

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

14 février 2022

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Crise de goutte

La balance agricole et agroalimentaire française se dégrade depuis la crise financière de 2008. En 10 ans, le solde positif a été réduit de moitié passant de plus de 12Mds€ en 2011 à 6Mds€ en 2020 et 7Mds€ en 2021 selon les tout derniers chiffres des Douanes. Car si les exportations hors Union Européenne progressent plus vite que les importations (notamment grâce aux vins et spiritueux), à l'inverse la France est devenue importatrice nette de l'Union Européenne depuis 2015. Un enjeu, alors même que les récoltes mondiales de grains et oléagineux sont au plus haut de la décennie en volume. Un paradoxe également; les prix sont aussi au plus haut (le blé coté à Paris a enregistré un niveau historique de 300€ la tonne) sous l'effet des achats de la Chine devenue le premier importateur mondial de céréales en 2021 (elle reconstitue sa filière porcine), et première destination du blé français avec l'Algérie. Un risque pour la stabilité du monde enfin; l'offre de blé ne devrait plus combler la demande dans 10 ans compte tenu des projections de la FAO* sur les mises en culture de nouvelles terres et de rendement à l'hectare sur fond de « verdissement » des pratiques agricoles.

En attendant, les prix alimentaires contribuent à la durabilité de l'inflation ! L'indice des prix des produits alimentaires a progressé de 28% en 2021 et retrouve les pics de 2008 et 2011. Et le coût des intrants du secteur agricole (engrais, semences, essence, matériels) ne devrait pas décroître. Ces coûts de production affectent les rendements et pèsent sur les revenus agricoles; la consommation de ces produits intermédiaires devra inévitablement être gérée avec parcimonie.

La hausse des cours du gaz (multipliés par 3 en 2021) a entraîné une flambée des prix des engrais azotés et de l'urée en particulier. Il est en effet essentiel à la production d'ammoniac, base chimique des engrais. Des fertilisants dont le sous-dosage fait peser des risques de baisse de quantité et de qualité protéique des cultures. Des engrais mis aussi sous tension par les relations internationales : pour exemple, la Biélorussie, grand producteur de potasse, compte imposer une interdiction de transit ferroviaire des engrais chargés dans les gares lituanienes en réponse à la même interdiction de la Lituanie sur les engrais potassiques de Biélorussie... Or, les coûts de production européens sont tels que l'urée produite en Ukraine est devenue 3 fois plus chère que celle produite en Chine ce qui a mené à la disparition de la moitié de sa production au profit des importations égyptiennes.

Le risque de troubles sociaux pour cause d'approvisionnement et d'inflation alimentaire est bien réel. Les matières premières agricoles répondent à des marchés qui se sont fortement financiarisés depuis plusieurs années à l'instar des matières premières industrielles et énergétiques. L'énergie...qui absorbe une part de plus en plus importante de la production agricole dans le cadre de sa transformation en carburant à base d'éthanol !

Les questions agroalimentaires appartiennent au même titre que celles relatives à la santé ou l'énergie aux réflexions de sécurisation stratégique des Etats. Elles sont déclinées dans nos fonds Covéa Renouveau France et Covéa Terra.

*FAO : Organisation pour l'Alimentation et l'Agriculture . Agence des Nations Unies créée en 1945

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

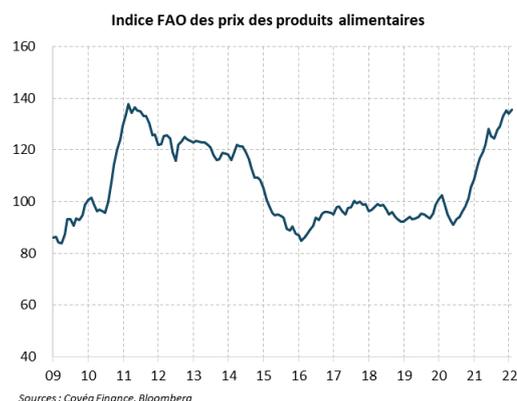
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...ces coûts de production affectent les rendements... »



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	11/02/22	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,135	1,148	1,213	-1,1	-6,4
€ / £	0,837	0,856	0,878	-2,3	-4,7
€ / Yen	130,95	130,75	127,06	0,2	3,1
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	94	83	61	14,3	54,5
Indice CRB*	600	570	467	5,2	28,5
Prix de l'once d'Or	1 841	1 848	1 825	-0,4	0,9
Prix de la tonne de cuivre	9 861	9 533	8 281	3,4	19,1
Indice Baltic Dry**	1 977	2 861	1 313	-30,9	50,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 981	4 536	2 869	9,8	73,6

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 semaine dernière, la demande pour les opérations d'Overnight Reverse Repo¹ auprès de la Fed est restée sur les mêmes ordres de grandeur observés depuis le début d'année. Les opérations quotidiennes sont allées de 1 634 Mds\$ à 1 680 Mds\$. Il est à noter que cette demande soutenue persiste malgré la reconstitution du solde du compte du Trésor à la Fed qui atteint 686 Mds\$ contre 211 à fin 2021 et la reprise des émissions de T-bill par le Trésor depuis janvier. Cette demande s'explique par des liquidités qui restent très importantes et par des stratégies d'attente notamment pour les fonds monétaires qui préfèrent placer leurs liquidités sur du très court en prévision des hausses de taux de la Fed. Du côté de la zone euro, les tensions observées en fin d'année sur le marché allemand des mises en pension² entre contreparties financières persistent du fait d'une pénurie de titres allemands avec comme conséquence un renchérissement sur les taux allemands. Sur les marchés obligataires, nous avons assisté à une forte volatilité. Les tensions sur toutes les maturités ont été vives de chaque côté de l'Atlantique. Le 10 ans américain a ainsi atteint 2,05% cette semaine après des chiffres d'inflation à 7,5% sur le mois de janvier. Cela a entraîné les taux européens à la hausse et le 10 ans français a dépassé 0,75% avant de refluer. De même, l'Italie continue de voir sa prime de risque s'écarter contre Allemagne et s'est approchée des 2%. Sur le marché du crédit, les primes de risque ont évolué en ordre dispersé. Le marché primaire est resté faible avec peu d'émetteurs. Ainsi, nous avons eu 4,8Mds€ d'émissions contre 7,7Mds€ la semaine précédente.

