

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

29 novembre 2021

Délétère

On le savait pourtant déjà. La directive européenne sur le gaz impose que l'opérateur du gazoduc Nord Stream 2 soit organisé sous une forme juridique de droit allemand. La filiale suisse de Gazprom doit donc changer de juridiction et déplacer des actifs et des ressources humaines en Allemagne. Un retard certain dans la distribution de ce gazoduc est à prévoir et hypothèque l'équilibre du marché alors que l'approvisionnement additionnel russe repose sur des considérations géopolitiques. Et la recrudescence des mouvements de troupes russes à la frontière orientale de l'Ukraine laisse peu d'attentes dans une reprise forte des exportations en transit par les réseaux ukrainiens, tout comme la crise entre la Biélorussie et la Pologne n'encourage pas l'espoir en Yamal, le gazoduc qui traverse ces 2 pays.

Le gaz est pourtant un facteur d'importance dans le processus de transition énergétique. Complémentaire aux énergies renouvelables, on le dit stockable, transportable et dense en énergie. Mais cette transition sera longue et la Russie voudrait l'accompagner à travers des accords pluriannuels et des contrats de tarification de long terme. En attendant, les prix du gaz en Europe ont progressé très fortement, ils ont été multipliés par 5 en octobre 2021 vs fin 2020 soit l'équivalent à même intensité énergétique qu'un prix de plus de 175\$ le baril de pétrole. Une frénésie qu'expliquent une demande forte, une offre peu flexible et une prime de risque de pénurie sur des marchés devenus très financiarisés. Cette hausse repose d'ailleurs la question du fonctionnement du marché de l'électricité dont le gaz est l'un des déterminants « marginaux » du prix avec le charbon. Car cette envolée autoalimente aussi celle du charbon par le jeu d'électriciens toujours contraints de trouver des ressources primaires.

Cette situation de déséquilibre pourrait perdurer en Europe avec les engorgements des chaînes d'approvisionnement maritimes alors même que la Chine et les Etats-Unis multiplient les contrats d'achats de gaz naturel liquéfié en dépit de l'extrême tension de leur relation. L'Asie reste en effet le client privilégié des exportateurs de gaz au regard de la prime que les pays asiatiques sont prêts à payer pour acheminer cette matière première vers leurs usines, et leurs stocks stratégiques sur fond d'engagement de décarbonation.

Le gaz est bien un enjeu dans le cadre des politiques énergétiques respectives des 2 grands pays de l'Union Européenne. En Allemagne, le réseau de transport de l'énergie renouvelable est sous-dimensionné au regard de la dispersion géographique des lieux de production et des risques de coupures intermittentes. En France, l'échéancier des fermetures des anciens réacteurs nucléaires laisse peu d'espace pour des délais de construction imprévus des EPR... Le gaz et les autres matières premières sont l'une de nos clés de lecture avec le dollar et le pétrole. Des clés qui nous aident à comprendre le monde et alimentent nos réflexions par les multiples facettes géo-économiques qui les animent.

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

- L'Eco de la semaine
- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« ...Un facteur d'importance dans le processus de transition... »

Evolution du ICE Endex Dutch TTF Natural Gas Future depuis le début de l'année



Sources : Covéo Finance, Bloomberg

Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	26/11/21	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,132	1,148	1,191	-1,4	-5,0
€ / £	0,849	0,856	0,892	-0,9	-4,8
€ / Yen	128,35	130,75	124,22	-1,8	3,3
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	73	83	48	-12,0	52,1
Indice CRB*	569	570	572	-0,3	-0,6
Prix de l'once d'Or	1 786	1 848	1 784	-3,4	0,1
Prix de la tonne de cuivre	9 460	9 533	7 403	-0,8	27,8
Indice Baltic Dry**	2 767	2 861	1 219	-3,3	127,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 555	4 536	1 001	0,4	355,1

Sources : Bloomberg, Covéo 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

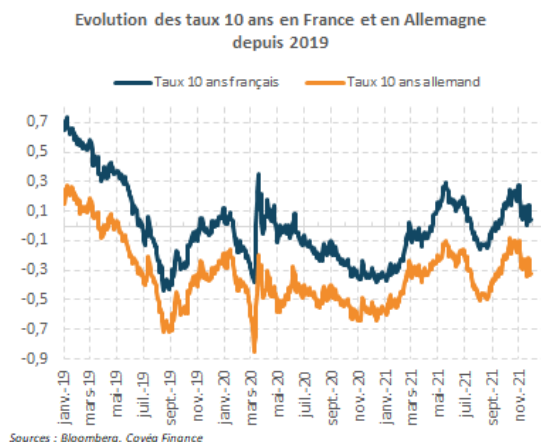
Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les discours persistants des banquiers centraux de la zone Euro quant à la fin du PEPP (programme d'achats d'actifs face à la crise pandémique) ont tiré les taux européens à la hausse en début de semaine dernière, à l'image du 10 ans français qui a atteint 0,17% en milieu de semaine. Mais l'arrivée d'un nouveau variant ainsi que la fermeture des frontières de plusieurs pays européens ont de nouveau tiré à la baisse les taux en zone Euro. Ainsi le 10 ans français a reflué vers 0,11% vendredi et ouvrira ce matin autour de 0,04%. Les pays périphériques et l'Italie en particulier, ont, dans ce contexte, été « chahutés » et se sont écartés contre Allemagne.

Sur le marché du crédit on assiste, depuis déjà plusieurs semaines, à des tensions et plus particulièrement sur la catégorie haut rendement. Ce mouvement s'est accentué en fin de semaine avec en particulier le secteur du tourisme qui s'est violemment tendu à l'image d'AF-KLM, easyjet, Fraport et Ryanair.

Le marché primaire, de son côté, a été peu actif sur la semaine avec 4.8 Mds€ qui ont été émis. Les 2/3 des volumes étaient sous format « responsable ».



