

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

17 janvier 2022

2021, l'année de tous les records aux Etats-Unis

En 2021, les indices d'actions américains ont atteint de nouveaux sommets. Les capitalisations boursières des plus grandes entreprises américaines s'envolent à l'image d'Apple qui a dépassé le seuil des 3000 milliards de dollars. Les flux de souscriptions et de rachats sur les OPC et ETF (fonds indiciels cotés) domiciliés aux Etats-Unis sont sur la même tendance. Le suivi de l'évolution de ces différentes allocations par les investisseurs américains fait partie de notre grille de lecture ; nous vous en présentons les principaux messages sur l'année écoulée.

Sur l'ensemble de l'exercice 2021, les fonds de droit américain investis sur les obligations reçoivent des souscriptions nettes de 646 Mds\$ en hausse de 45% sur 2020. Sur ce total, 541 Mds\$ se portent sur des obligations domestiques dont les obligations d'entreprises privées pour la plus grande part (441 Mds\$). Sur cette classe d'actif, 23 Mds\$ sont alloués aux obligations à haut rendement contre 52 Mds\$ en 2020, signe d'un moindre attrait dans un contexte d'écart de rendement historiquement bas. Sur ces obligations domestiques, la part de marché des ETF représente désormais 36%. 2021 est aussi marquée par l'engouement des investisseurs pour les obligations indexées sur l'inflation (+75 Mds \$). Enfin, sur les autres catégories, 85 Mds\$ s'orientent vers les fonds d'obligations mondiales et 11 Mds\$ vers les obligations émergentes.

Au sein des actions, les fonds reçoivent 515 Mds\$ sur l'ensemble de l'année. Un record. Toutes les catégories bénéficient de flux positifs, en premier lieu les actions américaines pour +248 Mds\$. Sur les fonds thématiques, les investisseurs ont privilégié les secteurs de la finance et des matières premières. On retiendra aussi les difficultés de la société Ark Investment Management en fin d'année. Cette société de gestion avait profité du triple engouement pour les valeurs technologiques innovantes, de la préférence pour les ETF et de l'investissement boursier en direct par les investisseurs individuels. Une bulle qui s'est dégonflée à la perspective de la remontée des taux d'intérêt américains...

2021 est marquée également par la poursuite de l'intérêt des investisseurs américains pour les actions internationales dans un contexte de rebond économique mondial. Les flux sur les actions mondiales atteignent 172 Mds\$, tandis que les pays émergents collectent 73 Mds\$. On notera que les fonds dédiés aux actions européennes enregistrent enfin une collecte nette significative de 18 Mds\$, après des années de décollecte (- 6.4Mds\$ en 2020, -8.4Mds en 2019, -17Mds\$ en 2018) !

En dernier lieu, on soulignera la profondeur du mouvement de remplacement de la gestion active par la gestion indicielle aux Etats-Unis : depuis 3 ans, les ETF ont collecté 1055Mds\$ alors que les fonds gérés activement perdaient 864Mds\$. Un enjeu pour les équilibres financiers de nombreux acteurs de la gestion de portefeuille.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

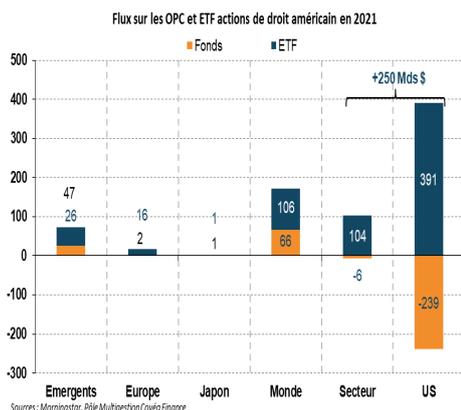
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« ...une année record... »



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	14/01/22	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,141	1,148	1,216	-0,6	-6,1
€ / £	0,835	0,856	0,888	-2,5	-6,0
€ / Yen	130,35	130,75	126,17	-0,3	3,3
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	86	83	56	4,1	52,5
Indice CRB*	578	570	455	1,3	27,0
Prix de l'once d'Or	1 817	1 848	1 851	-1,7	-1,9
Prix de la tonne de cuivre	9 720	9 533	8 049	2,0	20,8
Indice Baltic Dry**	1 764	2 861	1 366	-38,3	29,1
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	5 110	4 536	1 001	12,6	410,4

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 :

Après le fort mouvement de hausse des taux de la semaine précédente, le marché obligataire a fait une pause. La politique monétaire de la FED est au centre des débats et la vitesse de normalisation de sa politique en est le point d'orgue. Le taux à 10 ans US a fini la semaine à 1,78%. En zone euro, les taux longs sont restés stables hormis l'Italie dont son taux à 10 ans a baissé de 4pb à 1,27%. La France a, quant à elle, une nouvelle référence 10 ans à la suite de l'adjudication de la semaine précédente et présente un taux à 10 ans à 0,33%. Sur le marché du crédit, la semaine a été dynamique avec un marché primaire important totalisant 22,2Mds€ d'émissions d'entreprises. Les émissions ESG restent importantes puisqu'elles représentent 42% des émissions. Les indices crédit s'écartent un peu du fait de l'abondance de l'offre sur le primaire.

Sur le marché monétaire américain, les opérations de mise en pension¹ restent très élevées avec des opérations quotidiennes allant de 1527Mds\$ à 1636Mds\$ sur la semaine. Une situation qui reste anormale.

