

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

20 décembre 2021

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Multilatéralisme et sanctions unilatérales

Le dollar, l'une de nos 3 clés de lecture de l'état du monde avec le pétrole et les matières premières, représente 60% des réserves officielles de change et 40% des paiements internationaux. Son utilisation a été renforcée par l'essor de la mondialisation des chaînes de valeur (l'émiettement des sites de production à travers les continents encourage l'utilisation d'une devise unique) et du multilatéralisme (l'organisation mondiale des échanges a naturellement conduit au choix du dollar comme monnaie de transaction).

Avec la remise en cause de ce multilatéralisme, il est donc judicieux de s'interroger sur la pérennité du caractère hégémonique du dollar à l'heure où l'extraterritorialité du droit américain pourrait être contestée. Car les deux thèmes sont liés et la protection extraterritoriale de la monnaie américaine en a fait une arme géopolitique. Une arme dont l'utilisation unilatérale est ressentie comme abusive par certains Etats au moment où la quête de souveraineté prédomine. Or, le Département de la Justice américain a le pouvoir d'engager des poursuites en dehors du territoire des Etats-Unis à l'encontre de personnes physiques ou morales, américaines ou non-américaines, dès lors qu'elles utilisent le dollar dans leurs transactions. Une prérogative qui n'est pas du domaine de la puissance douce (« soft power ») mais plutôt de la guerre économique.

On se souviendra d'ailleurs que les premiers textes américains en la matière datant de 1917 (Trading With the Enemy Act) sont toujours en vigueur, et ont été complétés par de multiples dispositions. Le dernier en date, le « Cloud Act » autorise les autorités américaines à accéder aux données hébergées par les fournisseurs de services cloud, qu'elles concernent des personnes ou entreprises situées aux Etats-Unis ou non, et ce dès lors qu'elles pourraient être constitutives d'une menace à l'ordre public. Un passe-droit face au Règlement Général sur la Protection des Données (RGPD) et un atout potentiel dans la lutte pour l'acquisition des données !

Plusieurs entreprises européennes ont été poursuivies pour violation de règles américaines sur les embargos et sanctions économiques. Nos banques françaises en ont fait douloureusement les frais, ne pouvant réfuter le fait que leurs opérations en dollar et compensées in fine par des entités américaines sur le sol américain échappaient à la compétence de Washington.

Or une possible cession par la BNP de sa filiale californienne BancWest s'inscrit bien dans notre thème de la remise en cause à la fois du multilatéralisme et de cette compétence extraterritoriale fondée sur le dollar. Cette dernière résonne aussi dans notre compréhension d'un monde bipolaire (Etats-Unis et Chine où la Russie fait figure de challenger) dans lequel cette extraterritorialité semble instrumentalisée dans la bataille et participe de l'arsenal industriel et financier.

Vous pourrez retrouver prochainement sur notre site internet un « éclairage » sur cette question de droit par notre service juridique.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



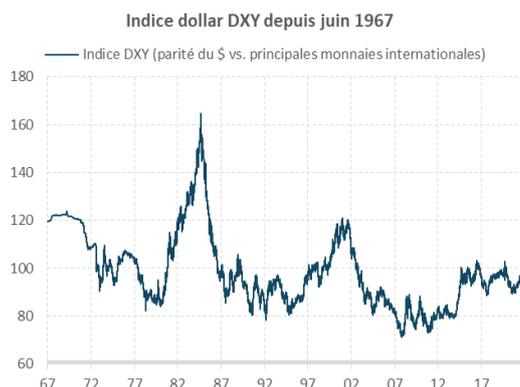
### Sommaire

**Eclairage**  
**Analyse de l'évolution des marchés** p2  
Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

**Suivi Macroéconomique** p7  
L'Eco de la semaine  
Etats-Unis  
Europe  
Asie

### Focus de la semaine

« une prérogative du domaine de la guerre économique »



Sources : Covéo Finance, Bloomberg

Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	17/12/21	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois	
<b>Marché des changes</b>						
€ / \$	1,124	1,148	1,227	-2,1	-8,4	
€ / £	0,849	0,856	0,903	-0,8	-6,0	
€ / Yen	127,83	130,75	126,50	-2,2	1,1	
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	74	83	52	-11,0	42,8	
Indice CRB*	568	570	438	-0,5	29,7	
Prix de l'once d'Or	1 804	1 848	1 887	-2,4	-4,4	
Prix de la tonne de cuivre	9 438	9 533	7 920	-1,0	19,2	
Indice Baltic Dry**	2 379	2 861	1 301	-16,8	82,9	
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 811	4 536	1 001	6,1	380,6	

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

# Flash

## Banques centrales et marchés : Que se passe-t-il ?

Au cours de la semaine, de nombreuses banques centrales ont annoncé un durcissement de leur politique monétaire. Encore au début d'année, nous étions assez confiants sur le maintien d'une politique monétaire hors normes de manière durable. Deux raisons à cela.