Le Focus de la semaine : Davantage de dettes avec moins de titres disponibles.

Les banques centrales ont acquis des montants d'actifs très substantiels durant la dernière crise sanitaire. La BCE, pour sa part, a acheté depuis mars 2020 1 520Md€ d'obligations dans le cadre du seul PEPP (programme d'achat d'actifs lié à la pandémie), soit 14% du PIB de la zone euro. L'ampleur de ces achats a conduit à une offre nette de titres négative pour le marché, depuis 2 ans.

La BCE mesure le niveau de liquidité avec la notion de « flottant » de dettes souveraines. C'est la part de l'encours de dette négociable (ramenée en équivalent 10 ans pour avoir une mesure comparable) qui n'est détenue ni par des banques centrales dans le cadre des programmes d'achats d'actifs ou de gestion des réserves de change, ni entre les mains d'assureurs et de fonds de pension qui répondent à des exigences d'actif passif.

Ainsi, le flottant moyen pour les 4 grands pays de la zone euro (Allemagne, France, Italie, Espagne) est d'un peu plus de 35% en mars 2021.

La situation est la plus tendue pour la dette allemande, avec un flottant inférieur à 10% alors que la dette française, dans sa catégorie de notation, apparaît clairement comme la plus liquide en Europe, avec un niveau de 30%.

Cette situation de rarefaction des titres de bonne qualité n'est pas sans conséquences. Elle explique en grande partie les tensions actuelles sur le marché du prêt-emprunt de titres et des pensions livrées.

De plus, ce stock de titres entre les mains des banques centrales, et ce pour encore de nombreuses années, contribue au maintien de taux durablement bas. La situation de rareté des titres pourrait toutefois s'améliorer quelque peu, en 2022, avec les perspectives de réductions des programmes d'achats, si la situation sanitaire le permet !

Eric Le Coz

Responsable Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)		
	26/11/21	J-7	dernier PEF	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier PEF	31/12/20	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y		
Taux directeurs													
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00				
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00				
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00				
Banque d'Angleterre	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00				
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00				
Taux 10 ans													
Etats-Unis	1,47	1,55	1,55	0,91	0,88	-7	-8	56	59	97	35		
Allemagne	-0,34	-0,34	-0,25	-0,57	-0,59	1	-9	23	25	43	35		
France	0,04	0,01	0,11	-0,34	-0,35	3	-8	37	39	85	73		
Italie	0,97	0,86	0,94	0,54	0,60	11	4	43	37	124	84		
Royaume-Uni	0,83	0,88	0,93	0,20	0,28	-5	-10	63	54	37	10		
Japon	0,07	0,08	0,06	0,02	0,03	-1	1	5	5	20	60		
Crédit													
Indice Itraxx Main	57,8	49,5	48,9	47,9	49,2	8,2	8,8	9,8	8,6				
Indice Itraxx Crossover	289,6	251,7	248,0	242,5	269,5	37,9	41,6	47,1	20,0				

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

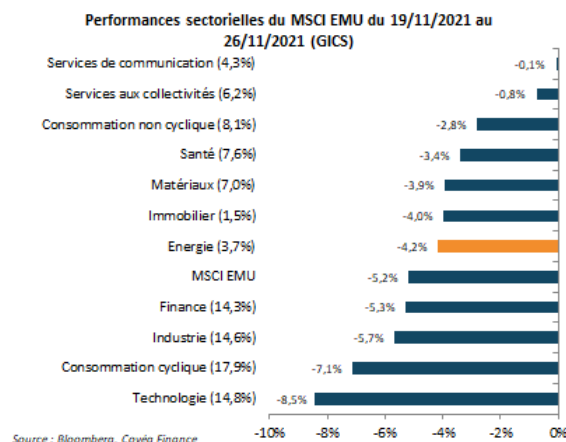
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens corrigent de -5,2% sur la semaine écoulée (indice MSCI EMU), pénalisés par les risques de propagation du nouveau variant sud-africain pour lequel on ne sait encore si les vaccins seront efficaces. Plusieurs pays européens dont l'Allemagne enregistrent de nouveaux records de contamination et l'Autriche met en place des mesures de confinement. Le secteur de la technologie se démarque en affichant un repli hebdomadaire de 8,5%. Il reste néanmoins la meilleure performance sectorielle sur 2021 à +34,6%. Le secteur des services aux communications se distingue avec une baisse de seulement -0,1% sur la semaine alors même que le fond KKR fait une offre de 10,8 Mds€ sur Telecom Italia. Le secteur des services aux collectivités résiste également en relatif, affichant une baisse hebdomadaire de -0,8% mais figurant parmi les moins bonnes performances sur 2021 (-0,8%).

En termes de performance géographiques, on notera la surperformance hebdomadaire en zone hors euro de la Suisse (-2,2% en euros) et du Royaume-Uni (-3,4% en euros). La Suède affiche la moins bonne performance hebdomadaire (-7,5% en euros sur la semaine), pénalisée par ses valeurs cycliques.



Le Focus de la semaine : Le secteur de la consommation non cyclique s'adapte aux nouveaux modes de consommation

Le secteur de la consommation non cyclique s'est illustré au cours de ces derniers jours par de nombreuses annonces mettant en avant sa capacité d'adaptation, un thème d'investissement qui retient toute notre attention dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières. Concrètement, les groupes de consommation non cyclique sortent des activités non stratégiques pour libérer des moyens qui vont leur permettre d'étendre leur empreinte opérationnelle sur leur cœur de métier, soit par des investissements en interne soit par des acquisitions qui leur font gagner du temps dans un contexte où la vélocité des changements a considérablement augmenté.