Le Focus de la semaine : La BCE, une banque centrale prisonnière de son calendrier?

En décembre dernier, la BCE soulignait que « l'équilibre entre l'impact inflationniste ou déflationniste qu'aura Omicron est totalement incertain ». C'est pourquoi elle préférerait « maintenir de la flexibilité et de l'optionnalité pour répondre à l'évolution des circonstances ». Christine Lagarde avait rajouté lors de sa conférence de presse « nous nous déterminerons en fonction des données ». En janvier, la BCE a montré une évolution significative de sa position en matière de perspectives d'inflation. Les risques à la hausse ont augmenté de manière très sensible. Quelles conséquences à ce changement de discours? Une hausse des taux longs bien sûr, une baisse des marchés actions, une hausse de l'euro contre dollar, mais surtout un écartement significatif des primes de risque entre pays de la zone euro, en particulier celle de l'Italie qui traite aujourd'hui avec une prime de 167pb face à l'Allemagne contre 140pb avant la BCE. Surprise par le chiffre de l'inflation de janvier, reflétant l'accroissement des prévisions sur les prix et l'accélération possible de la croissance des salaires, la BCE a dû changer de ton.

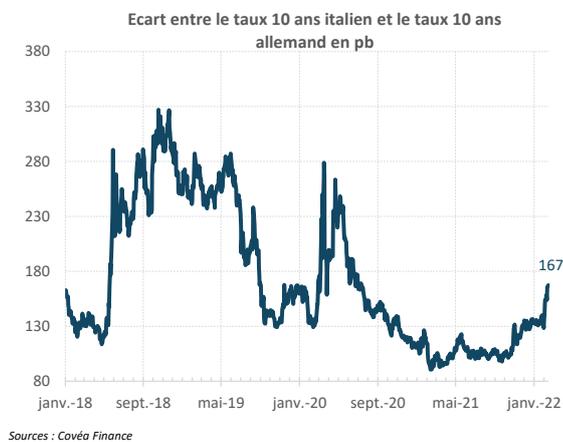
Mais qu'est-ce que cela implique pour les perspectives de politique monétaire? La réunion de mars sera cruciale, et la porte est ouverte pour un rééquilibrage fort de la politique monétaire. Aujourd'hui, les marchés financiers s'attendent à plusieurs hausses de taux en 2022 et l'arrêt des programmes d'achat d'actifs, soit un revirement significatif de sa politique monétaire. A trop attendre on finit par laisser passer sa chance, la BCE a peut-être trop attendu et le risque d'un revirement trop brutal de sa politique pourrait être préjudiciable aux dettes des pays de la zone euro et aux dettes d'entreprises. Les achats de la BCE en janvier ont atteint 70Mds€ (PEPP³ et APP⁴). L'arrêt du PEPP en mars et la diminution progressive de l'APP sont d'ordre à créer un appel d'air pour les taux longs européens. Il ne faudrait pas que d'un risque d'inflation on passe vers un risque d'insoutenabilité de la dette. La fin possible de la politique de taux négatifs instituée en 2014, à un rythme non encore défini implique d'arrêter les interventions directes sur les marchés de crédit souverain et privé. La décompression des primes de risque est un facteur de risque pour les pays les plus endettés.

Overnight Reverse Repo¹ : Consiste à mener des opérations de mise en pension de Treasuries (vente avec obligation de rachat à terme), contre des liquidités, à taux fixe et avec une liste élargie de contreparties.

Mise en pension² : Cela désigne une transaction où des contreparties financières apportent des liquidités à une contrepartie qui leur donne en retour des titres en collatéral.

PEPP³ : Pandemic Emergency Purchase Program, programme d'achat d'actifs lancé en 2020 par la BCE pour lutter contre la crise économique.

APP⁴ : programme d'achats d'actifs lancé en 2014 par la BCE.



Sources : Covéa Finance

Xavier Chapon

Responsable du pôle gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	11/02/22	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	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	0,50	0,50	0,10	0,25	0,10	0,00	0,40	0,25	0,40	0,40				
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	1,94	1,91	1,55	1,51	1,16	3	39	43	77	43	30			
Allemagne	0,30	0,21	-0,25	-0,18	-0,46	9	54	47	76	63	20			
France	0,77	0,65	0,11	0,20	-0,23	12	66	57	100	103	47			
Italie	1,95	1,75	0,94	1,17	0,46	21	102	78	150	162	60			
Royaume-Uni	1,55	1,41	0,93	0,97	0,47	13	62	57	108	14	7			
Japon	0,23	0,20	0,06	0,07	0,08	3	17	16	15	27	64			
Crédit														
Indice Itraxx Main	66,7	64,8	48,9	47,8	47,0	1,9	17,8	19,0	19,7					
Indice Itraxx Crossover	325,5	314,5	248,0	241,7	240,4	11,0	77,6	83,8	85,1					

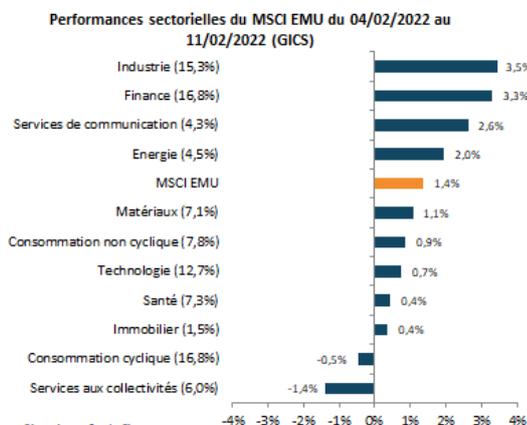
Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) a débuté la semaine en hausse tiré par les publications, mais les chiffres de l'inflation supérieurs aux attentes aux Etats-Unis, faisant craindre un resserrement monétaire plus agressif a enrayé la tendance. L'indice MSCI EMU est toutefois en hausse de +1,4% sur la semaine après 4 semaines de baisse. En termes de performances sectorielles, le secteur industrie est porté par le rebond des valeurs cycliques exposées à la réouverture alors que les mesures sanitaires commencent à être levées (aéroport, compagnies aériennes, sociétés d'infrastructures). Les financiers performant également bien grâce à la hausse des taux et aux bonnes publications à l'image des banques françaises qui ont publié des résultats record. A l'inverse nous noterons la sous-performance des valeurs défensives des secteurs des services aux collectivités. Au niveau des valeurs, CNH Industrial qui avait été pénalisée par la hausse du prix des composants a rebondi après sa publication supérieure aux attentes. Le spécialiste dans le paiement électronique Adyen rassure après une bonne publication, mais le titre avait perdu 30% depuis début novembre 2021. Porsche profite de nouvelles rumeurs concernant une possible IPO. Unibail retrouve de l'intérêt après sa bonne publication qui prouve que le groupe a pu mettre en place une bonne stratégie, pour adapter les loyers commerciaux et réduire son endettement. Concernant les plus fortes baisses, Delivery Hero baisse de 30% après des résultats décevants, ainsi que des attentes pour l'année en dessous des prévisions. ABN Amro sous-performe non pas à cause de ses résultats qui sont meilleurs que prévus mais à cause de perspectives décevantes. Par zones géographiques, l'Irlande, la Grèce et le Royaume-Uni affichent les meilleures performances, le Portugal est le seul pays à être en négatif. Depuis le début de l'année la Grèce et le Royaume-Uni sont les pays avec la plus forte hausse. Le Danemark affiche la pire performance pénalisée par Novo Nordisk.