D'une part, un excès d'endettement public et privé dans un contexte sanitaire plus long qu'anticipé et peu inflationniste. D'autre part, après 13 ans de politique monétaire non orthodoxe, un mouvement initié par la Réserve fédérale américaine en réponse à la crise financière de 2008, nous parions que les banques centrales n'allaient pas abandonner les économies « après avoir mis tant d'argent sur la table ».

Or à la fin du printemps, l'inflation s'est invitée comme le coronavirus à l'échelle planétaire. Les Banques Centrales, bel et bien coincées dans leur stratégie, se sont d'abord voulues rassurantes en qualifiant l'inflation de temporaire. Très rapidement au cours de l'année, il nous est apparu que le caractère transitoire de l'inflation n'était pas certain, de nombreuses forces évoquées dans nos Perspectives Economiques et Financières (*synthèse disponible sur notre site internet*) s'étant mises en mouvement.

Les banques centrales vont se retrouver devant des choix cornéliens. Certaines ont déjà choisi. Seule la Banque centrale européenne persiste et signe sur le caractère transitoire de cette inflation. Une manière de nous dire que la normalisation de la politique monétaire n'est pas pour demain, malgré la confirmation de l'arrêt des achats dans le cadre mis en place en réponse aux premiers effets de la crise sanitaire début 2020.

Au regard du mandat officiel de la BCE, assurer la stabilité des prix, comment ne pas s'étonner de l'attitude de la Banque centrale ? Certes, l'Euro reste un enjeu politique et économique majeur. Mais c'est l'excès de dettes publiques des pays ayant adopté la monnaie unique qui a bien failli la faire disparaître. Une inflation non maîtrisée pourrait-elle être une nouvelle menace pour l'Euro ? L'inflation peut-elle être maîtrisable ?

Des questions incontournables pour statuer sur la question des taux à long terme. L'évolution de l'inflation et surtout ses moteurs seront au cœur de nos réflexions des prochains mois.

**Ghislaine Bailly**  
Présidente



# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les principales banques centrales des pays développés ont confirmé, lors de leur réunion de la semaine dernière, le tournant vers des politiques monétaires moins accommodantes, en mettant en avant le risque d'une inflation moins transitoire qu'envisagée pendant un temps. Lors de nos travaux stratégiques de l'automne, nous avons émis nous-mêmes des réserves sur le caractère temporaire de la flambée des prix. Pour certaines, l'heure est déjà à la hausse des rendements (BOE, Norges Bank), pour d'autres à la réduction des programmes d'achats (BCE et FED). La Fed étant plus avancée dans le cycle de normalisation avec une réduction rapide des achats et 3 hausses de taux anticipées par ses membres en 2022. Lors des annonces, les courbes ont peu réagi et au final, sur la semaine, les rendements sont orientés à la baisse sur l'ensemble des courbes souveraines. Cela traduit le fait que ses annonces étaient attendues par les marchés. De plus, les inquiétudes autour du développement du variant Omicron et de ses effets, ont participé à la bonne performance des actifs obligataires et à l'aplatissement des courbes. Sur les marchés monétaires, les excès de liquidités et tensions liées au passage de la fin d'année continuent à exercer des pressions baissières sur les taux courts. Enfin, les primes de risque sont restées stables sur le marché du crédit malgré la contreperformance de certains secteurs comme le transport aérien.

Anesthésiés depuis des années par des pratiques monétaires non orthodoxes, les marchés quelque soit la classe d'actifs ne sont plus en capacités d'évaluer le risque d'inflation et son corolaire l'érosion monétaire associée. Faudra-t-il accepter d'investir à taux réel négatif après avoir refusé d'investir à taux nominal négatif.