Les sociétés souhaitent notamment faire de la digitalisation un vecteur de croissance et investissent pour cela. C'est le cas de Nestlé qui communique ce mois-ci aux investisseurs son objectif de réaliser 25% de ses ventes au travers du canal du commerce en ligne en 2025 versus 13% actuellement. C'est également le message de Diageo qui indique avoir lancé 9 nouveaux sites internet pour ses marques en 2021, portant le total de sites à 28. Parallèlement, le leader mondial des spiritueux revoit en hausse ses perspectives de croissance annuelle de son activité, de 4-6% à 5-7% à horizon 2025. D'autre part la capacité d'adaptation se décline sous l'angle « externe » : le portefeuille d'activités des groupes de consommation évolue dans une dynamique pouvant être géographique ou encore de gestion du portefeuille de marques. A ce titre, Heineken se renforce sur son cœur de métier stratégique avec l'acquisition de l'acteur sud-africain Distell pour un montant de 2,5 milliards d'euros, créant ainsi un des cinq principaux pôles géographiques du groupe. De son côté, Unilever finalise un accord de cession de son activité de thé (dont Lipton) avec CVC Capital Partners pour une valeur d'entreprise de 4,5 milliards d'euros. Le groupe néerlandais souhaite recentrer ses activités sur les segments qu'il définit comme stratégiques de la nutrition à base de plantes, des compléments alimentaires et de la beauté haut de gamme. Autant de leviers de création de valeur face aux nouveaux mode de consommation qui n'échappent pas aux activistes comme le démontre ce mois-ci le fond Elliott en s'invitant au capital du distributeur Ahold Delhaize, alors même que ce dernier annonce la cotation prochaine de sa filiale de e-commerce Bol.com.

Valérie Maillard

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	26/11/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/20	sur 12 mois				
MSCI EMU	147,6	155,7	155,2	128,2	126,2	-5,2	↓	-4,9	↓	15,1	↑	17,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 059	1 099	1 096	955	926	-3,7	↓	-3,4	↓	10,8	↑	14,4	↑
MSCI EMU Small Cap	466,7	487,8	504,3	432,7	402,1	-4,3	↓	-7,5	↓	7,9	↑	16,1	↑
MSCI Europe	153,7	160,9	160,1	132,1	130,0	-4,5	↓	-4,0	↓	16,3	↑	18,2	↑
France CAC40	6 740	7 112	7 045	5 551	5 567	-5,2	↓	-4,3	↓	21,4	↑	21,1	↑
Allemagne DAX30	6 447	6 828	6 789	5 954	5 750	-5,6	↓	-5,0	↓	8,3	↑	12,1	↑
Italie MIB	25 853	27 337	27 561	22 289	22 201	-5,4	↓	-6,2	↓	16,0	↑	16,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 044	7 224	7 340	6 461	6 363	-2,5	↓	-4,0	↓	9,0	↑	10,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 300	8 609	8 572	7 229	7 134	-3,6	↓	-3,2	↓	14,8	↑	16,3	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

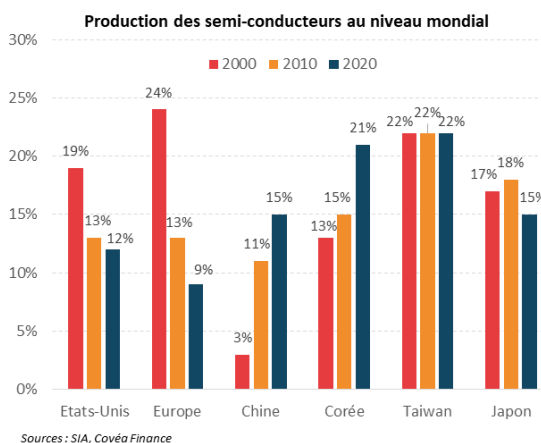
Sur la semaine, les marchés asiatiques sont en forte baisse en raison des inquiétudes quant à la propagation du nouveau variant Sud-Africain. La baisse des marchés chinois s'explique par la volonté du gouvernement de renforcer la réglementation de ses plateformes internet, ainsi que l'ajout d'une douzaine d'entreprises chinoises à la liste noire américaine. L'Inde et Taiwan subissent aussi des prises de profits compte tenu des valorisations élevées sur ces marchés. Au Japon, un plan de relance peu convaincant et le contexte sanitaire tirent le marché à la baisse. En ce qui concerne les nouvelles transverses et notamment les enjeux de souveraineté, notons que la Chine, via la convocation de 1 800 sociétés en comité spécifique, accélère le développement de produits ayant pour but de remplacer les produits américains. De plus, Hua Hong Semi, le deuxième fabricant de puces du pays, a informé ses clients non chinois qu'il n'honorait pas ses engagements, préférant approvisionner le marché local.

Pour les mêmes raisons que celles évoquées en Asie, la bourse américaine se replie de 2% sur une semaine écourtée par Thanksgiving. Au-delà de la découverte du nouveau variant Sud-Africain, l'élément clé de la semaine aura été l'annonce conjointe entre les Etats Unis, le Japon, la Chine, l'Inde et l'Australie du déblocage d'une partie de leurs réserves stratégiques de pétrole. Cette annonce n'a pas engendré de baisse immédiate des cours du pétrole, compte tenu de la réaction rapide des représentants de l'OPEP+ qui ont déclaré être prêts à reconsidérer à la baisse leur plan d'augmentation progressive de la production. En fin de semaine, les cours du pétrole se sont néanmoins violemment ajustés à la baisse, souffrant des annonces de confinement ou de fermeture partielle de frontières dans le monde. Enfin, la fin de saison de publications de résultats (distributeurs de prêt-à-porter tels que Gap, Abercrombie, Foot Locker, Urban Outfitter) continue de montrer l'impact négatif des perturbations des chaînes d'approvisionnement que nous évoquons régulièrement, entraînant de fortes baisses des titres.