Le Focus de la semaine : la transition énergétique, une opportunité pour la réindustrialisation en France

Après la publication des chiffres de croissance et d'emplois en France, nous souhaitons souligner les mauvais chiffres du déficit commercial qui à 85 milliards d'euros a atteint un niveau record. La délocalisation a entraîné une forte désindustrialisation depuis plusieurs décennies. Entre 1980 et 2010, la France a perdu 2 millions d'emplois industriels. Il faut rappeler qu'en 2001, le PDG d'Alcatel Serge Tchuruk voulait une entreprise sans usine. Si les politiques ont bien compris qu'il fallait inverser la tendance et réindustrialiser le pays, les industriels réclament en priorité une réforme fiscale pour améliorer leur compétitivité. Par ailleurs, la transition énergétique et les objectifs de réduction des émissions de CO2 offrent des opportunités. Dernièrement, nous avons eu plusieurs annonces de sociétés. ArcelorMittal, a annoncé la fermeture progressive de 3 hauts-fourneaux sur les sites de Dunkerque et de Fos-sur-Mer, qui émettent pas moins de 25 % des émissions industrielles de gaz à effet de serre de France. Les 3 hauts fourneaux au charbon vont être remplacés par des fours électriques et des techniques de réduction du fer à base d'hydrogène. Le sidérurgiste va investir 1,7 milliard d'euros pour verdir son acier avec l'aide de l'État. ArcelorMittal s'est fixé pour objectif de réduire ses émissions mondiales de 25% d'ici 2030 par rapport à celles de 2018, et en Europe, de 35%. Ce projet est en lien avec le plan « décarbonation de l'industrie » du plan France 2030 doté de 5,6 milliards d'euros qui vise à baisser de 35% les émissions de CO2 en France d'ici 2030. Verkor va investir 2,5 milliards d'euro à Dunkerque dans la création de la première « gigafactory » de cellules de batteries bas carbone en France. Cette installation représente un potentiel à terme de près de 2 000 emplois directs et 5 000 emplois indirects. La Région s'est engagée à hauteur de 60 millions d'euros, pour soutenir cette implantation et contribuer à la création d'emploi sur le territoire. Le chimiste belge Solvay va investir 300 millions d'euros pour faire de son complexe jurassien, à Tavaux, son plus grand site de production de polymère fluoré au monde et le plus important en Europe. Solvay augmente ses capacités pour mieux accompagner la demande en matériaux pour batteries destinées aux véhicules hybrides et électriques. Le projet permettrait la création d'une centaine d'emplois directs. L'hydrogène est également un enjeu clé en Europe pour réduire la dépendance énergétique. En France, les pouvoirs publics ont annoncé en novembre 2021 près de 1,9 milliards d'investissement dans l'hydrogène. Les porteurs de projet pourront bénéficier d'un soutien massif de l'Etat afin d'améliorer la rentabilité des projets. L'ambition est de faire de l'hydrogène la seconde source d'énergie non émettrice de carbone après l'électricité à l'horizon 2050 avec à la clé la création de 50 000 à 100 000 emplois. Ces investissements sont en lien avec le thème PEF « des changements structurels qui redéfinissent les priorités stratégiques des Etats ».

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	11/02/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	148,6	146,6	155,2	154,1	132,6	1,4	↑	-4,3	↓	-3,6	↓	12,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 036	1 025	1 096	1 094	988	1,0	↑	-5,5	↓	-5,4	↓	4,8	↑
MSCI EMU Small Cap	473,3	467,2	504,3	487,4	459,0	1,3	↑	-6,2	↓	-2,9	↓	3,1	↑
MSCI Europe	156,8	154,4	160,1	161,7	136,1	1,6	↑	-2,1	↓	-3,0	↓	15,2	↑
France CAC40	7 012	6 951	7 045	7 153	5 670	0,9	↑	-0,5	↓	-2,0	↓	23,7	↑
Allemagne DAX30	6 501	6 378	6 789	6 696	6 060	1,9	↑	-4,2	↓	-2,9	↓	7,3	↑
Italie MIB	26 966	26 604	27 561	27 445	23 307	1,4	↑	-2,2	↓	-1,7	↓	15,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 661	7 516	7 340	7 385	6 529	1,9	↑	4,4	↑	3,7	↑	17,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 153	8 883	8 572	8 777	7 436	3,0	↑	6,8	↑	4,3	↑	23,1	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