### Le Focus de la semaine : La dette grecque toujours soutenue par la BCE

Au terme de 10 ans de programmes d'austérité et de réformes imposés par Bruxelles et le FMI dans le cadre de ses plans de sauvetage, la Grèce affiche des taux d'intérêt à peine plus élevés que ceux de l'Italie, à 1.17% sur 10 ans. Au-delà des progrès qu'elle a su mener et du renouveau prôné par Mr Mitsotakis (Nouvelle Démocratie) arrivé au pouvoir en 2019, la Grèce a aussi pleinement profité de la politique de soutien de la BCE. D'une part, 30.5 Mds€ de prêts et de subventions lui sont dévolus dans le cadre du plan de relance pour l'Europe de 750 Mds€. L'adoption de son plan de relance Greece 2.0 par la Commission Européenne lui a d'ailleurs permis d'en percevoir déjà 4 Mds€. Mais c'est surtout la mise en place du programme d'achat d'urgence liée à la pandémie Covid 19 (PEPP) rendant la dette grecque éligible aux achats par la BCE qui a permis le maintien des taux d'intérêt du pays sur ces niveaux. Ainsi l'institution a acheté 34.9 Md€ de dettes grecques dans le cadre du PEPP sur les 343 Md€ de dette grecque (211 % du PIB en 2020), portant ainsi à près de 80% la part de la dette publique détenue par les institutions européennes et le FMI. Portée par cette situation favorable, la Grèce entreprend d'ailleurs de normaliser l'échéancier de sa dette en offrant à ses créanciers d'échanger une vingtaine d'émissions issues du plan de sauvetage (PSI) par 4 émissions de référence plus liquides, de maturité 2027, 2033, 2037 et 2042 pour 2.9 Mds€.

Dans ce contexte, la fin annoncée du PEPP pour mars 2022, et donc la fin des achats nets de dettes grecques par la BCE risquait de stigmatiser le pays encore noté dans la catégorie Haut Rendement, et de pousser ses taux d'intérêt à la hausse alors que la pandémie pèse toujours sur son économie. Il fallait assurer la poursuite de la transmission de la politique monétaire à l'économie grecque. La BCE a choisi de prévenir les risques : elle a décidé, lors de sa dernière réunion de l'année, de conserver une totale flexibilité sur les achats de dettes grecques dans le cadre des réinvestissements du PEPP prévus jusqu'en 2024. Un choix qui n'est pas neutre. Ainsi la fragmentation du marché en zone Euro ne devrait pas encore se réaliser à ce stade.



Sources : Covéa Finance

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	17/12/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	10/11/21	31/12/20	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y	
<b>Taux directeurs</b>												
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00			
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00			
Banque d'Angleterre	0,25	0,10	0,10	0,10	0,10	0,15	0,15	0,15	0,15			
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
<b>Taux 10 ans</b>												
Etats-Unis	1,40	1,48	1,55	0,91	0,93	-8	-15	49	47	76	40	
Allemagne	-0,38	-0,35	-0,25	-0,57	-0,57	-3	-13	19	19	35	34	
France	-0,03	0,00	0,11	-0,34	-0,33	-3	-14	31	30	65	69	
Italie	0,90	0,96	0,94	0,54	0,54	-7	-4	35	36	116	83	
Royaume-Uni	0,76	0,74	0,93	0,20	0,29	2	-17	56	47	26	17	
Japon	0,05	0,06	0,06	0,02	0,01	-1	-1	3	4	16	61	
<b>Crédit</b>												
Indice Itraxx Main	50,7	52,3	48,9	47,9	47,6	-1,6	1,8	2,8	3,1			
Indice Itraxx Crossover	253,7	259,8	248,0	242,5	240,4	-6,2	5,7	11,2	13,3			

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 actions européennes ont connu une semaine volatile. Dans un contexte de visibilité réduite, les marchés ont subi des prises de bénéfices ; l'indice MSCI EMU baisse de -0.9%. Cette baisse est en grande partie attribuable à la technologique (-2%), qui reste néanmoins le secteur le plus performant sur le début de l'année (+33%). Les financières, de manière plus surprenante, résistent malgré les mouvements d'aplatissement des courbes sur la semaine. Le secteur des services aux collectivités profite de cet environnement incertain en progressant de 0.5%, mais reste malgré tout l'un des secteurs les moins performants sur l'année, en hausse de seulement +1.1%.