Le Focus de la semaine : Un monde bipolaire : Chine – Etats Unis

Malgré la tenue récente d'une rencontre virtuelle entre les présidents Joe Biden et Xi Jinping, les tensions entre Pékin et Washington ne semblent pas s'estomper. Au-delà de l'ajout cette semaine de plusieurs sociétés technologiques chinoises à la liste noire (notamment dans le domaine de l'informatique quantique), le gouvernement américain aurait également découragé deux entreprises d'augmenter leurs capacités de production en Chine : l'américain Intel et le sud-coréen SK Hynix. Dans le cas d'Intel, l'administration américaine s'est appuyée sur un décret signé l'été dernier qui interdit aux sociétés américaines d'investir dans des projets technologiques potentiellement en lien avec l'armée chinoise. Cette opposition reflète surtout la volonté américaine de rapatrier la production de semi-conducteurs sur le territoire national, au moment où elle déploie des subventions très généreuses pour l'installation de ses nouvelles usines (confirmation cette semaine d'un investissement de \$17 milliards de Samsung au Texas). D'un autre côté, SK Hynix comptait installer sur le sol chinois de nouvelles machines permettant de fabriquer les technologies de mémoire les plus avancées. L'intervention du gouvernement américain sur SK Hynix pour s'opposer à cet investissement met en exergue la volonté de Washington d'éviter tout transfert technologique, sous couvert qu'une partie des technologies seraient assises sur de la propriété intellectuelle américaine.

Après des années d'utilisation de l'arme du dollar pour imposer des sanctions aux entreprises internationales (principe d'extraterritorialité), l'administration américaine utilise de plus en plus l'arme de la propriété intellectuelle et du risque d'atteinte à la sécurité nationale pour contraindre les multinationales à choisir leur camp. Tel que nous le décrivons régulièrement dans nos Perspectives Economiques et Financières, un monde bipolaire se dessine de plus en plus.



Kévin Berton

Assistant de Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	26/11/21	J-7	date PEF	31/12/20	T-12 mois	en devise locale			en €				
						J-7	depuis le dernier pef	depuis le 31/12/20	sur 12 mois	J-7	depuis le dernier pef	depuis le 31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 595	4 698	4 647	3 756	4 701	-2,2 ↓	-1,1 ↓	22,3 ↑	-2,3 ↓	-2,4 ↓	0,3 ↑	32,0 ↑	2,9 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 899	35 602	36 080	30 606	35 804	-2,0 ↓	-3,3 ↓	14,0 ↑	-2,5 ↓	-2,2 ↓	-1,9 ↓	23,1 ↑	2,6 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 492	16 057	15 623	12 888	15 845	-3,5 ↓	-0,8 ↓	20,2 ↑	-2,2 ↓	-3,8 ↓	0,6 ↑	29,7 ↑	2,9 ↑
Japon Nikkei 300	418	430	422	382	371	-2,9 ↓	-1,0 ↓	9,3 ↑	12,6 ↑	-2,7 ↓	0,8 ↑	7,4 ↑	9,0 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 936	2 971	2 930	2 821	2 626	-1,2 ↓	0,2 ↑	4,1 ↑	11,8 ↑	-0,8 ↓	2,4 ↑	3,6 ↑	10,1 ↑
Chine - Shanghai	3 564	3 560	3 507	3 473	3 370	0,1 ↑	1,6 ↑	2,6 ↑	5,8 ↑	0,0 ↑	3,6 ↑	13,6 ↑	14,5 ↑
Hong Kong Hang Seng	24 081	25 050	24 813	27 231	26 819	-3,9 ↓	-3,0 ↓	-11,6 ↓	-10,2 ↓	-4,3 ↓	-1,7 ↓	-5,1 ↓	-6,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 223	1 269	1 274	1 291	1 230	-3,6 ↓	-4,0 ↓	-5,3 ↓	-0,5 ↓	-3,9 ↓	-2,6 ↓	2,2 ↑	4,7 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Faut-il s'inquiéter de la disparition de la valeur ajoutée ? Il y a en effet belle lurette que ce solde intermédiaire de gestion a disparu de la plupart des présentations de comptes... et pourtant, il est le constituant de notre Produit Intérieur Brut, et, à l'heure où nos Perspectives Économiques et Financières mettent l'accent sur les perturbations des chaînes d'approvisionnement des entreprises, et des dépendances cruciales ainsi mises à jour, il reste un des éléments scrutés par notre équipe d'analystes.

Tout d'abord, de quoi parle-t-on ? La Valeur Ajoutée est donc un Solde Intermédiaire de Gestion qui montre la richesse brute créée par l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à générer de la richesse par son propre cycle de production. Pour calculer la valeur ajoutée, il faut soustraire du chiffre d'affaires de l'entreprise le montant total de ses consommations intermédiaires, à savoir la valeur des produits et/ ou services achetés à d'autres entreprises pour être incorporés dans sa production. La valeur ajoutée obtenue est la valeur ajoutée brute. Elle correspond littéralement à la valeur *ajoutée* par l'entreprise aux ressources qu'elle utilise. Pour atteindre la valeur ajoutée nette, il suffit de retrancher également les amortissements.

La valeur ajoutée se présente généralement sous la forme d'un pourcentage, rapporté au chiffre d'affaires, et variable selon les secteurs d'activité. Sa répartition entre capital et travail permet de mesurer la productivité de chacun de ces postes.

Le partage de cette valeur ajoutée est évidemment un enjeu important : elle se répartit en effet entre les différentes parties prenantes : en rémunérations pour les dirigeants et salariés, en dividendes et rachats d'actions pour les actionnaires, en intérêts pour les banques, en impôts pour l'État, et en investissements. Mais aussi de plus en plus en initiatives en faveur de la société civile, dans le cadre de la responsabilité sociétale des entreprises. Les choix de répartition faits par la Direction des sociétés est un indicateur précieux sur leurs marges de manœuvres, leurs stratégies long terme, et les moyens mis au service de cette stratégie.

Enfin comme toujours, numérateur, dénominateur, évolution dans le temps et comparaison avec les pairs sont quatre éléments indissociables d'une analyse complète de ce ratio.