Le Focus de la semaine : EDF mis à contribution pour limiter la hausse des prix de l'électricité

Le gouvernement français a décidé de limiter la hausse des tarifs d'électricité à 4% en France pour 2022. Cette promesse implique des conséquences financières pour le groupe EDF qui devra vendre à bas prix davantage d'électricité (de l'ordre de 120 TWh² contre 100 TWh auparavant) à ses concurrents. Ces volumes seront accessibles « à tous les consommateurs, particuliers, collectivités comme professionnels, via leur fournisseur » qui devra répercuter intégralement l'avantage retiré au bénéfice des consommateurs. L'EBE³ du groupe EDF sera significativement impacté, de l'ordre de 7 à 8 Mds€ selon les analyses préliminaires. Autant de milliards qui manqueront aux investissements nécessaires à la transition énergétique et qui contribuent aussi à une insécurité énergétique. Face à cela, le gouvernement a proposé de relever ce prix de vente de 42 à 46,2€/MWh. La loi du 9 août 2004 a transformé EDF d'établissement public à caractère industriel et commercial (EPIC), en société anonyme (SA). La société est cotée mais le gouvernement français reste actionnaire à hauteur de 80%. EDF est tenue de vendre son électricité au plus bas du prix de marché ou fixé par l'AREHN (l'accès régulé à l'électricité nucléaire historique). Ce mécanisme pèse sur ses marges et l'empêche de profiter pleinement du rebond du prix de marché de l'électricité. Ainsi, aujourd'hui, les prix pratiqués, 42€ du mégawatt/heure par EDF à ses concurrents sont très inférieurs aux prix du marché qui se traitent autour de 250€ du mégawatt/heure. Par ailleurs, EDF doit régulièrement stopper des réacteurs nucléaires (suite à des incidents ou pour des contrôles), comme à Civaux suite à la découverte de défauts à proximité de certaines soudures de tuyauterie. L'indisponibilité des centrales pèse également sur les revenus du groupe.

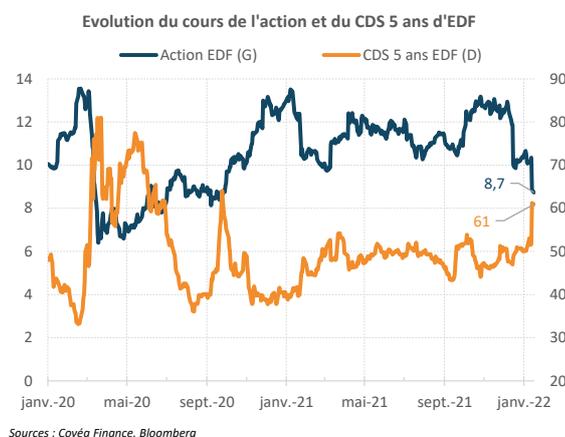
A fin septembre 2021, EDF avait signé ou réalisé des cessions pour environ 2,7 Mds€, soit un impact d'environ 2,0 Mds€ sur son endettement financier net. Ses ratios d'endettement (Dette Nette/EBE) étaient de l'ordre de 2,8. La dette financière du groupe est de l'ordre de 41Mds€, la baisse de l'EBE pèsera fortement sur EDF même si l'on peut s'attendre au soutien de l'Etat.

Comme nous le rappelons régulièrement lors de nos Perspectives Economiques et Financière, dans des économies où des secteurs stratégiques deviennent davantage « administrés », la question sur le statut d'actionnaire ou de créancier devient primordial.

¹ Mise en pension : Cela désigne une transaction où des contreparties financières apportent des liquidités à la FED qui leur donne en retour des titres en collatéral.

² TWh: 1 milliard de kilowattheure, unité de mesure d'énergie.

³ EBE: Excédent brut d'exploitation, solde intermédiaire de gestion qui mesure la rentabilité du cycle d'exploitation d'une entreprise.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	14/01/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	10/11/21	31/12/21	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	0,25	0,10	0,00	0,15	0,00	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	1,78	1,76	1,55	1,51	1,13	2	23	27	65	82	34
Allemagne	-0,05	-0,04	-0,25	-0,18	-0,55	0	20	13	50	54	30
France	0,33	0,29	0,11	0,20	-0,33	5	22	14	66	98	61
Italie	1,27	1,31	0,94	1,17	0,64	-4	34	10	63	136	81
Royaume-Uni	1,15	1,18	0,93	0,97	0,29	-3	23	18	86	36	10
Japon	0,14	0,14	0,06	0,07	0,04	0	8	7	10	21	58
Crédit											
Indice Itraxx Main	52,1	50,4	48,9	47,8	49,4	1,7	3,2	4,3	2,7		
Indice Itraxx Crossover	257,6	251,6	248,0	241,7	250,7	6,0	9,6	15,9	6,9		

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 :

Les marchés actions européens se replient de -0,8% sur la semaine, s'inscrivant en performance négative depuis le début de l'année (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne). Dans ce contexte, le secteur de la technologie se démarque de nouveau en affichant la plus mauvaise performance sur la semaine comme depuis le début de l'année (respectivement -3,6% et -7,7%) alors que les valeurs de croissance à multiples de valorisation élevés affichent des prises de bénéfices marquées, pénalisées par les craintes de remontée des rendements obligataires. A l'inverse, le secteur de l'énergie s'apprécie de 4,9% sur la semaine, soutenu par la hausse du pétrole et par des stocks de brut inférieurs aux attentes.

La semaine a également été marquée par les avertissements sur les résultats de Atos et de Philips, cette dernière faisant notamment état de perturbations de sa chaîne logistique et de pénurie de composants. D'autre part, l'électricien EDF a été affecté par la mise en arrêt de cinq nouveaux réacteurs en 2022 et surtout par le relèvement demandé par l'Etat français du volume d'électricité vendu aux opérateurs alternatifs dans des conditions de prix régulés.

