de poursuivre un assouplissement qui, conformément aux dernières annonces politiques (Politburo, CEWC) devrait s'intensifier au premier semestre 2022 pour faire face au ralentissement économique. Outre cette faible baisse de taux, la PBoC soutient également l'économie à travers une forte augmentation des achats nets de devises étrangères. Ces achats ont atteint 5,6 Mds\$ en novembre contre 1,7 Mds\$ en octobre. Ils permettent à la fois de (i) limiter l'appréciation du Yuan, (ii) de renforcer les réserves de devises étrangères et (iii) d'assouplir les conditions monétaires en devise locale (*en remplaçant les devises étrangères par de la monnaie locale sur le marché domestique, la PBoC augmente l'offre de Yuan et contribue donc à assouplir les conditions de financement dans cette devise*). Inversement, cette mesure permet d'absorber une partie de la hausse de l'offre de devises étrangères sur le marché domestique induite par les excédents du compte courant et du compte financier, limitant ainsi l'appréciation du Yuan qui devrait en résulter. Ainsi, ces achats de devises pourraient en effet être favorisés par rapport aux baisses de taux de référence qui pèsent davantage sur les marges des banques. Ces dernières sont en effet déjà vulnérabilisées par le ralentissement économique et, en particulier, par les difficultés du secteur de l'immobilier.

Sur le plan géopolitique, le président américain Joe Biden a signé une loi interdisant les importations en provenance du Xinjiang. Les Etats-Unis accusent en effet la Chine d'avoir recours au travail forcé de minorités, et en particulier des Ouïghours, dans cette région chinoise. Le gouvernement américain avait déjà qualifié de génocide le traitement infligé à cette minorité musulmane en Chine. Ainsi, la législation (*Uyghur Forced Labor Prevention Act*) suppose que tous les produits provenant du Xinjiang sont fabriqués dans le cadre d'un travail forcé et interdit donc toutes importations depuis cette région sauf preuve du contraire. Les importations désignées comme prioritaires par cette mesure sont notamment le coton, les tomates et le polysilicium, qui est utilisé dans la fabrication des panneaux solaires. Le projet de loi impose également des sanctions aux personnes étrangères liées au travail forcé dans la région. Les autorités chinoises ont répondu en niant toutes violations des droits de l'homme dans le Xinjiang et en qualifiant cette mesure d'acte calomnieux constituant une ingérence dans les affaires intérieures de la Chine.

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.