Sylvaine Rodrigues

Responsable Pôle Analyse Financière et Extra-Financière



Suivi Macroéconomique

L'Eco de la semaine

Les confinements partiels des populations le 22 novembre dernier en Autriche, puis quelques jours plus tard en Slovaquie, deux pays touchés par la 5ème vague du Covid-19, et l'émergence récente d'un nouveau variant, nous rappellent amèrement que la situation sanitaire est encore, à ce jour, loin d'être normalisée. Dans ce contexte, les attentes d'une normalisation de la situation économique, à savoir un retour à une situation telle que nous la connaissions en 2019, ne relèvent-elles pas du mirage?

La 5ème vague de l'épidémie arrive sur l'Europe et conduit à des niveaux de contamination encore jamais vus dans certains pays. C'est en l'occurrence le cas en Autriche, en Allemagne, en Slovénie, ou encore en Slovaquie (voir graphique ci-dessous) et dans de nombreux pays d'Europe de l'Est et d'Europe Centrale, où le nombre de nouveaux cas hebdomadaires dépasse largement les niveaux référencés lors des précédentes vagues.

Même si la vaccination réussit à ralentir la circulation du virus, à réduire le nombre d'hospitalisations, et à réduire encore davantage le nombre de patients nécessitant une prise en charge en soins intensifs, elle n'a pas, à ce stade, été en mesure d'éradiquer le Covid-19 et ses nombreux variants. Certes relativement aux précédentes vagues, **le nombre de personnes hospitalisées est désormais beaucoup plus faible rapporté au nombre total de personnes infectées, mais une circulation trop rapide du virus laisse toujours craindre une saturation des moyens hospitaliers et une surmortalité importante**, y compris dans les pays où la couverture vaccinale* tutoie les 70%. Pour les pays comme l'Autriche, la Slovénie ou encore la Slovaquie, la situation est encore plus préoccupante avec de faibles taux de vaccination de la population (59% en Autriche, 54% en Slovénie, à peine 46% en Slovaquie), obligeant les autorités à remettre en place des mesures contraignantes pour les populations. Or ces pays font partie de la même zone monétaire, avec, aux commandes de la politique monétaire, une seule et unique Banque Centrale, la BCE.

« Une circulation trop rapide du virus laisse toujours craindre une saturation des moyens hospitaliers et une surmortalité... »

« la BCE devra gérer le terme de son programme d'achat d'actifs spécial et la conduite de sa politique monétaire... »

La mise en place de nouvelles mesures de confinement drastiques s'accompagneront probablement de la prolongation de mesures de soutien budgétaire exceptionnelles, et par conséquent du maintien de déficits publics élevés. **C'est dans ce cadre que la BCE devra gérer sur les prochains mois le terme de son programme d'achat d'actifs spécial pandémie, et décider de la conduite de sa politique monétaire, dans un contexte où l'inflation interroge sur son caractère temporaire.**

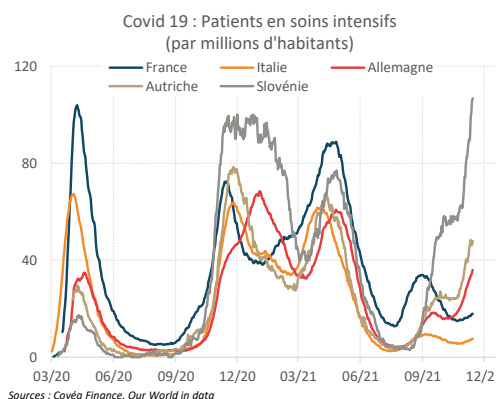
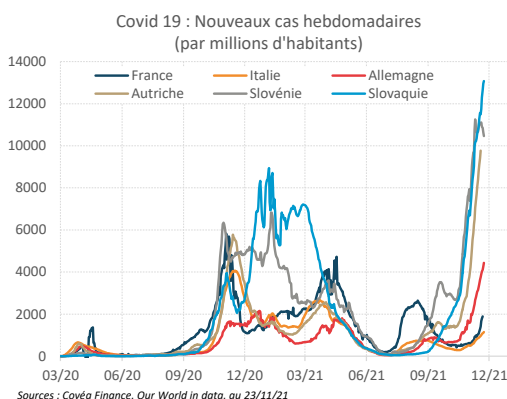
Outre les aspects monétaires, ce nouveau train de mesures restrictives pose naturellement la question de la normalisation d'autres aspects de la vie économique et sociale, des déplacements touristiques, du retour à une consommation de services sans contraintes (transports, spectacles, restaurants, loisirs etc...), de l'emploi.... Au même titre qu'il y eu un avant et un après crise financière de 2008, du moins sur le plan monétaire, il y aura vraisemblablement un après crise pandémique qui sera bien différent de ce que nous avons connu avant 2020.

*personnes validant un schéma complet de vaccination

Frédéric Kleiss
Responsable Pôle Recherche Macroéconomique et Quantitative



Le graphique Macro de la semaine



« Le taux de vaccination de la population sera un des paramètres décisifs pour espérer une forme de normalisation... »

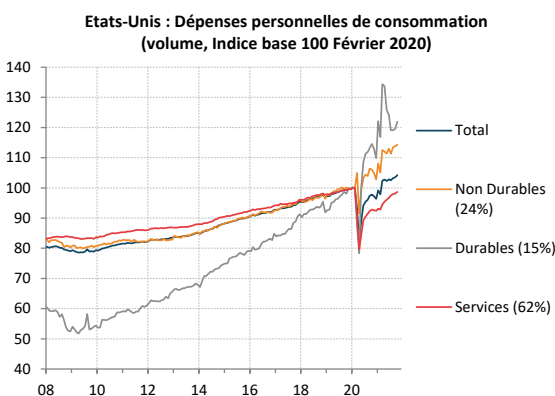
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les pressions inflationnistes questionnent la trajectoire de normalisation de la Réserve fédérale »

Après les ventes au détail publiées la semaine dernière, les données de dépenses des ménages confirment le dynamisme de la consommation en octobre. Les dépenses progressent de 0,7% en volume sur le mois, tirées à la fois par les biens durables (+2%), les biens non durables (+0,4%) et les services (+0,5%), qui enregistrent leur plus forte progression depuis juillet. La restauration et l'hôtellerie restent en difficulté (-0,7%), mais les services de loisirs (+0,5%), de santé (+0,6%) et de finance et assurance (+1,1%) sont bien orientés. Malgré cette reprise, les dépenses en services restent 2% en-dessous de leur niveau pré-crise, tandis que les biens non durables et durables sont respectivement 14% et 22% au-dessus.