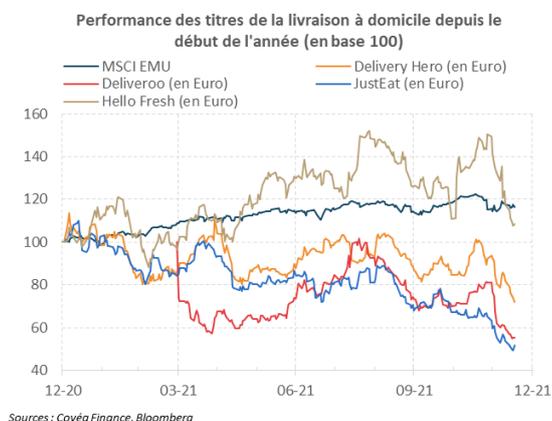
Au niveau des valeurs, on notera l'appréciation d'Arcelor Mittal (+11.4%), suite à l'annonce du rachat de sa souche d'obligation convertible. A l'inverse, EDF (-19.9%) abaisse ses prévisions de résultat 2021, en lien avec l'arrêt non-programmé pour maintenance de plusieurs réacteurs nucléaires en France. Dans le même sens, le titre Diasorin, spécialisé dans le diagnostic in vitro est également sous pression cette semaine (-11.8%). Le groupe a communiqué sur un plan stratégique jugé peu ambitieux par le marché, et cela vient en contradiction de la hausse de Biomérieux la semaine précédente suite à la publication de chiffres favorables.

### Le Focus de la semaine : Un cadre réglementaire plus restrictif pour l'industrie grandissante des livraisons de repas

Fort d'une année 2020 riche en catalyseurs pour l'industrie de la livraison de repas (fermeture des restaurants, télétravail), l'année 2021 sonne comme un rappel des enjeux plus structurels pour un secteur d'avenir, en lien direct avec les nouveaux modes de consommation.

La réglementation européenne a récemment proposé de nouvelles directives visant à améliorer les conditions des travailleurs indépendants au sein des plateformes. L'objectif est de requalifier une partie des indépendants en salariés. La commission européenne estime un coût supplémentaire pour les plateformes pouvant atteindre 4 milliards d'euros par an. Cet impact est non négligeable pour un certain nombre d'acteurs dont l'équilibre financier est précaire. En effet, le marché étant dans un cycle de forte croissance, les acteurs tentent de gagner des parts de marché via des stratégies agressives sur les prix, impactant de facto le niveau de profitabilité. La conjugaison d'une faible visibilité réglementaire et financière agit négativement sur les performances boursières de l'ensemble du secteur sur 2021. Cette nouvelle donne est de nature à accélérer le mouvement de concentration en cours afin d'atteindre des effets de taille suffisants.

L'actualité du secteur est également animée par la journée de présentation stratégique d'Hellofresh. Le groupe allemand est le leader mondial dans la livraison de kit de repas à domicile. Celui-ci s'appuie sur des tendances de fond liées au retour du « fait maison » et du regain d'intérêt sur les produits frais. Dans ce sens, le groupe anticipe un niveau de croissance toujours ambitieux avec comme point d'orgue l'atteinte en 2025 d'un chiffre d'affaires de 10 Milliards d'euros. Cette croissance est évidemment accompagnée d'une forte hausse des investissements qui devraient doubler en 2022, ce qu'étonnamment les investisseurs n'avaient pas pris en compte. Le titre est en retrait de plus de 25% depuis sa communication. Ce secteur, qui répond à la thématique des changements des modes de consommation, entre dans une phase de normalisation traditionnelle qui conduira à la disparition des acteurs les plus fragiles et renforcera les mieux positionnés et les plus solides.



Antoine Poirier

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	17/12/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/20	sur 12 mois	
MSCI EMU	149,3	150,7	155,2	128,2	128,1	-0,9 ↓	-3,8 ↓	16,5 ↑	16,6 ↑	
MSCI EMU Mid Cap	1 060	1 067	1 096	955	945	-0,7 ↓	-3,3 ↓	10,9 ↑	12,2 ↑	
MSCI EMU Small Cap	467,4	473,2	504,3	432,7	427,8	-1,2 ↓	-7,3 ↓	8,0 ↑	9,2 ↑	
MSCI Europe	157,2	157,7	160,1	132,1	131,7	-0,3 ↓	-1,8 ↓	19,0 ↑	19,3 ↑	
France CAC40	6 927	6 992	7 045	5 551	5 549	-0,9 ↓	-1,7 ↓	24,8 ↑	24,8 ↑	
Allemagne DAX30	6 560	6 599	6 789	5 954	5 913	-0,6 ↓	-3,4 ↓	10,2 ↑	11,0 ↑	
Italie MIB	26 611	26 722	27 561	22 289	22 012	-0,4 ↓	-3,4 ↓	19,4 ↑	20,9 ↑	
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 270	7 292	7 340	6 461	6 551	-0,3 ↓	-1,0 ↓	12,5 ↑	11,0 ↑	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 562	8 550	8 572	7 229	7 254	0,1 ↑	-0,1 ↓	18,4 ↑	18,0 ↑	