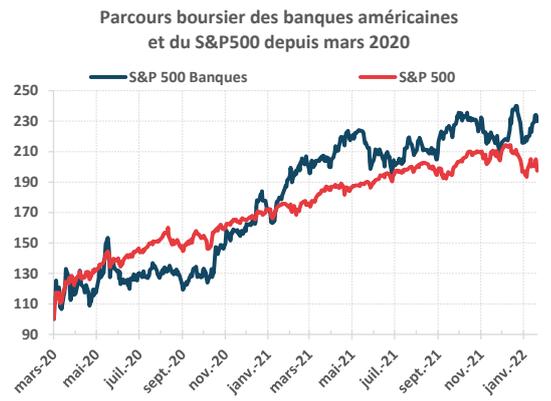
Les **marchés asiatiques** sont en hausse, soutenus par les valeurs financières et la poursuite de la progression des matières premières et du pétrole. La Malaisie en bénéficie particulièrement, puisque le marché a été tiré par les 5 grandes valeurs liées à la plantation d'huile de palme, ainsi que les valeurs bancaires (40% de l'indice malais). Le marché Taiwanais a profité de la hausse du fondeur TSMC, ainsi que des valeurs liées au transport aérien et maritime (de même pour Singapour). Enfin, le marché Chinois a bénéficié de la bonne performance de l'énergie (mines de charbon) et des métaux. De façon transversale, nous relevons d'importantes perturbations sur le marché des mémoires NAND (composants critiques des smartphones, tablettes, systèmes d'infotainment des véhicules ...), puisque deux des principaux fabricants mondiaux (Kioxia et Western Digital) subissent des interruptions de production causées par des matériaux contaminés dans leurs usines communes. Au total, c'est plus de 20% de la production mensuelle de mémoire NAND qui est perturbée, sans qu'un retour à la normale ne soit connu.

Aux **Etats Unis**, le S&P 500 finit la semaine à nouveau en baisse, au terme d'une semaine marquée une importante volatilité. Malgré des résultats d'entreprises solides et une situation sanitaire en amélioration, la vigueur des hausses de prix et l'incertitude quant à l'ampleur du resserrement monétaire pèsent sur les secteurs les plus sensibles aux hausses de taux, comme les services aux collectivités et l'immobilier. Les services de communication reculent sensiblement, pénalisés par Meta (Facebook) et Alphabet (Google). A noter que Meta menace de fermer certaines de ses applications en Europe, une manière de contester les exigences des régulateurs sur la gestion des données. A l'inverse, Disney progresse suite à une solide publication de résultats, le groupe étant parvenu, contrairement à Netflix, à faire croître significativement le nombre de ses nouveaux abonnés à Disney+, tout en bénéficiant d'une hausse de la fréquentation de ses parcs. Notons que certaines valeurs de consommation de base, comme Tyson Food progressent sensiblement suite aux annonces de hausses de prix significatives que ces sociétés passent sur des produits alimentaires. Du côté des entreprises, Nvidia a finalement renoncé à faire l'acquisition d'ARM de crainte que les exigences des régulateurs (notamment des cessions d'activité) annihilent l'intérêt de cette opération.

Le Focus de la semaine : la supervision du système bancaire reste un enjeu majeur aux Etats-Unis

La Réserve Fédérale américaine vient de communiquer les scénarios qui serviront à l'établissement des tests de résistance annuels. Les hypothèses retenues seront plus pénalisantes que lors du précédent test, puisque la Fed met davantage l'accent sur une dégradation de l'environnement domestique : contraction de 12,1 points de pourcentage du PIB (contre une dégradation de « seulement » - 9,2 en 2021), forte hausse du taux de chômage (à 10%), réduction du rendement des bons du trésor à 10 ans (à 0.7%) et hausse de près de 400 bps du rendement des obligations d'entreprises (à 6.6%). Les prix de l'immobilier résidentiel chuteraient de 29 % (- 24% en 2021), tandis que le Dow Jones baisserait de 55% (même amplitude de baisse). En outre, les banques de marché devront ajouter un scénario de risque supplémentaire, à savoir le défaut instantané et inattendu de leur plus importante contrepartie. En ce qui concerne l'environnement international, les scénarios de chocs économiques en Asie et en Europe sont moins négatifs qu'en 2021.

Même s'il est intéressant de noter cette plus grande sévérité, la solidité des fonds propres actuels des banques américaines devraient permettre de passer ces tests. Toutefois, lors des résultats qui seront communiqués en juin, il sera intéressant de regarder l'impact des hypothèses plus sévères sur les politiques de distribution, aujourd'hui très favorables aux actionnaires.



Sources : Bloomberg, Covéa Finance.
Base 100 au 23/03/2020

Jean Dominique Seta

Responsable Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	11/02/22	J-7	10/11/2021	31/12/21	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	4 419	4 501	4 647	4 766	3 916	-1,8 ↓	-4,9 ↓	-7,3 ↓	12,8 ↑	-1,0 ↓	-3,2 ↓	-7,1 ↓	20,6 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 738	35 090	36 080	36 338	31 431	-1,0 ↓	-3,7 ↓	-4,4 ↓	10,5 ↑	-0,1 ↓	-2,0 ↓	-4,2 ↓	18,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 791	14 098	15 623	15 645	14 026	-2,2 ↓	-11,7 ↓	-11,8 ↓	-1,7 ↓	-1,3 ↓	-10,1 ↓	-11,7 ↓	5,1 ↑
Japon Nikkei 300	408	409	422	420	408	-0,2 ↓	-3,4 ↓	-2,8 ↓	0,0 ↔	0,6 ↑	-3,4 ↓	-2,9 ↓	-3,0 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 748	2 750	2 930	2 993	2 704	-0,1 ↓	-6,2 ↓	-8,2 ↓	1,6 ↑	0,5 ↑	-6,0 ↓	-9,5 ↓	-0,3 ↓
Chine - Shanghai	3 463	3 429	3 507	3 640	3 429	1,0 ↑	-1,3 ↓	-4,9 ↓	1,0 ↑	1,4 ↑	0,4 ↑	-5,2 ↓	9,3 ↑
Hong Kong Hang Seng	24 907	24 573	24 813	23 398	30 174	1,4 ↑	0,4 ↑	6,4 ↑	-17,5 ↓	2,1 ↑	1,4 ↑	6,6 ↑	-12,3 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 241	1 221	1 274	1 232	1 428	1,6 ↑	-2,7 ↓	0,7 ↑	-13,1 ↓	2,5 ↑	-0,9 ↓	0,9 ↑	-7,2 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Le secteur des télécoms se redessine

Le secteur européen des télécoms a déçu les investisseurs. Ces dix dernières années, une rentabilité et des revenus décevants ont fait suite à des périodes d'investissements importants par les opérateurs télécoms. Cette faible performance s'explique par la structure du marché et la réglementation européenne qui favorise la concurrence et protège les consommateurs en régulant les prix. Par exemple, en France les forfaits ont baissé de près de 20% en dix ans et la rentabilité des capitaux employés sont aujourd'hui proches du coût moyen pondéré du capital.