Le Focus de la semaine : L'industrie du luxe et le métavers

Les entreprises qui se penchent sur les univers fictifs du métavers* sont de plus en plus nombreuses. Cela signifie la création d'univers de communautés virtuelles grâce aux technologies nouvelles. Parallèlement, se développent les usages déclinés des NFTs (non fungible tokens), ces jetons numériques certifiés, traçables via une blockchain et réglés en cryptomonnaie. Ainsi Nike a racheté la griffe de mode digitale RTFKT en décembre dernier, spécialiste des chaussures et avatars virtuels, et Adidas a plus récemment lancé sa première collection associée à des NFTs sur le jeu virtuel The Sandbox. Le secteur du luxe est également particulièrement impliqué et commence à y dédier des équipes. Ces nouvelles technologies sont en effet des opportunités pour les maisons du luxe de s'adresser à un nouveau profil de consommateurs, augmentant ainsi la taille de leur marché à travers le monde.

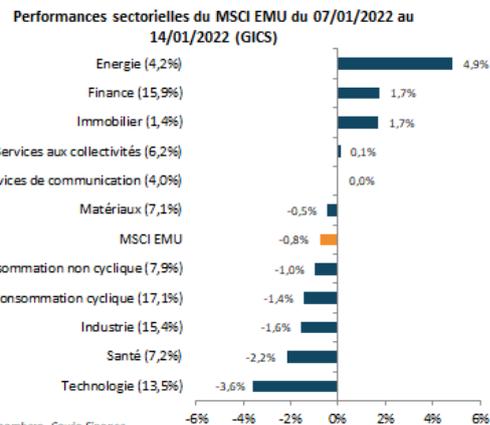
Face à ce potentiel de croissance, les collaborations entre les acteurs du luxe et les plateformes de métavers et de NFTs se multiplient. A titre d'exemple, la maison Balenciaga, détenue par le groupe Kering a participé au jeu vidéo Fortnite. Balenciaga vient par ailleurs d'annoncer la création d'une entité consacrée au métavers. Pour son bicentenaire, Louis Vuitton a donné naissance à son propre jeu vidéo intégrant des NFTs à gagner. Enfin, la maison Hennessy a annoncé la semaine dernière son entrée sur le marché des NFTs au travers de la vente de deux flacons d'exception de Cognac en Ethereum.

Ainsi, le luxe accélère l'usage de ces technologies dans une logique continue de renforcement de son empreinte sur les réseaux sociaux et d'acquisition d'une clientèle toujours plus jeune. Alors que le cabinet de conseil en stratégie Bain & Co estime que les générations Y et Z (nées après 1980) représenteront 70% des consommateurs mondiaux du luxe d'ici 2025, le métavers permet à ce même consommateur de se définir dans une communauté.

Il est possible d'imaginer que les marques de luxe associeront à terme un NFT à leurs modèles de bijoux ou de montres. L'expression de l'individualité, essence du monde du luxe, a trouvé un nouveau terrain pour s'exprimer dans le monde virtuel. La perspective éventuelle de revenus nouveaux issus de la digitalisation pourrait marquer une évolution des modèles économiques respectifs des groupes de luxe dès lors qu'il s'agit de valoriser au travers du métavers des droits de propriété intellectuelle développée depuis plusieurs décennies. Attentifs à la capacité des entreprises à s'adapter aux évolutions de leur environnement de marché, nous suivrons les développements opérés par celles-ci dans le cadre du métavers.

* Metavers : monde virtuel fictif dans lequel les participants « connectés » peuvent interagir dans un environnement imaginaire

Valérie Maillard
Gérante Mandats Actions Europe



Source : Bloomberg, Covéa Finance

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	14/01/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	153,0	154,1	155,2	154,1	131,8	-0,8	↓	-1,5	↓	-0,7	↓	16,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 073	1 089	1 096	1 094	984	-1,5	↓	-2,1	↓	-2,0	↓	9,0	↑
MSCI EMU Small Cap	489,6	486,9	504,3	487,4	447,7	0,6	↑	-2,9	↓	0,4	↑	9,4	↑
MSCI Europe	160,2	161,5	160,1	161,7	136,6	-0,8	↓	0,0	↑	-0,9	↓	17,3	↑
France CAC40	7 143	7 219	7 045	7 153	5 681	-1,1	↓	1,4	↑	-0,1	↓	25,7	↑
Allemagne DAX30	6 709	6 736	6 789	6 696	6 052	-0,4	↓	-1,2	↓	0,2	↑	10,9	↑
Italie MIB	27 544	27 618	27 561	27 445	22 638	-0,3	↓	-0,1	↓	0,4	↑	21,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 543	7 485	7 340	7 385	6 802	0,8	↑	2,8	↑	2,1	↑	10,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 038	8 955	8 572	8 777	7 660	0,9	↑	5,4	↑	3,0	↑	18,0	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Comme la semaine précédente, la performance des **marchés asiatiques** est tirée par les valeurs financières, énergétiques et les matériaux. Les places à forte dominance dans ces trois secteurs ont progressé sur la semaine (Inde notamment). Après une année 2021 en forte baisse, le marché chinois rebondit, porté par l'anticipation d'une politique économique plus accommodante et malgré des désorganisations toujours importantes liées aux arrêts complets d'activité en cas de découverte de cas Covid. Sans donner plus de détails sur ses projets à venir, le fabricant de puces TSMC a annoncé entre 40 à 44 milliards de dollars de dépenses d'investissement pour 2022 (contre 30 milliards en 2021). Rappelons que TSMC est déjà sur le point d'achever la construction d'une méga usine de puces aux Etats-Unis, d'une usine en Chine, à Taiwan et a lancé le projet d'une nouvelle usine au Japon.