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

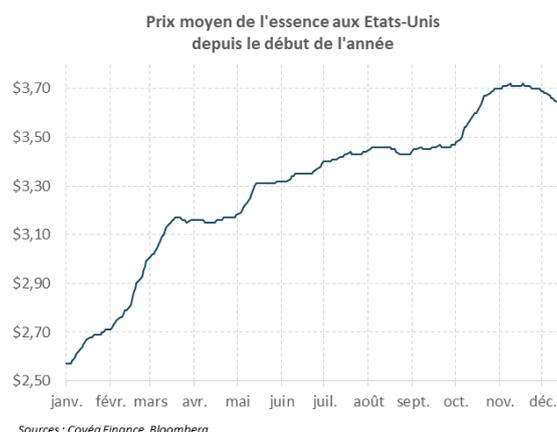
### L'analyse des marchés :

En **Asie**, les principaux marchés ont légèrement baissé sur la semaine, la Chine et Hong Kong étant plus particulièrement affectés par les difficultés financières du promoteur immobilier Shimao avec la dégradation de ce dernier par les agences de notation, faisant suite aux récents défauts d'Evergrande et de Kaisa. Dans un contexte géopolitique sino américain déjà tendu, Washington a mis sur liste noire 34 entreprises et instituts de recherche chinois qu'il accuse de développer des «armes de contrôle du cerveau», contribuant à ajouter de la pression sur les marchés chinois et des dégagements massifs sur le secteur de la technologie. En outre, les plateformes internet chinoises ont été pénalisées par la publication de prescriptions des autorités sur le contenu des courtes vidéos diffusées sur ces plateformes. Le marché indien est également touché par le resserrement monétaire américain qui pénalise les économies émergentes sensibles au dollar. A l'inverse, la Thaïlande bénéficie d'un montant significatif d'achats de la part des investisseurs étrangers.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en baisse de près de 2%. La volatilité autour du discours de la Fed et les craintes de la propagation rapide du variant Omicron ont suscité de l'aversion au risque notamment sur les secteurs de l'énergie, de la consommation courante et de la technologie sur lesquels d'importantes prises de bénéfices ont été observées. Les secteurs défensifs (santé, immobilier, consommation de base et services aux collectivités) ont au contraire sensiblement progressé. Dans un environnement de taux moins accommodant, les publications de résultats tendant à montrer une décélération de la croissance sont lourdement sanctionnées, à l'image de celle d'Adobe. L'actualité a par ailleurs été riche en annonces d'opérations de croissance externe. Pfizer, dont le vaccin contre le Covid a renforcé la trésorerie, a annoncé l'acquisition d'Arena Pharmaceuticals pour près de 7 milliards de dollars, le diversifiant sur des développements contre des maladies inflammatoires auto-immunes. Le géant des logiciels Oracle serait sur le point d'annoncer le rachat de Cerner (systèmes d'information pour les hôpitaux) pour environ 30 milliards de dollars et Nike a annoncé l'acquisition du fabricant de vêtements virtuels RTFKT, illustrant ainsi le sérieux avec lequel les grandes marques considèrent le monde des Metavers.

### Le Focus de la semaine : Pétrole — Malgré l'utilisation d'une partie des réserves stratégiques, un équilibre offre/demande qui demeure tendu aux Etats-Unis.

Face à la hausse récente des prix du pétrole américain (WTI) qui s'est répercutée sur les prix à la pompe, pénalisant le consommateur américain, le président Joe Biden est passé à l'offensive, fin novembre, en annonçant que 50 millions de barils de pétrole seraient puisés dans les réserves stratégiques afin de faire baisser le prix de l'or noir. Chose rare, la Chine s'est jointe à cette initiative, tout comme l'Inde, le Japon, la Corée du Sud ou encore le Royaume-Uni. Dans la foulée de cette annonce, les prix du WTI n'ont que faiblement reculé, traduisant un équilibre offre/demande tendu sur fond d'une demande qui reste vigoureuse et d'une offre qui peine à revenir. En effet, à fin novembre, les Etats-Unis produisaient 11.7 millions de barils par jour vs 13.1 millions en mars 2020, la majeure partie des bassins de production peinant à revenir à leurs niveaux de pré-crise. En effet, seul le prolifique bassin du Permien a dépassé son niveau de production de mars 2020 (5.1 millions de barils par jours produits vs 4.9 millions de barils produits pré-crise). Par ailleurs, rappelons que 50 millions de barils ne représentent que 2 jours et demi de demande aux Etats-Unis. Cette annonce avait donc une visée plus politique qu'économique avec pour objectif notamment de faire pression sur les pays de l'OPEP afin que ces derniers augmentent leur quota de production, à minima pour tenter de stopper l'envolée des prix. A aujourd'hui, l'effet pour le consommateur américain reste assez marginal puisque les prix de l'essence n'ont que très peu baissé passant de 3.72 USD à 3.64 USD par gallon (traduisant toujours une hausse de près de 40% depuis le début de l'année). Une des explications majeures reste que le mix de production des raffineries aux Etats-Unis durant la saison hivernale est plus orienté vers des énergies nécessaires au besoin de chauffage plutôt que de carburants routiers, contribuant à une équilibre offre/demande également très tendu.