Cependant nous avons récemment observé des développements positifs dans ce secteur. Les revenus totaux des entreprises de télécommunications européennes étaient en hausse en 2021. En France, après dix années de baisse, le chiffre d'affaires du secteur a progressé de 2,4 % sur les neuf premiers mois de 2021.

Nous pensons que durant les cinq prochaines années le secteur devrait bénéficier d'une convergence de facteurs.

L'avènement des outils de visioconférence et leur généralisation, le déploiement des solutions de communications unifiées, la dématérialisation, et le « cloud », ont soutenu la demande des entreprises pour les services de télécommunication. Chez les particuliers, l'utilisation croissante du « streaming », la télévision payante, et l'augmentation des ventes de smartphones portent la demande.

La fibre optique et la 5G devraient soutenir la croissance du secteur les prochaines années. Le Code européen des communications électroniques adopté en décembre 2018 vise à accompagner les investissements dans ces réseaux de nouvelle génération. Aussi, la fibre optique requiert moins d'investissements en maintenance pour les opérateurs par rapport aux réseaux en cuivre.

Enfin, nous attendons une consolidation du secteur des télécoms en Europe, illustrée la semaine dernière l'offre d'Iliad sur les activités italiennes de Vodafone, avec une Autorité de la concurrence plus ouverte à ce genre d'opérations. La consolidation du secteur devrait améliorer la rentabilité et rendre l'effort d'investissement moins pesant pour les opérateurs européens.

Le secteur des télécoms présente aussi des opportunités sur les thèmes environnementaux, sociaux, et de gouvernance. Telecom Italia s'est, à titre d'exemple, fixé comme objectif d'avoir 100% de son approvisionnement énergétique en énergies renouvelables jusqu'à 2025. Concernant les thèmes sociaux, les opérateurs télécoms peuvent jouer un rôle important dans l'accès à l'internet et la digitalisation dans les pays en voie de développement.

Victor Labate

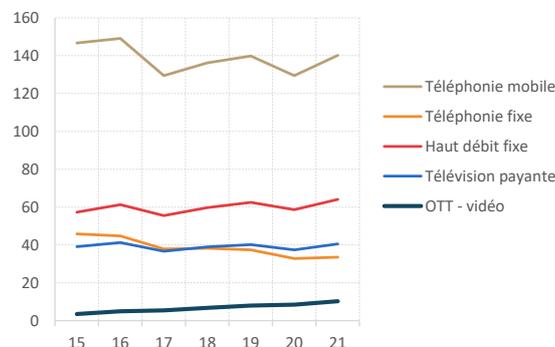
Analyste financier et extra-financier

Olivier Berthet

Analyste financier et extra-financier

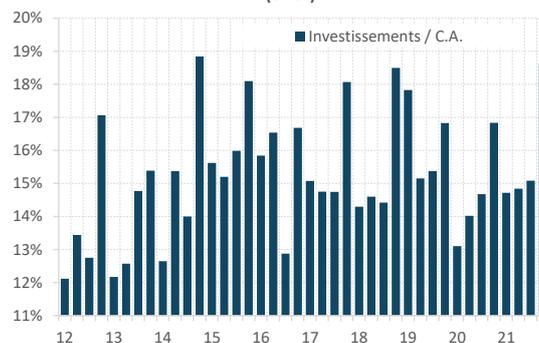


Revenus du secteur des télécoms en Europe (en Mds€)



Sources : Ovum, Covéa Finance

Investissements du secteur des télécoms européen (en %)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le dynamisme de la demande intérieure a conduit à un déficit commercial record en 2021 »

La montée des pressions inflationnistes et le resserrement à venir des conditions monétaires (voir focus, infra) pèsent de façon croissante sur le moral des ménages américains. L'indicateur de confiance du consommateur de l'Université du Michigan fait part d'une nette dégradation en février et marque un point bas depuis le début de la pandémie (61,7 points, après 67,2 en janvier). Le recul de la confiance concerne à la fois l'évaluation de la situation présente et les perspectives à 6 mois, le tout sur fond de montée des prix. Les anticipations d'inflation des ménages sont au plus haut depuis 2008, que ce soit à horizon 1 an (5%) ou 5 ans (3,1%).

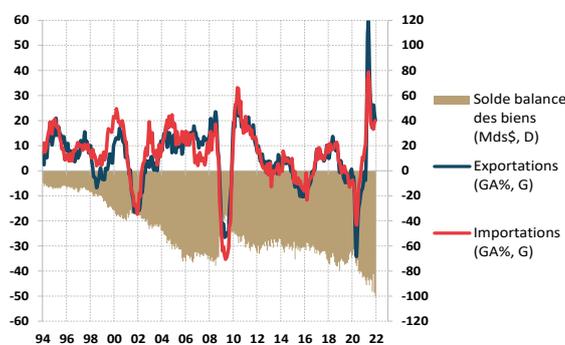
Sur le marché du travail, les nouvelles demandes d'allocation chômage ont reculé de 16 000 personnes la semaine du 5 février et atteignent 223 000 demandeurs. Il s'agit de la troisième semaine consécutive de recul, suggérant que l'impact négatif de la vague épidémique liée au variant Omicron se dissipe peu à peu. Les demandes totales d'allocation chômage sont restées stables à 1,621 millions de personnes.

Du côté du commerce extérieur, le déficit de la balance des biens s'est creusé en décembre et atteint 100 Mds\$ en valeur. Cette nouvelle détérioration est le reflet d'une hausse plus prononcée des importations que des exportations. Dans les deux cas, les flux ont été tirés par les biens de consommation, l'automobile et les biens intensifs en capital. L'écart de vigueur entre les importations et les exportations

résume l'année 2021: sur l'ensemble de l'année, le dynamisme de la demande intérieure a creusé le déficit de la balance des biens à hauteur de 1100 Mds\$, ce qui constitue un nouveau record, après les 920 Mds\$ enregistrés en 2020. En prenant en compte les services, dont le solde est excédentaire, le déficit commercial atteint 860 Mds\$, ce qui reste un niveau historique.