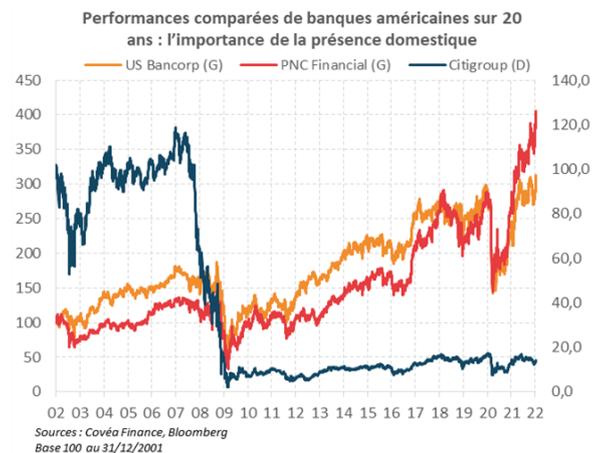
Aux **Etats Unis**, le S&P 500 termine la semaine en légère baisse dans un environnement marqué par une volatilité importante sur fond de durcissement monétaire avec des déclarations de la FED militant pour une lutte contre l'inflation. On assiste ainsi à de nouvelles prises de bénéfices sur les titres et secteurs à forts multiples de valorisation notamment dans certains compartiments de la technologie et de la santé. Les financières, bien orientées depuis la remontée des taux d'intérêts la semaine passée, ont été affectées en fin de semaine par les premières publications de résultats des grandes banques comme JP Morgan et Citigroup, la première ayant déçu sur ses activités de marché tandis la seconde voit ses dépenses augmenter et ses revenus de la banque de détail inférieurs aux attentes. Seule l'énergie termine en progression sur la semaine, soutenue par des cours du pétrole en hausse. Malgré ce contexte d'aversion au risque et les perspectives de resserrement monétaire, l'actualité demeure encore riche en annonces de fusions et acquisitions. A titre d'exemple, l'éditeur américain de jeux vidéo Take-Two Interactive va racheter Zynga pour près de \$12,7 milliards. Ce dernier, introduit en bourse en 2011, s'est notamment développé sur les jeux sur Facebook. Enfin, dans un marché en mutation auquel il participe activement depuis des années, l'équipementier automobile Aptiv va acquérir le développeur de logiciels Wind River pour \$4,3 milliards afin de renforcer sa position dans les applications basées sur le Cloud.

Le focus de la semaine: Les grandes manœuvres bancaires américaines

D'un côté, Citigroup poursuit à marche forcée son recentrage sur le sol américain avec la double annonce cette semaine de la cession de certains réseaux bancaires en Asie du Sud Est (Indonésie, Thaïlande, Vietnam et Malaisie), mais surtout la vente de son réseau mexicain (Banamex) acheté à prix d'or en 2001 et systématiquement considéré comme stratégique, avant la nomination en février 2021 de sa nouvelle Directrice Générale, Jane Fraser. A défaut de savoir quelles sont les options de réinvestissement envisagées par Citigroup (en dehors du rachat de ses propres actions), notons à nouveau cette accélération du repli sur le sol national dans ces annonces.

Cette opération n'est pas sans rappeler la multiplication des annonces de ventes de filiales bancaires américaines par des groupes internationaux (BancWest par BNP à la Bank Of Montréal, BBVA USA par BBVA à PNC Financial, ou encore Union Bank par MUFG à US Bancorp.) Souvent le constat est identique : une présence locale insuffisante pour rivaliser avec de puissants concurrents régionaux et nationaux, dans un contexte où les investissements requis pour s'adapter sont colossaux. Par ailleurs, jusqu'en 2016 sur le plan réglementaire, une filiale américaine constituait un avantage bilanciel pour les banques internationales, en tant que source de financement en dollars (grâce aux dépôts des particuliers). Ce n'est plus le cas depuis que le régulateur américain exige que les dépôts logés aux Etats-Unis soient ségrégués et que, par conséquent, les maisons mères doivent se financer en dollar autrement.

Pour les acheteurs, ces opérations constituent de réelles opportunités de bâtir des modèles de banques universelles « domestiques » (un modèle privilégié identifié dans le cadre de notre étude des modèles bancaires). Pour les vendeurs, et comme dans le cas de Citigroup, le réemploi des capitaux dégagés reste incertain. Gageons que, comme aux Etats Unis, ces sommes permettent de bâtir des franchises régionales solides, elles aussi capables d'amortir des investissements massifs. Dans tous les cas, et comme nous le soulignons régulièrement dans nos suivis hebdomadaires, ces opérations traduisent une régionalisation en marche.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	14/01/22	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	4 663	4 677	4 647	3 756	3 796	-0,3 ↓	0,3 ↑	24,1 ↑	22,9 ↑	-1,6 ↓	1,3 ↑	33,1 ↑	30,1 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	35 912	36 232	36 080	30 606	30 992	-0,9 ↓	-0,5 ↓	17,3 ↑	15,9 ↑	-2,2 ↓	0,5 ↑	25,8 ↑	22,7 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	14 894	14 936	15 623	12 888	13 113	-0,3 ↓	-4,7 ↓	15,6 ↑	13,6 ↑	-1,6 ↓	-3,7 ↓	23,9 ↑	20,3 ↑
Japon Nikkei 300	417	421	422	382	394	-1,0 ↓	-1,2 ↓	9,2 ↑	5,9 ↑	-0,4 ↓	-0,6 ↓	6,1 ↑	2,7 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 922	2 955	2 930	2 821	3 150	-1,1 ↓	-0,3 ↓	3,6 ↑	-7,2 ↓	-1,3 ↓	0,2 ↑	1,4 ↑	-9,0 ↓
Chine - Shanghai	3 521	3 580	3 507	3 473	3 566	-1,6 ↓	0,4 ↑	1,4 ↑	-1,3 ↓	-1,9 ↓	1,9 ↑	11,8 ↑	6,7 ↑
Hong Kong Hang Seng	24 383	23 493	24 813	27 231	28 497	3,8 ↑	-1,7 ↓	-10,5 ↓	-14,4 ↓	3,5 ↑	-1,1 ↓	-4,6 ↓	-9,3 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 257	1 226	1 274	1 291	1 371	2,6 ↑	-1,3 ↓	-2,6 ↓	-8,3 ↓	1,2 ↑	-0,4 ↓	4,4 ↑	-2,8 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Lors de la dernière présentation à nos mandants de nos Perspectives Économiques et Financières, nos économistes ont fait une analyse et une comparaison structurelle des forces et faiblesses du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France. De cette analyse ressortait que l'Allemagne conserve, notamment de par sa capacité à innover, un avantage concurrentiel considérable, que le Royaume-Uni, qui a fait le choix de quitter l'Union Européenne, jouit d'une grande flexibilité et d'une grande attractivité.