Sophie Pons

Gérante Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	17/12/21	J-7	10/11/2021	31/12/20	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois	J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 621	4 712	4 647	3 756	3 722	-1,9 ↓	-0,6 ↓	23,0 ↑	24,1 ↑	-2,4 ↓	1,4 ↑	33,2 ↑	34,2 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	35 365	35 971	36 080	30 606	30 303	-1,7 ↓	-2,0 ↓	15,5 ↑	16,7 ↑	-2,2 ↓	0,0 ↓	25,1 ↑	26,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 170	15 631	15 623	12 888	12 765	-2,9 ↓	-2,9 ↓	17,7 ↑	18,8 ↑	-3,4 ↓	-0,9 ↓	27,5 ↑	28,4 ↑
Japon Nikkei 300	418	415	422	382	375	0,7 ↑	-1,1 ↓	9,3 ↑	11,4 ↑	0,6 ↑	1,0 ↑	7,7 ↑	9,6 ↑
Corée du Sud KOSPI	3 018	3 010	2 930	2 821	2 770	0,2 ↑	3,0 ↑	7,0 ↑	8,9 ↑	-0,5 ↓	5,0 ↑	6,3 ↑	8,3 ↑
Chine - Shanghai	3 632	3 666	3 507	3 473	3 405	-0,9 ↓	3,6 ↑	4,6 ↑	6,7 ↑	-0,9 ↓	6,0 ↑	16,3 ↑	18,7 ↑
Hong Kong Hang Seng	23 193	23 996	24 813	27 231	26 678	-3,3 ↓	-6,5 ↓	-14,8 ↓	-13,1 ↓	-2,7 ↓	-4,7 ↓	-8,0 ↓	-5,7 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 216	1 239	1 274	1 291	1 273	-1,8 ↓	-4,6 ↓	-5,8 ↓	-4,5 ↓	-2,3 ↓	-2,6 ↓	2,0 ↑	3,3 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

La lettre mensuelle de *Vernimmen* attirait récemment notre attention sur la **transposition en droit français de la directive européenne « Restructuration et Insolvabilité »**, entrée en vigueur au 1er octobre dernier. Cette directive vise à **harmoniser le droit des faillites au sein de l'Union Européenne**, prenant le pas sur les dispositions nationales. Elle se focalise également sur la prévention, l'idée étant **d'instituer des procédures de restructurations préventives**, et de faciliter leurs recours afin **de réduire le nombre de procédures collectives**.

Parmi les principaux changements, on trouve :

- **La procédure de sauvegarde financière accélérée** est désormais **ouverte à toutes les entreprises dont les comptes ont été certifiés** ;
- **La période d'observation de la procédure de sauvegarde est réduite** : 12 mois (6 mois renouvelables 1 fois) vs 18 mois précédemment (6 mois renouvelables 2 fois) ;
- **Les comités de créanciers laissent la place aux classes de créanciers** : Au-delà de la simple sémantique, il s'agit surtout d'éviter des comités regroupant des créanciers aux intérêts potentiellement divergents, la répartition de ces créanciers étant laissée à l'appréciation de l'administrateur judiciaire.
- **Les conditions pour imposer un plan de restructuration sont redéfinies** : S'il obtient un vote favorable au sein de chacune des classes ou d'une majorité des classes de créanciers, un débiteur en redressement judiciaire ou en sauvegarde peut ainsi voir son plan accepté, même sans l'accord des actionnaires
- **Les fonds apportés par des créanciers pendant la période d'observation d'une procédure de sauvegarde deviennent prioritaires au remboursement**.