Cette publication est également l'occasion de faire le point sur l'accord commercial dit de phase 1, signé en janvier 2020 entre la Chine et les Etats-Unis. La Chine s'était engagée à augmenter ses achats de biens et services américains en 2020 et 2021 d'au moins 200 Mds\$ au-dessus du niveau de 2017 (151 Mds\$). La Chine devait ainsi acheter pour 228 Mds\$ d'exportations américaines en 2020, puis 274 Mds\$ en 2021, pour un total de 502 Mds\$. Au terme de cette période de 2 ans, les importations chinoises en provenance des Etats-Unis se sont limitées à 289 Mds\$, soit 57% de l'objectif initial. Si la pandémie et la récession mondiale en 2020 expliquent cette contre-performance, les chances d'atteindre ce niveau d'importations semblaient faibles dès le départ, au regard des droits de douanes qui restaient en vigueur. Au final, les exportations vers la Chine n'ont même pas atteint le niveau de 2017 (144,4 Mds\$ en moyenne sur 2020 et 2021), et la Chine n'a rien acheté des 200 Mds\$ supplémentaires qui étaient prévus. Des responsables de l'administration Biden ont déclaré que des comptes seraient demandés à la Chine, mais aucune mesure précise n'a été divulguée à ce stade. **La perspective d'une nouvelle montée des tensions commerciales entre les deux superpuissances est clairement à envisager.**

Etats-Unis : Commerce extérieur (Valeur)



Source: US Commerce Department, Thomson Reuters, Covéa Finance

Dernier point : **déc-21**

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Indice de confiance NFIB	Indice	janv.-22	97,1	98,9	103,0	99,6
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	févr.-22	61,7	67,2	96,0	81,5
Inflation	IPC, GA%, NCVS	janv.-22	7,5	7,0	1,8	1,2
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	janv.-22	6,0	5,5	2,2	1,7
Importations	Val, NCVS, GA%	déc.-21	19,7	22,0	-1,7	-6,3
Exportations	Val, NCVS, GA%	déc.-21	20,4	23,6	-1,4	-13,3

*Du 07/02/2022 au 13/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

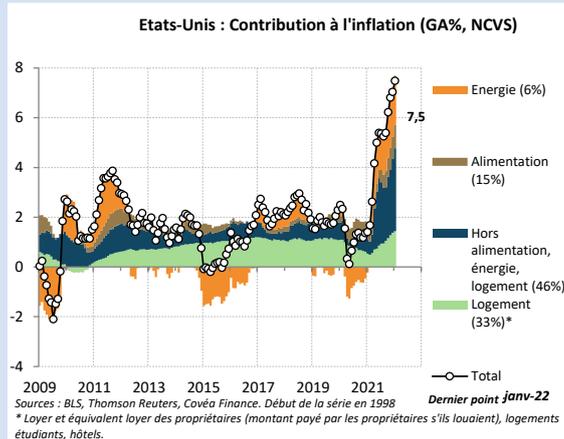
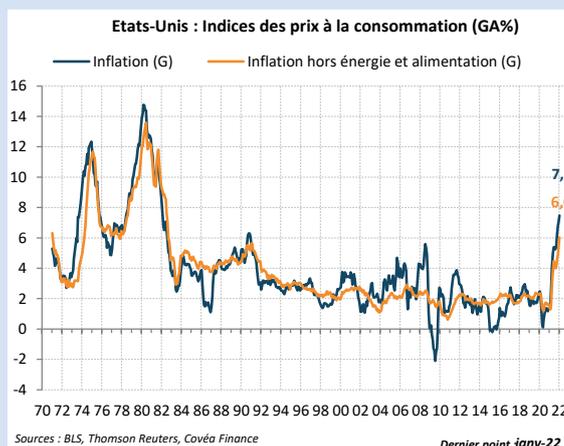
Focus Macro : La vigueur de l'inflation se renforce et teste la Réserve fédérale.

L'accélération de l'inflation américaine se poursuit en ce début d'année 2022. La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation a atteint 7,5% en janvier, après 7% en décembre 2021. Cette publication, supérieure aux attentes des prévisionnistes, constitue le plus haut niveau d'inflation enregistré depuis 40 ans aux Etats-Unis et relance les perspectives d'un resserrement plus rapide de la politique monétaire.

La hausse des prix sur le mois s'établit à 0,6%, un rythme similaire à ceux de novembre et décembre, et qui témoigne d'une dynamique robuste. Alors que les prix des carburants enregistrent une baisse pour la première fois depuis avril dernier, les prix de l'énergie progressent tout de même de 0,9% sur le mois en raison d'une forte hausse des prix de l'électricité (+4,2%). **En rythme annuel, la composante énergie, qui représente 7% de l'indice des prix, affiche une croissance de plus de 27%.** Les prix de l'alimentation maintiennent également une tendance soutenue avec une progression de 0,9% sur le mois et une croissance annuelle de 7%. Hors alimentation et énergie, l'indice des prix progresse de 0,6% en glissement mensuel et le taux d'inflation annuel atteint 6%, là aussi un plus haut depuis 1982.

Une nouvelle fois, les prix des véhicules d'occasion s'inscrivent en nette progression (+1,5% en glissement mensuel), tandis que ceux des véhicules neufs n'ont presque pas évolué, après une année 2021 très dynamique. Cette stabilité peut signaler un début d'amélioration sur la chaîne d'approvisionnement, mais pourrait également être liée aux communications récentes de certains constructeurs (GM et Ford) qui ont dénoncé les concessionnaires qui dépasseraient outrageusement les prix catalogues et menacé de leur réduire les livraisons de véhicules. A l'occasion de la mise à jour biennale des poids dans le panier de consommation, celui des prix des véhicules (neufs et occasion) est passé de 7,5% en 2021, à 9,2% en 2022, reflétant l'augmentation exceptionnelle des prix de cette catégorie sur la période récente. Ainsi, tout mouvement sur les prix des véhicules, que ce soit une poursuite de l'augmentation, ou un recul en lien avec une normalisation des perturbations des chaînes de production, aura un impact plus important sur l'indice des prix en 2022. **Dans les autres catégories de biens, la dynamique de prix a été soutenue dans l'habillement (+1,1% en glissement mensuel), le mobilier (+2,4%) ou encore l'électroménager (+1,5%).** Le renforcement de la hausse des prix touche également les services, à l'image des services de transports dont les prix progressent de 1%, ou encore la santé (+0,6%). Par ailleurs, la composante logement continue d'afficher des hausses solides, reflet de l'accélération des prix de l'immobilier engagée depuis mi-2020. Les loyers enregistrent ainsi une augmentation de 0,5% sur le mois, la plus forte progression mensuelle depuis 1992. Les loyers imputés (loyers que les propriétaires devraient payer s'ils étaient locataires de leur logement) affichent une hausse de 0,4%, tandis que les prix dans l'hôtellerie reculent de 3,9%, probablement une conséquence de la vague Omicron.