Du côté du revenu, la dynamique est restée positive en valeur, avec une progression de 0,5% sur le mois, portée par les revenus salariaux (+0,8%), tandis que les transferts sociaux poursuivent leur retrait (-0,5%). Le taux d'épargne maintient une tendance baissière à 7,3% du revenu disponible, après 8,2%. En volume, le revenu disponible enregistre une légère baisse de -0,3%, reflet de la montée des prix. **Les prix des dépenses personnelles de consommation enregistrent en effet une nouvelle hausse marquée, à +0,6% sur le mois, ce qui pousse la croissance annuelle à 5%, après 4,4% en septembre.** Hors alimentation et énergie, la progression reste significative en glissement mensuel (+0,4%), tout comme en rythme annuel (+4,1% après +3,7%).



Source : Covéa Finance, BEA. Poids en 2020

Dernier point : oct 21

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	oct.-21	3,6	-0,2	4,3	6,8
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	oct.-21	745	742	683	828
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	oct.-21	6340	6290	5327	5658
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	nov.-21	67,4	71,7	96,0	81,5
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	oct.-21	-0,9	-1,1	2,3	6,2
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	oct.-21	6,6	6,3	2,2	-3,8
Salaires horaires nominaux	Vol, CVS, GA%	oct.-21	4,9	4,6	3,3	4,8
PIB	Vol, CVS, GA%	T3 21	4,9	12,2	2,3	-3,4

*Du 22/11/2021 ou 28/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les minutes de la réunion de comité de politique monétaire (FOMC) du 3 novembre témoignent de l'inconfort des membres du comité quant à l'évolution de l'inflation. Les participants soulignent que le variant delta a ralenti la normalisation de l'équilibre entre demande de biens et de services, ce qui contribue aux difficultés d'approvisionnement et alimente la hausse des prix des biens. On peut relever que la publication des données de consommation d'octobre confirme le maintien de ce déséquilibre. Les membres du FOMC citent des risques haussiers sur les prix et reconnaissent que les pressions pourraient prendre plus de temps qu'anticipé à se dissiper. Concernant la politique quantitative, l'ensemble des participants était en faveur d'une annonce de réduction du rythme des achats de titres, mais quelques membres se sont déclarés pour une réduction plus rapide que les 15 Mds\$ chaque mois effectivement annoncés suite à cette réunion. Si ce rythme est maintenu, le programme d'achat prendrait fin mi-juin 2022, ce que certains membres estiment trop lointain en cas de persistance d'une inflation élevée nécessitant un resserrement du taux directeur. La possibilité de voir le rythme de réduction des achats s'accroître s'est accentuée encore en fin de semaine avec les propos de la Présidente de la Fed de San Francisco, Mary Daly, une membre jugée accommodante du FOMC, qui a déclaré que si le marché du travail continue de s'améliorer et que les pressions inflationnistes restent fortes, il faudrait soutenir une accélération de la réduction des achats. Ces déclarations font suite à celles de M. Clarida et M. Waller la semaine dernière et s'inscrivent dans un contexte de montée des prix, comme illustré par les prix des dépenses personnelles de consommation d'octobre (voir supra).

La Maison Blanche a annoncé cette semaine la reconduction de Jerome Powell au poste de Président du Conseil des Gouverneurs de la Réserve Fédérale pour un second mandat de 4 ans. M. Powell devrait donc rester à la tête de la Réserve fédérale jusqu'en février 2026. Par ailleurs, Mme Lael Brainard, un temps pressentie pour remplacer M. Powell, évolue du poste de Gouverneur vers celui de Vice-Présidente. Trois postes sur les sept composant le Conseil des Gouverneurs seront encore à pourvoir dans les prochains mois, dont celui de Vice-Président chargé de la supervision bancaire. La Maison Blanche précise que le Président Biden procédera à ces nominations début décembre, en s'engageant à améliorer la diversité de la composition du Conseil des Gouverneurs.

L'estimation préliminaire du commerce extérieur fait part d'une réduction significative du déficit de la balance des biens en octobre. Le solde passe de 97 à 82,9 Mds\$, sous l'effet d'une hausse généralisée des exportations (+10,7% sur le mois). Les véhicules (+14,4%), les matériaux industriels (+12%) et l'alimentation (+16,5%) tirent cette dynamique, qui pourrait signaler un début d'amélioration de la congestion des ports. Les importations ne progressent que de 0,5% sur le mois, avec des baisses pour les matériaux et les biens intensifs en capital.