Chez **Covéa Finance**, les **analystes financiers et extra-financiers, au-delà de leur travail fondamental et de leur dialogue actionnarial avec les entreprises, utilisent le Score Z d'Altman** pour apprécier le risque de défaut d'une entreprise. Le modèle du Score Z d'Altman renvoie un score évaluant le risque de défaut d'une société sur la base d'un certain nombre d'éléments financiers (chiffre d'affaires, total du bilan, BFR, dettes, valeur des fonds propres, Résultat opérationnel, bénéfices mis en réserve..).

En parallèle, **les analystes disposent d'un modèle interne complémentaire, développé par l'équipe d'analystes quantitatifs de Covéa Finance**, permettant d'évaluer cette fois ci en temps réel, des probabilités de défauts à différentes échéances temporelles (probabilité de défaut à 6 mois, 1 an, 2 ans, 5 ans, 10 ans ...). Ce modèle se base sur des données de marché ainsi que sur les indicateurs fondamentaux communiqués par les sociétés.

**David Martins**

*Analyste financier et extra financier*



**Sylvaine Rodrigues**



# Suivi Macroéconomique

## L'Eco de la semaine

La dernière semaine avant les congés de cette fin d'année 2021 aura été particulièrement active sur la scène économique et financière, avec **une conjonction atypique de réunions de politique monétaire d'un grand nombre de Banques Centrales**, parmi lesquelles les plus importantes de la planète.

« un durcissement des conditions monétaires au niveau mondial... »

Face à la hausse des pressions inflationnistes et des incertitudes sur le caractère persistant de ces hausses de prix, se dessine en cette fin d'année **un durcissement des conditions monétaires au niveau mondial**, avec une multiplication des mouvements de hausse de taux directeurs et des annonces de réduction anticipée des programmes d'achats d'actifs pour les Banques Centrales en ayant fait l'usage (voir graphiques ci-dessous).

« En relatif, la BCE a adopté une posture moins restrictive... »

C'est en l'occurrence le cas de la **Réserve Fédérale Américaine (Fed)** qui, face à une inflation en forte hausse ayant conduit à une révision significative de ses anticipations d'inflation pour 2021 et 2022, a décidé d'avancer la normalisation de sa politique monétaire, en décalant la fin de son programme d'achat de titres de juin à mars 2022, permettant d'envisager une hausse du taux directeur de la Fed dès le deuxième trimestre 2022 (voir détail dans notre focus page 8). Au Royaume-Uni, la **Banque d'Angleterre** s'est elle aussi engagée dans un durcissement de sa politique avec une hausse de 15 points de base de son taux directeur à 0,25%. Sur le continent, la **Hongrie** et la **Russie** ont également poursuivi leurs mouvements engagés depuis le début de l'année, avec des hausses de taux de respectivement 30 points de base (à 2,4%) et 100 points de base (à 8,5%). En relatif **en Zone Euro**, la BCE a adopté une posture moins restrictive en annonçant une réduction progressive des achats de son programme PEPP\* couplée d'une extension de la durée des réinvestissements des titres arrivant à échéance et d'une augmentation temporaire de son programme APP\*\* (détail dans notre focus page 10).

« le basculement du monde à une phase de cohabitation de politique monétaire restrictive et de politique budgétaire expansionniste... »

**Cette tendance au resserrement monétaire confirme le basculement du monde**, d'une situation où, en 2020, les mix des politiques budgétaires et monétaires étaient orientés vers la relance face à la pandémie de Covid-19, à **une phase de cohabitation de politiques monétaires plus restrictives et de politiques budgétaires toujours en soutien d'une reprise contrainte par des situations sanitaires incertaines** face au risque de l'émergence de nouveaux variants. Certes, l'attitude des Banques Centrales et leur volonté de se montrer réactives face à la montée des prix est compréhensible au regard des niveaux d'inflation quasi inédits depuis des décennies. Toutefois nous pouvons nous interroger sur leur efficacité à juguler cette inflation qui ne semble pas provenir majoritairement d'une surchauffe de la demande, mais être la conjonction de facteurs exogènes du côté de l'offre et de potentielles distorsions liées à la mise en place par les gouvernements de contraintes sur certaines parties de la demande.