La vigueur est donc généralisée, tant dans les biens que les services, et confirme la diffusion des pressions inflationnistes. Parmi les 74 sous-catégories de l'indice, **près de 60% présentent désormais une croissance annuelle des prix supérieure à 4%** Dans ce contexte, la question d'un ajustement plus abrupte de la politique monétaire de la Réserve fédérale pour contrer l'inflation se pose. En début de semaine, les déclarations des membres du comité de politique monétaire (James Bullard et Loretta Mester, votants) semblaient indiquer qu'une hausse de 25 points de base était toujours privilégiée pour la prochaine réunion du 15 mars. Au lendemain de la publication des chiffres d'inflation, James Bullard, Président de la Réserve fédérale de Saint Louis, annonçait un changement radical d'approche et se déclarait favorable à un ajustement de 100 points de base du taux directeur d'ici fin juin, avec une hausse de 50 points de base en mars et éventuellement un ajustement entre deux réunions de politique monétaire. **Si M. Bullard est bien connu pour ces positions agressives vis-à-vis de la lutte contre l'inflation, ce revirement nous indique que le rapport d'inflation de janvier pourrait faire bouger les lignes au sein du comité de politique monétaire.**



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

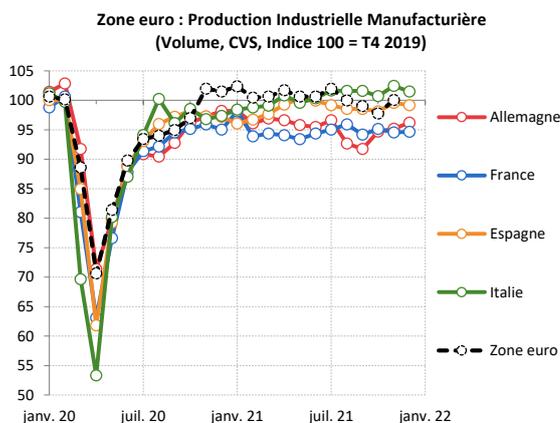


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'industrie allemande enregistre son troisième mois consécutif de progression »

Cette semaine, la Commission européenne a dévoilé ses nouvelles projections macroéconomiques. La Commission note un ralentissement de la croissance au cours des derniers mois, sous l'effet de la dégradation des conditions sanitaires, de l'accélération des prix et de contraintes d'offres persistantes. Elle s'attend toutefois à une reprise de l'activité au cours du second semestre, sous réserve d'une normalisation des chaînes d'approvisionnement et des tensions inflationnistes. Dans ce contexte, la prévision de croissance pour 2022 a été légèrement revue à la baisse (4,0% contre 4,3% lors des prévisions de l'automne dernier) tandis que celle de 2023 a été rehaussée (2,7% contre 2,4% précédemment). Les prévisions d'inflation ont pour leur part été revues considérablement à la hausse, sous l'effet d'une augmentation des prix de l'énergie, mais aussi d'une diffusion des tensions inflationnistes. Le service économique de la Commission estime que l'inflation atteindra 3,5% en 2022 et 1,7% en 2023 (contre 2,2% et 1,4% précédemment). La Commission estime que l'inflation devrait atteindre son pic au cours du premier trimestre 2022 avant de se résorber et de repasser en dessous de la cible des 2%. La prévision d'inflation de la Commission pour 2022 est inférieure à celle présentée par la BCE en décembre dernier, qui prévoyait une inflation à 1,8%.



Sources : Commission Européenne, Eurostat, Covéa Finance

L'industrie affiche une dynamique relativement contrastée au mois de décembre. Avec une hausse mensuelle de 1,1%, la production manufacturière allemande enregistre son troisième mois consécutif de progression. Cette dynamique s'explique notamment par la reprise du secteur automobile, qui enregistre un nouveau mois de forte hausse (+12%). La production manufacturière allemande a progressé de 1,8% au cours du trimestre et a donc vraisemblablement permis de limiter la chute de l'activité (le PIB recule de 0,7% sur le trimestre). L'industrie allemande demeure 4% en deçà de son niveau d'avant-crise. La bonne tenue des commandes adressées à l'industrie et la faible niveau des stocks suggèrent toutefois, à condition que les tensions sur les chaînes d'approvisionnement s'atténuent, un potentiel de reprise. La production manufacturière recule en revanche en Espagne et en Italie, ce qui conduit à une quasi-stagnation de l'industrie dans les deux pays (0,2% et -0,1% respectivement).

La construction recule très nettement en décembre en France et en Allemagne. Cette dernière enregistre un repli mensuel d'environ 7% au sein des deux pays et contribue négativement à la croissance de l'activité au cours du quatrième trimestre. Le secteur de la construction continue de souffrir de contraintes de main-d'œuvre et d'approvisionnement importantes.

Les flux commerciaux restent dynamiques en décembre. Les exportations allemandes de biens enregistrent une hausse de 0,9% relativement au mois précédent tandis que les importations progressent de presque 5%. Dans ce contexte, le solde commercial (en valeur) recule et atteint un plus bas depuis 2020. La détérioration des termes de l'échange entraîne donc une détérioration de la balance commerciale allemande. En France, le commerce connaît une évolution semblable avec une progression des importations tandis que les

exportations s'inscrivent en baisse. L'évolution des prix des biens énergétiques n'explique toutefois pas tout. En effet, le solde commercial hors biens énergétiques s'inscrit lui aussi en nette baisse.

La semaine a été émaillée de nombreux discours de la part des membres de la BCE. J. Nagel, le nouveau président de la Bundesbank a, dans le sillage de K. Knot la semaine passée, déclaré qu'un arrêt des achats d'actifs et qu'une hausse de taux pourraient être appropriés dès cette année pour faire face à une inflation élevée. À contre-courant de ses collègues allemands et néerlandais, Philip Lane, chef économiste de la BCE, a fait preuve d'un ton plus accommodant. Il note que, dans la mesure où les goulets d'étranglement sur l'offre vont finir par se desserrer, l'inflation devrait retourner à sa tendance de long terme sans nécessiter d'ajuster de manière significative la politique monétaire. Philip Lane souligne que la trajectoire de l'inflation à plus long terme dépendra d'abord des salaires. Il note que les tensions salariales restent pour le moment contenues dans un marché du travail qui ne montre pas de signe de surchauffe et souligne toutefois que certains éléments (notamment des enquêtes auprès des entreprises de la Zone euro) signalent un début d'accélération qui doit encore être confirmée. Enfin, Isabel Schnabel, membre du conseil, a adopté une approche plus mesurée et a souligné qu'une hausse de taux, bien que n'ayant aucun effet sur les prix de l'énergie, limitera les risques de désancrage des anticipations d'inflation.