Au-delà de l'accélération des exportations, la dynamique des stocks constitue un autre signal favorable sur la thématique des difficultés de la chaîne d'approvisionnement. Les stocks des grossistes ont enregistré en octobre une hausse de 2,2% en valeur selon l'estimation préliminaire, ce qui constitue la plus forte progression enregistrée depuis 1992 (début de la série). Au niveau du secteur manufacturier, les stocks s'inscrivent également en hausse (+0,8%), tandis que les détaillants enregistrent une amélioration modeste (+0,1%). Cette tendance positive suggère une capacité retrouvée à reconstituer les stocks, mais ces données étant publiées en valeur, la hausse des prix peut également être un élément sous-jacent au rebond des stocks.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



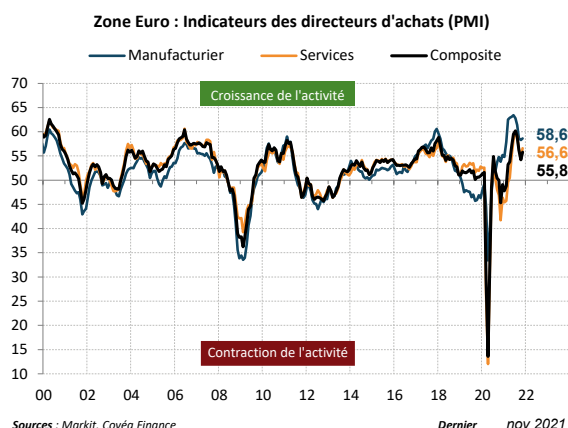
Suivi Macroéconomique

Europe

« Une coalition gouvernementale inédite prend la tête de l'Allemagne »

En Allemagne, le SPD, les Verts et les Libéraux se sont entendus pour la formation d'une coalition gouvernementale. Cet accord est intervenu deux mois après les élections, ce qui est relativement rapide au regard des six mois nécessaires à la formation d'un gouvernement en 2017. Le social démocrate O. Scholz, ministre des finances et vice chancelier depuis 2018, devrait prendre la tête de cette coalition « feu de circulation » et succéder ainsi à A. Merkel à la position de Chancelier. Il convient néanmoins de préciser que cette coalition devra encore être approuvée au sein des partis avant de pouvoir être officialisée au Bundestag à l'occasion d'un vote qui devrait se tenir lors de la deuxième semaine de décembre. La formation de ce gouvernement devrait ainsi confirmer que la CDU/CSU intégrera l'opposition pour la première fois en 16 ans. Concernant les principaux portefeuilles ministériels, les Verts devraient notamment obtenir les affaires étrangères

et le climat tandis que le très stratégique ministère des finances devrait revenir aux Libéraux et en particulier à Christian Lindner, le président du parti, qui est réputé pour ses positions en faveur de l'austérité budgétaire. Aussi, les ministères de l'intérieur, de la défense, de la construction, de la santé et du travail iront au SPD. Parmi les principales annonces de la coalition nous retrouvons le projet de revenir aux règles de rigueur budgétaire en 2023, ce qui concerne en particulier le « frein à l'endettement ». A l'image des oppositions idéologiques au sein de la coalition, cet objectif de rigueur budgétaire pourrait entrer en opposition avec l'objectif de déployer des moyens budgétaires sans précédent pour respecter les objectifs climatiques. Il s'agirait en particulier de sortir du charbon dès 2030, soit 8 ans avant l'objectif initial, en développant massivement les énergies renouvelables et la construction de centrales à gaz modernes. En outre, la coalition a également annoncé des investissements publics dans les infrastructures et la numérisation ainsi que la légalisation du cannabis.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
ZE	PMI Services	Indice nov.-21	56,6	54,6	52,7	42,5
	PMI Manuf.	Indice nov.-21	58,6	58,3	47,4	48,6
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA% oct.-21	1,9	1,6	2,6	6,4
AL	PMI Services	Indice nov.-21	53,4	52,4	54,0	44,6
	PMI Manuf.	Indice nov.-21	57,6	57,8	44,5	49,1
	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice nov.-21	97,0	97,3	92,9	92,5
FR	PMI Services	Indice nov.-21	58,2	56,6	51,4	42,8
	PMI Manuf.	Indice nov.-21	54,6	53,6	50,7	47,8
RU	PMI Services	Indice nov.-21	58,6	59,1	50,2	45,9
	PMI Manuf.	Indice nov.-21	58,2	57,8	50,0	50,2

*Du 22/11/2021 au 28/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les PMI rapportent une certaine accélération de l'activité en novembre après trois mois de ralentissement. Cette amélioration s'observe surtout dans les services où l'indice progresse à 56,6 (contre 54,6 en octobre) mais cette bonne dynamique devrait s'éroder dans les prochains mois avec le renforcement des restrictions sanitaires, comme le rapporte déjà la baisse des perspectives à 12 mois. Le PMI manufacturier indique une progression plus modeste à 58,6 (contre 58,3 en octobre). Selon l'enquête, les problèmes liés aux contraintes d'offre restent très importants dans l'industrie, mais ils semblent s'être quelque peu atténués en novembre. Les arriérés de production et les délais de livraison se seraient en effet réduits. Côte demande, le dynamisme des nouvelles commandes semble en partie refléter la progression des stocks des entreprises qui sont inquiètes des difficultés d'approvisionnement. Par ailleurs, cette enquête rapporte encore une fois une hausse sans précédent des prix payés et des prix facturés par les entreprises sur le mois, que ce soit au niveau des services ou de

l'industrie. Par pays, l'écart se creuse entre le dynamisme de la France, dont le PMI composite atteint 56,3 (+1,6 point sur le mois), et l'expansion plus modeste de l'Allemagne à 52,8 (+0,8 point). Les difficultés allemandes traduisent notamment une exposition plus marquée du pays aux contraintes d'offre et une dégradation plus précoce des conditions sanitaires à l'automne. Notons enfin que l'enquête nationale sur le climat des affaires en France de l'INSEE apporte également une vision très positive de l'activité en France en novembre avec un indice qui atteint un plus haut historique alors qu'en Allemagne, l'enquête de climat des affaires IFO est bien plus pessimiste que les PMI et décrit plutôt une contraction de l'activité.

En revanche, la confiance recule du côté des consommateurs. Après avoir fortement progressé depuis le début de l'année, l'indice de confiance des consommateurs de la Commission européenne s'est contracté en novembre (-2 pts pour atteindre -6,8) pour retrouver son niveau pré-crise qui reste supérieur à la moyenne de long terme de l'indice. Ce déclin semble refléter l'accélération de l'inflation et la dégradation de la situation sanitaire.