Quant à la France, malgré une spécialisation sur certains secteurs à haute technologie (aéronautique notamment), la part de son industrie a fortement reculé au cours des dernières décennies, ce qui illustre tout à la fois une spécialisation vers les services et des délocalisations. Elle affiche un taux de chômage structurellement élevé mais une force de travail moins précarisée, marqué par un moindre recours à l'emploi partiel. Une fiscalité lourde, une formation professionnelle peu adaptée et un poids élevé des services à faible valeur ajoutée pourraient s'avérer handicapant face aux défis de demain.

Il est intéressant de faire le parallèle avec les derniers travaux réalisés conjointement par nos analystes et leurs collègues économistes, sur l'appréciation des caractéristiques ESG des émetteurs souverains. Cette analyse, réalisée chaque année, porte sur près de 60 pays, passés au crible de critères environnementaux (intensité carbone par habitant, gestion de la ressource en eau, pollution de l'air, part des énergies renouvelables, déforestation, valorisation des déchets...), sociaux (conventions fondamentales de l'OIT, travail des enfants, dépenses de santé par habitant, population sous le seuil de pauvreté, taux d'alphabétisation, inégalités de genre...) et de gouvernance (contrôle de la corruption, liberté de la presse, pratiques fiscales, taux de détention, réglementation, stabilité politique et absence de violence...). Chacun de ses trois critères est pondéré, et noté sur une échelle allant de {-3 ; 0 ; +3}.

Certes, nous sommes conscients des limites inhérentes à notre système de notation : il est dépendant d'hypothèses sous-jacentes, soumis aux effets de seuils, ne peut pas rendre compte de tous les aspects ESG d'un pays et de ces spécificités, du risque politique ni des facteurs purement exogènes etc... Par ailleurs, certains paramètres sont difficilement observables (par exemple l'esclavage moderne) et bien sûr la qualité et la disponibilité des données conditionnent la pertinence de l'évaluation.

Il ressort toutefois du point réalisé cette année que l'Allemagne conserve une (bonne) note globale de 0.83, et que le Royaume-Uni conserve sa note (très honorable également de 0.67). Notre panel se situe en effet entre 0 pour les plus mauvais acteurs (Inde, Egypte...), à 1 pour les plus performants (Finlande, Autriche...). Pour ce qui concerne la France, il est intéressant de constater que sa note passe de 1 à 0.83, pour des raisons liées à la gouvernance. Les indices qui se sont dégradés sont la voix du peuple, l'efficacité du gouvernement, la législation et l'état de droit, indice de démocratie et le taux de détention (nombre de prisonniers pour 100.000 habitants), soit 5 indicateurs sur 13 indicateurs au total.

Pays	E	S	G	Note ESG agrégée	Variation vs 2020	Pilier en variation
France	3	3	0	0,83	-0,17	G
Allemagne	0	3	3	0,83	-	-
Royaume-Uni	0	0	3	0,67	-	-

Les défis à relever sont donc importants et nombreux pour notre pays, tant le sur plan financier qu'extra-financier.

Andréa Lemaire Suau

Analyste financier et extra-financier

Sylvaine Rodrigues



Suivi Macroéconomique

États-Unis

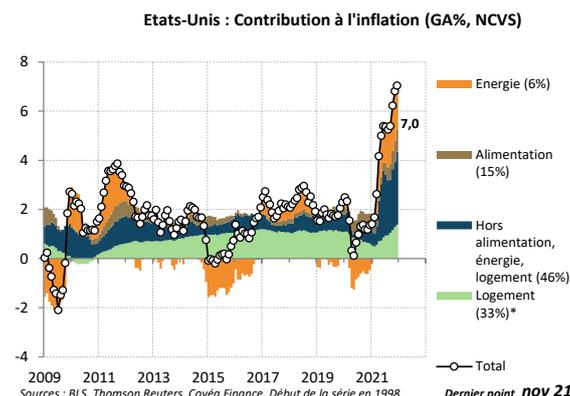
« Face aux tensions inflationnistes, la Réserve fédérale pourrait relever son taux directeur dès mars »

L'inflation américaine a maintenu une trajectoire haussière en décembre et s'établit à 7% en rythme annuel, au plus haut depuis 1982. La dynamique mensuelle a été légèrement moins soutenue que lors des deux mois précédents (+0,5%, après 0,9% et 0,8% en octobre et novembre), sous l'effet d'une modération de l'énergie (-0,4%). L'indice des prix a été tiré une nouvelle fois par les prix des véhicules neufs et d'occasion (+1% et +3,5%), conséquence des perturbations persistantes sur la chaîne d'approvisionnement. Ces difficultés ont vraisemblablement joué sur la progression des prix des biens dont la demande augmente en période de fin d'année (jouets et jeu (+1,9%), vêtements (+1,7%), mobilier et équipements(+2%)). Le logement contribue également significativement à la hausse avec une progression de 0,4% sur le mois, un rythme en légère décélération. Cette composante, qui représente un tiers de l'indice des prix, est

amenée à gagner en traction dans les prochains mois, en lien avec la progression marquée des prix de l'immobilier enregistrée en 2020 et 2021. Les prix dans la restauration s'inscrivent en nette hausse sur le mois (+0,6%), suggérant que la forte augmentation des salaires dans ce secteur pourrait se diffuser dans les prix. Hors alimentation et énergie, l'inflation progresse à 5,5% l'an, après 5% en novembre, suite à la progression mensuelle de 0,6% enregistrée en décembre.