Au Royaume-Uni, l'activité enregistre une progression de 1,0% au quatrième trimestre, inchangée par rapport au trimestre précédent. Selon l'estimation préliminaire (souvent révisée ultérieurement de manière significative), la consommation explique l'essentiel de la progression. Avec une croissance de 1,2% sur le trimestre, elle reste inférieure de 0,4% par rapport à son niveau du T4 2019. L'investissement enregistre également une progression, avec une hétérogénéité marquée entre l'investissement résidentiel (supérieur de 7,5% à son niveau d'avant-crise) et l'investissement non résidentiel (inférieur de 4,4%). Au total, l'économie britannique a enregistré une croissance de 7,5% en 2021, après un recul record de 9,4% en 2020. La reprise reste incomplète au T4 2021, avec un PIB encore inférieur de 0,4% par rapport au niveau d'avant-crise.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
AL	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	déc.-21	-4,2	-2,2	-3,2	-8,1
IT	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	déc.-21	4,6	6,4	-1,2	-11,0
ES	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	déc.-21	1,3	4,6	0,7	-9,5
RU	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	déc.-21	0,4	-0,2	3,6	-8,4
	PIB Vol, CVS, GA%	T4 21	6,5	7,0	1,7	-9,4

*Du 07/02/2022 au 13/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe

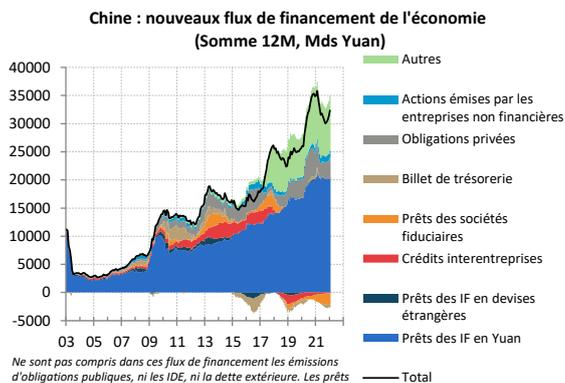


Suivi Macroéconomique

Asie

« L'inertie salariale japonaise éloigne encore davantage les perspectives de resserrement monétaire »

Soutenus par les assouplissements des autorités chinoises, les flux de financement poursuivent leur progression en janvier. En effet, la croissance des financements agrégés de l'économie (TSF) accélère à 10,5% en glissement annuel (après 10,3% en décembre). Malgré un très léger ralentissement de la croissance du stock des prêts bancaires en glissement annuel à 11,5%, les données sur les nouveaux prêts contractés en janvier rapportent une dynamique marquée (3 980 Mds de Yuan, un plus haut historique sur un mois) qui peut notamment refléter l'assouplissement monétaire des deux derniers mois. Cette dynamique du crédit a surtout été tirée par les entreprises, ce qui pourrait signaler un renforcement des investissements industriels et en infrastructures. Les prêts aux ménages se sont également redressés quelque peu après le déclin du mois précédent mais restent relativement modestes en lien avec une demande toujours fragilisée par les incertitudes sur le secteur immobilier et l'environnement sanitaire.



Au Japon, le dynamisme des prix à la production continue de contraster avec l'atonie des prix à la consommation. En effet, l'inflation des prix à la production s'est maintenue à un niveau historiquement élevé en janvier à 8,6% en glissement annuel. En rythme mensuel, l'évolution des prix accélère à 0,5% après la modération du mois de décembre (-0,2%). Ce redressement mensuel semble refléter la poursuite de la dépréciation du Yen, la reprise des prix du pétrole mais aussi la hausse des prix des composants automobiles qui restent lourdement affectés par des problèmes d'approvisionnement. Malgré une certaine accélération sur les derniers mois, la dynamique des prix à la consommation reste bien plus faible (inflation à 0,8% en décembre) ce qui implique une transmission qui demeure modeste de la hausse des prix à la production.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
CH	Total des flux de crédit GA%	janv.-22	10,5	10,3	10,7	13,3

*Du 07/02/2022 au 13/02/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Si des pressions extérieures se répercutent de plus en plus sur les prix, les salaires japonais restent, pour l'heure, dissociés de cette dynamique. En dépit du resserrement du marché du travail, aucune pression à la hausse sur les salaires n'est donc à signaler pour l'instant. Toutefois, ce recul reflète notamment le déclin des « paiements spéciaux » (primes et remboursements des frais de déplacement), qui était la composante qui avait le plus soutenu les salaires sur les deux derniers mois. Or, cette composante « paiements spéciaux » est particulièrement volatile et sujette à d'importantes révisions. En effet, la croissance du salaire mensuel par employé sur le mois de novembre a été revue à la hausse de 0% à 0,8% du fait de cette composante. Quoi qu'il en soit, la dynamique des salaires reste très éloignée du taux de croissance de 3% que le gouverneur de la Banque du Japon, H. Kuroda, avait évoqué comme nécessaire pour atteindre la cible d'inflation de 2%.

Dans ce contexte, la Banque du Japon (BoJ) réaffirme son orientation en faveur du maintien d'une politique monétaire accommodante. Le gouverneur Kuroda a en effet déclaré dans une interview qu'il n'y avait « aucune chance » que la Banque du Japon n'amorce un resserrement de sa politique monétaire avant la fin de son mandat qui est prévue en avril 2023. Il a également rappelé que l'option d'un resserrement monétaire ne serait même pas discuté au regard des perspectives actuelles sur les prix – l'inflation est actuellement prévue à 1,1% en 2022 et 2023. Par ces déclarations, le gouverneur de la BoJ cherche notamment à s'opposer au renforcement des anticipations d'ajustement de la politique monétaire qui ont progressé en lien avec la dynamique internationale des politiques monétaires.

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 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

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

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

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

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

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

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

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

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