Le compte rendu de la réunion d'octobre de la BCE ne permet pas d'y voir plus clair quant aux prochains mouvements de politique monétaire. Les membres du conseil ont principalement mis l'accent sur le poids des incertitudes qui demeurent sur les perspectives économiques et d'inflation. Les questionnements de la BCE se sont en effet particulièrement intéressés à la dynamique des salaires qui reste modeste pour l'heure, en lien avec des tensions seulement marginales sur le marché du travail, mais qui pourraient gagner en vigueur à terme, même si cette accélération pourrait n'être que temporaire. Dans ce contexte incertain, la BCE a donc appuyé sur la nécessité de conserver une marge de manœuvre conséquente en vue de la réunion de décembre.

En Espagne, les députés ont approuvé le budget 2022, d'un montant historique de 240 Mds€. Le plan sera financé à hauteur de 27,6 Mds€ par les fonds de relance européens, dont 3,2 Mds€ consacrés à la politique industrielle, 2,8 Mds€ à l'efficacité énergétique des bâtiments, 2,2 Mds€ aux moyens de transport écologiques et 2,1 Mds€ pour aider les PME.

Eloise Girard-Desbois

Assistante Recherche économique



Louis Martin

Economiste

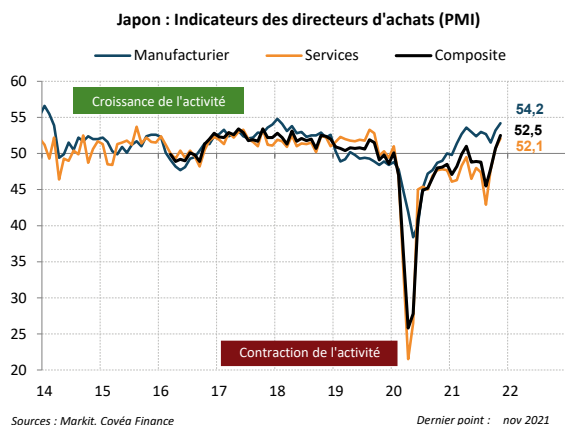


Suivi Macroéconomique

Asie

« La Banque de Corée poursuit la normalisation de sa politique monétaire »

Au Japon, l'enquête PMI rapporte une nette accélération de l'activité en novembre, sur fond d'amélioration sanitaire et de recul des contraintes d'offre. Les incertitudes associées à l'apparition d'un nouveau variant du Covid-19 pourraient néanmoins fragiliser cette bonne dynamique au cours des prochains mois. En novembre, l'indice PMI préliminaire pour le secteur manufacturier a atteint 54,2 (+1 pt par rapport à octobre), surtout porté par la sous composante « production » et, dans une moindre mesure, les nouvelles commandes, qui ont notamment bénéficié de la demande internationale. L'industrie a probablement profité de la meilleure orientation de la composante « délais de livraison » qui, bien qu'elle se maintienne à un niveau indiquant des délais historiquement élevés, s'améliore pour la première fois en six mois en novembre. Concernant les services, l'indice PMI continue de progresser à 52,1 (+1,4 pt) ce qui semble surtout refléter l'amélioration sanitaire sur le mois et ses effets positifs sur la demande domestique. Concernant les prix, des pressions inflationnistes s'observent uniquement au niveau des intrants alors que les prix facturés ralentissent dans l'industrie et déclinent dans les services, selon l'enquête.



Sources : Markit, Covéo Finance

Dernier point : nov 2021

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
JP	PMI Services	Indice nov.-21	52,1	50,7	51,6	42,1
	PMI Manuf.	Indice nov.-21	54,2	53,2	49,3	45,8
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA% oct.-21	1,0	-0,5	0,1	1,0

*Du 22/11/2021 au 28/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

l'alimentation. Notons que l'inflation de l'énergie est surtout tirée par les prix de l'électricité et du gaz alors que la progression des prix de l'essence demeure plus modeste.

En Corée du Sud, la banque centrale a relevé son taux directeur de 25 points de base pour le porter à 1%. Ce mouvement quasi unanime (un seul vote dissident) était largement attendu par les marchés financiers. Lors de la conférence de presse, le gouverneur Lee Juyeol a prévenu qu'une nouvelle hausse des taux au premier trimestre 2022, juste avant l'élection présidentielle de mars 2022, n'était pas à exclure. Il a insisté sur la nécessité de normaliser progressivement l'orientation excessivement accommodante de la politique monétaire en faveur d'un positionnement plus neutre qui serait davantage en accord avec la tendance actuelle de reprise de l'économie et des prix. En effet, si les projections de croissance économique de la Banque de Corée sont restées inchangées à 4% en 2021 et 3% en 2022, ses projections d'inflation ont été significativement revues à la hausse à 2,3% en 2021 (contre 2,1% précédemment) et à 2,0% en 2022 (contre 1,5%). Le gouverneur Lee a également réitéré son alerte sur les risques excessifs pris par les ménages dans un contexte de taux durablement bas et la nécessité pour la Banque de Corée de prendre en compte ce type de risque sur la stabilité financière dans le cadre de ses décisions de politique monétaire.

Sur le plan international, les États-Unis ont placé 12 entreprises technologiques chinoises sur leur liste noire des exportations. Les autorités américaines ont affirmé que les échanges commerciaux avec ces entités comportaient des risques pour la protection de certaines technologies américaines essentielles à usage militaire. Cette mesure concerne un total de 27 entités en Chine, en Russie, au Pakistan, au Japon et à Singapour dans les secteurs de l'informatique quantique, des semi-conducteurs et de l'aérospatiale. Elle implique qu'il est désormais presque impossible pour les entreprises américaines de vendre des technologies aux sociétés inscrites sur cette liste.

Louis Martin

Economiste



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.