Cette publication rend compte d'une diffusion croissante des tensions inflationnistes et va dans le sens d'une normalisation accélérée de la politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed), une hypothèse qui a pris de l'épaisseur cette semaine suite aux multiples déclarations de membres du comité de politique monétaire. Plusieurs membres (Waller (Gouverneur), Bullard (Président de la Fed de St Louis), Mester (Cleveland), Bostic (Atlanta), Harker (Philadelphie)) se sont en effet déclarés favorables à une hausse de taux directeur dès mars 2022, un resserrement qui serait concomitant à la fin du programme d'achat de titres. S'il ne s'est pas prononcé directement sur le calendrier, Jerome Powell n'a rien fait pour écarter une telle possibilité lors de son audition de confirmation au Sénat pour un nouveau mandat de 4 ans à la tête de la Fed. L'actuel Président a par ailleurs confirmé qu'une réduction du bilan de la Fed pourrait intervenir dès cette année, soit une séquence de normalisation qui serait autrement plus rapide que lors du cycle précédent (près de 2 ans s'étaient écoulés entre la première hausse de taux et la réduction du bilan).

Par ailleurs, **le Président Biden a désigné les nominés pour occuper les 3 postes vacants sur les 7 constituant le Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale.** Pressentie depuis quelques semaines, l'ancienne gouverneure Sarah Bloom Raskin est nommée pour le poste de Vice-Présidente chargée de la réglementation financière. Au vu de ses déclarations passées, elle devrait



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Indice de confiance NFIB	Indice Vol, CVS, GA%	déc.-21	98,9	98,4	103,0	99,6
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	déc.-21	3,7	5,0	-0,8	-7,2
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	janv.-22	68,8	70,6	96,0	81,5
Ventes au détail	Val, CVS, GA%	déc.-21	16,9	18,2	3,3	0,2
Inflation	IPC, GA%, NCVS	déc.-21	7,0	6,8	1,8	1,2
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	déc.-21	5,5	4,9	2,2	1,7

*Du 10/01/2022 ou 16/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

défendre un renforcement de la réglementation bancaire. Les deux autres nominés, Lisa Cook et Philipp Jefferson sont des économistes universitaires ayant exercé pour l'une au sein du CEA (Council of Economic Advisors, organe dépendant de la Maison Blanche) sous Obama et pour l'autre au sein de la Fed. **Ces 3 candidats, qui devront être validés par le Sénat, ont exprimé par le passé des vues favorables à une approche plutôt accommodante de la politique monétaire.**

Les ventes au détail se sont contractées de 1,9% en glissement mensuel en décembre, un repli marqué ayant touché la quasi-totalité des secteurs. Cette contre-performance peut être imputée au début de la vague Omicron ainsi qu'à un contexte de montée des prix. Les avertissements concernant de possibles retards de livraison liés aux problèmes d'approvisionnement ont pu par ailleurs conduire les ménages à avancer leurs achats de Noël plus tôt dans l'année (forte progression en octobre). Les ventes de produits électroniques se sont ainsi contractées de 2,9% au mois de décembre, tandis que les ventes de mobilier et équipement ont reculé de 5,5%. En rythme annuel, les ventes au détail en valeur affichent une croissance de près de 17%.

Dans l'industrie, la production a enregistré un léger repli en décembre (-0,1% en glissement mensuel), tandis que le chiffre de novembre a été révisé en hausse à 0,7%. Cette première baisse depuis le mois de septembre reflète les difficultés persistantes de la chaîne d'approvisionnement dans le secteur manufacturier (-0,3% sur le mois). Le secteur automobile, particulièrement touché par ces perturbations, s'inscrit en recul de 1,3%, après deux mois d'embellie. Par ailleurs, les services aux collectivités enregistrent une baisse de 1,5% sur le mois en raison de températures anormalement élevées qui ont réduit la demande de chauffage. Le secteur minier voit sa production augmenter de 2%, sur fond de montée des prix de l'énergie. La production industrielle américaine se situait en cette fin d'année 2021, 0,6% au-dessus de son niveau d'avant crise. En rythme annuel, elle affiche une croissance de 3,7%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

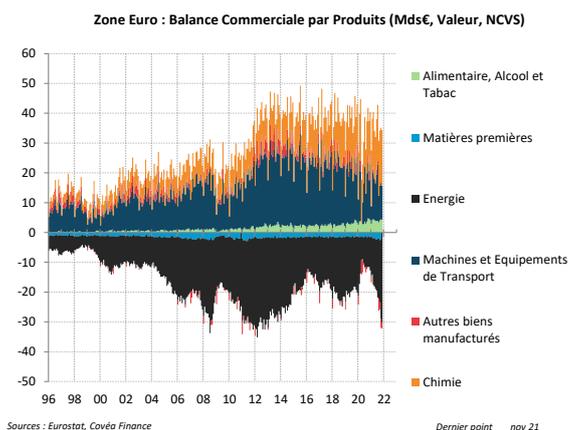


Suivi Macroéconomique

Europe

« Le solde commercial de la Zone euro passe dans le rouge en novembre »

Le marché du travail poursuit sa consolidation en Zone euro en novembre avec une nouvelle décruce du chômage. À 7,2% il atteint son plus bas niveau depuis la création de l'euro. Le taux de chômage s'inscrit en baisse au sein des quatre principaux pays de la Zone et atteint 3,2% en Allemagne et 7,5% en France, des niveaux historiquement bas. Le chômage recule également en Espagne (à 14,1%) et en Italie (à 9,2%), mais demeure bien supérieur aux niveaux atteints au début des années 2000. Cette baisse continue du taux de chômage intervient malgré la fin des dispositifs de chômage partiel, et ce alors que le taux de participation a retrouvé son niveau d'avant-crise à l'échelle de la Zone euro. La question des tensions salariales en Zone euro se pose donc alors que les intentions d'emplois demeurent élevées selon les indices de climat des affaires. Les statistiques sur les négociations salariales n'indiquent toutefois pas d'accélération des rémunérations au troisième trimestre 2021.



Dans l'industrie, la production manufacturière enregistre une hausse de 2,4% en novembre. Cette amélioration traduit néanmoins une très forte augmentation de la production manufacturière irlandaise, souvent marquée par une forte volatilité (cette dernière enregistre une hausse de plus de 30% sur le mois). Hors Irlande, la production industrielle manufacturière est restée stable, en raison notamment d'une stagnation de la production allemande et française. En revanche, l'industrie s'est inscrite en hausse en Espagne et en Italie sur le mois. Relativement au quatrième trimestre 2019, la production manufacturière se situe encore en deçà de 5% en France et en Allemagne tandis qu'elle y est supérieure de 3% en Italie et inchangée en Espagne.

La forte augmentation des importations, sous l'effet d'une hausse de la valeur des importations d'énergie, entraîne une dégradation de la balance commerciale de la Zone euro en novembre. Le solde commercial devient ainsi déficitaire pour la première fois depuis 2012. Relativement au T4 2019, la valeur des exportations de la Zone euro en novembre est supérieure de 9% tandis que les importations sont supérieures de 22%. En volume, les exportations de la Zone euro restent inférieures à leur niveau d'avant-crise en octobre tandis que les importations se situent légèrement au-dessus.

Du côté des ménages, le taux d'épargne a reculé au troisième trimestre, mais demeure sur un niveau historiquement élevé. Il représente ainsi 15% du revenu disponible (contre 12,5% avant crise). Les habitudes de consommation des ménages ne se sont donc pas encore normalisées : les contraintes pesant sur la consommation conjuguées à un maintien du marché du travail et des transferts sociaux ont conduit les ménages à consommer une part moindre de leurs revenus disponibles. Les intentions d'épargne des ménages au cours des douze prochains mois, bien qu'ayant quelque peu reflué, restent sur des niveaux élevés en décembre selon l'enquête de sentiment économique de la Commission européenne.

Enfin, en Allemagne, l'estimation préliminaire du PIB pour le quatrième trimestre décrit un repli de l'activité. Le PIB aurait ainsi enregistré une

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-21	7,2	7,3	7,6	7,9
AL	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-21	3,2	3,3	3,2	3,9
FR	Indicateur de confiance BdF Indice	déc.-21	107,5	106,5	97,6	88,8
	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-21	7,5	7,6	8,4	8,0
IT	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-21	9,2	9,4	10,0	9,3
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	nov.-21	9,3	2,7	0,7	-6,8
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	nov.-21	6,2	2,1	-1,2	-11,0
ES	Taux de chômage % de la pop. active	nov.-21	14,1	14,4	14,1	15,6
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	nov.-21	4,8	-0,7	0,7	-9,5
RU	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	nov.-21	0,1	0,2	3,6	-8,4

*Du 10/01/2022 au 16/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

baisse d'environ 0,5-0,7% relativement au trimestre précédent, ce qui porterait la croissance annuelle moyenne du pays à 2,7%. Le détail quant à la composition de la croissance au cours du quatrième trimestre n'est pas connu, mais les éléments préliminaires suggèrent que la dégradation des conditions sanitaires aurait fortement pesé sur les services et la consommation.

Au Royaume-Uni, après avoir enregistré un recul en octobre, l'activité britannique surprend à la hausse en novembre, avec une progression de l'indice mensuel du PIB de 0,9% par rapport au mois précédent. Le gain mensuel apparaît généralisé, avec une progression de l'industrie manufacturière, de la construction et des services. Les chiffres du mois précédent ont par ailleurs été légèrement revus à la hausse.

Au niveau politique, le Premier ministre Boris Johnson, fait face à d'importantes pressions sur fond de scandale autour de ses agissements lors des précédents confinements. Le Premier ministre est accusé de n'avoir pas respecté les règles imposées par son propre gouvernement. Une enquête autour de cette question est en cours et devrait déboucher sur un rapport dans les deux semaines à venir (possiblement dès ce weekend). Si cette enquête révèle effectivement des manquements, Boris Johnson pourrait être poussé vers la sortie. Selon les règles du parti conservateur, un vote de censure peut être déclenché si 15% des membres du parti en font la demande. Boris Johnson pourrait donc perdre sa place si le vote est demandé et que 50% des membres du parti conservateur votent pour sa démission.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe

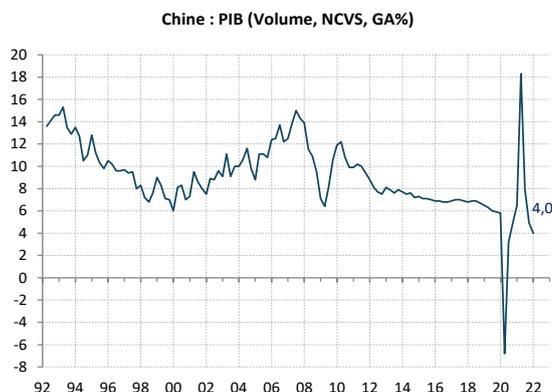


Suivi Macroéconomique

Asie

« La croissance chinoise se redresse à 8,1% sur l'année 2021, après 2,2% en 2020 »

La croissance du PIB chinois a poursuivi son ralentissement au quatrième trimestre, passant de 4,9% en rythme annuel à 4%, un rythme toutefois supérieur aux attentes du consensus. Les données d'activité de décembre témoignent également d'une modération de l'activité sur la fin d'année 2021.



Sources : NBS, Thomson Reuters, Covéa Finance (début de la série)

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	déc.-21	4,9	5,2	5,4	2,9
	Total des flux de crédit	GA%	déc.-21	10,3	10,1	10,7	13,3
	Prod. Industrielle	Val, NCVS, GA%	déc.-21	4,3	3,8	5,8	3,4
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	déc.-21	1,7	3,9	8,1	-2,9
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	1,5	2,3	2,9	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	1,2	1,2	1,6	0,8
	Exportations	Val, NCVS, GA%	déc.-21	20,8	22,0	0,5	3,6
	Importations	Val, NCVS, GA%	déc.-21	19,5	31,7	-2,7	-0,6
	PIB	Val, NCVS, GA%	T4 21	4,0	4,9	6,0	2,0

* Du 10/01/2022 au 17/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

l'année. L'excédent commercial atteint ainsi un nouveau record de 94,5 Mds\$ sur le mois. Si la normalisation de la demande des pays occidentaux en faveur des services devrait contribuer à une modération des exportations de biens chinois, la récente vague épidémique devrait retarder cette rotation de la demande.

Les pressions inflationnistes s'assouplissent en Chine. L'inflation des prix à la production a reculé pour un deuxième mois consécutif à 10,3% en décembre en glissement annuel, après 12,9% en novembre, sous l'effet de la modération des prix des matières premières et produits liés à l'énergie et aux métaux. L'inflation des prix à la consommation a également ralenti à 1,5%, en raison de la baisse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie. L'inflation sous-jacente est en effet restée relativement stable à 1,2%. Si l'écart entre la dynamique des prix à la production de celle des prix à la consommation reste substantiel, il se réduit pour un deuxième mois consécutif en décembre.

Soutenus par les assouplissements des autorités chinoises, les flux de financement progressent légèrement en décembre. En effet, la croissance des financements agrégés de l'économie (TSF) accélère à 10,3% en glissement annuel (après 10,1% en novembre). Néanmoins, cette hausse reflète essentiellement l'augmentation des émissions d'obligations des gouvernements locaux remplissant leurs quotas annuels d'émissions en réponse aux orientations de Pékin pour une impulsion budgétaire plus importante face au ralentissement de la croissance. En revanche, la progression des prêts bancaires ralentit à 11,5% en glissement annuel (contre 11,7% en novembre), notamment concernant les prêts aux ménages, ce qui semble refléter les difficultés persistantes sur le marché de l'immobilier et le retour marqué des incertitudes sanitaires en ce début d'année.

La Banque de Corée a augmenté son taux directeur de 25 points de base à 1,25%. Cette troisième hausse depuis août dernier ramène ainsi le taux directeur à son niveau d'avant crise. Néanmoins, le gouverneur Lee Juyeol a annoncé que les taux restaient très accommodants et que la normalisation serait poursuivie dans les prochains mois au regard des perspectives sur l'économie et les prix, ainsi que des risques sur la stabilité financière. **Si la politique monétaire se resserre, la politique budgétaire reste expansionniste comme l'illustre l'annonce du ministre des Finances pour un budget supplémentaire d'un montant de 14 Mds de Won (soit 0,7 % du PIB).**

La croissance des ventes au détail ralentit fortement à 1,7% en glissement annuel (GA) sur le mois, affectée par la dégradation sanitaire, avec notamment une nouvelle contraction des ventes des restaurants et traiteurs (-2,2%) et un déclin des ventes associées au secteur immobilier (électroménager, décoration, ...). Cela semble également refléter le ralentissement de la croissance des revenus des ménages à 4,3% au T4 2021 en GA contre 5,7% au T3. En revanche, le dynamisme des investissements dans le secteur manufacturier continue de soutenir fortement la croissance (11,8% en GA en décembre) quand l'investissement immobilier (-13,1% en GA) et en infrastructure (hors services publics, -0,6% en GA) poursuivent leur déclin. Aussi, la croissance de la production industrielle s'est améliorée à 3,8% en GA sur le mois pour le secteur manufacturier et 7,3% pour le secteur minier. Cette progression s'est généralisée aux industries lourdes ce qui pourrait impliquer un certain assouplissement des restrictions environnementales. **Dans ce contexte, la Banque populaire de Chine a assoupli sa politique** à travers une réduction de 10 bp du taux de la facilité de prêt MLF (*Medium-term Lending Facility*) à un an (de 2,95% à 2,85%), ainsi qu'à une réduction de 10 bp sur le taux de Reverse repo à sept jours (de 2,2% à 2,1%). Enfin, la PBoC a procédé à une injection nette de 200 Mds de RMB de liquidités via la facilité de prêt MLF. Ces mesures font suite à une série de communications politiques en faveur d'un assouplissement monétaire et budgétaire qui devrait se poursuivre au cours des prochains mois.

Le commerce extérieur chinois ralentit quelque peu en décembre mais reste historiquement élevé et confirme une année record. La croissance des exportations a ralenti à 20,9% en glissement annuel en décembre, soit 29,9% sur l'ensemble de l'année 2021. Le ralentissement est plus marqué au niveau de la croissance des importations à 19,5%, en partie à cause d'une baisse de l'activité de construction, ce qui implique une croissance de 30,1% sur l'ensemble de

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.