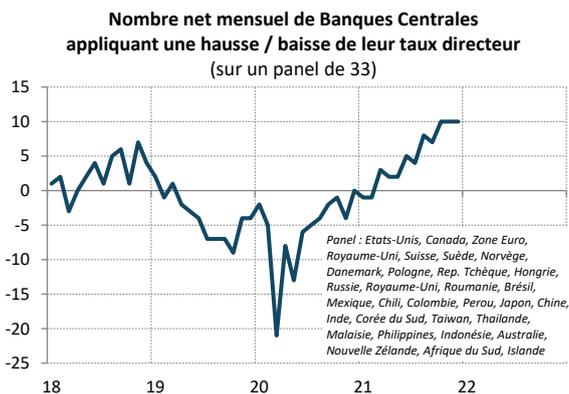
Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



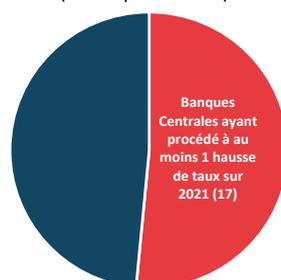
\*PEPP : Pandemic Emergency Purchase Programme; \*\*APP : Asset Purchase Programmes

### Le graphique Macro de la semaine



Sources : Bloomberg, Covéo Finance

**Nombre de Banques Centrales s'étant engagées dans un cycle de hausse de leur taux directeur sur 2021 (sur un panel de 33)**



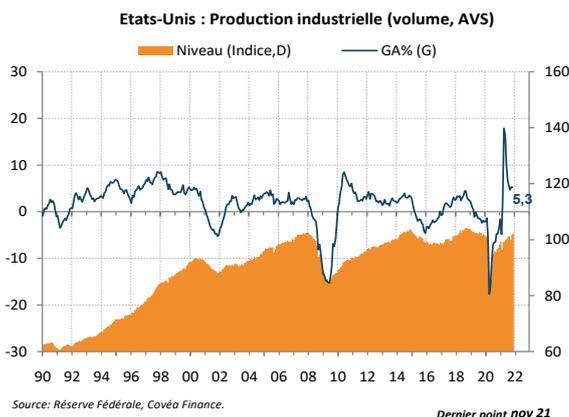
« Face à la hausse des pressions inflationnistes et des incertitudes sur le caractère persistant de ces hausses de prix se dessine en cette fin d'année un durcissement des conditions monétaires au niveau mondial... »

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« La production industrielle affiche son dynamisme »

La semaine a été marquée aux Etats-Unis par la réunion du comité de politique monétaire (FOMC) qui a confirmé la volonté de la Réserve fédérale d'accélérer la normalisation de sa politique (voir Focus macro, infra). Du côté des données économiques, les ventes au détail s'inscrivent en modeste progression en novembre (0,3% en glissement mensuel), un rythme qui marque un ralentissement par rapport à la dynamique récente, ce qui pourrait suggérer un début de freinage des dépenses des ménages face à la hausse des prix. Les ventes des magasins d'électroniques et d'ameublement ont marqué le pas sur le mois, tout comme celles de véhicules. A l'opposé, les ventes de carburants sont de nouveau orientées en hausse, reflet de l'augmentation des prix à la pompe, au plus haut depuis 7 ans en novembre.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Indice de confiance NFIB	Indice	nov.-21	98,4	98,2	103,0	99,6
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	nov.-21	5,3	5,3	-0,8	-7,2
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	nov.-21	0,9	3,6	4,3	6,8
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	nov.-21	8,3	-0,8	3,8	7,8
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-21	18,2	16,3	3,3	0,2

\*Du 13/12/2021 au 19/12/2021 Sources : Refinitiv, Covéo Finance

### Dans la sphère industrielle, les signaux d'embellie semblent se confirmer.

La production industrielle affiche un gain solide en novembre (+0,5% sur le mois) et les niveaux des mois de septembre et octobre ont fait l'objet d'une révision haussière. Le secteur manufacturier est bien orienté dans l'ensemble et l'inflexion positive dans l'automobile s'affermi. Après +10% en octobre, la production du secteur enregistre une progression de 2,2% en novembre, confirmant un redémarrage de la production de véhicules après des mois d'atonie en lien avec la pénurie de semi-conducteurs. En dépit de ce rebond, la production automobile reste néanmoins très en deçà des niveaux d'avant crise et la normalisation de l'activité du secteur promet d'être longue.

La dynamique d'activité en cette fin d'année semble également plus favorable pour le secteur immobilier. Les permis de construire et les mises en chantier sont bien orientés en novembre et confirment un regain d'activité après une première partie de l'année difficile.

### Sur le plan budgétaire, le Congrès a finalement voté une hausse de 2500 Mds\$ du plafond de la dette le 14 décembre,

à la veille de la date butoir communiquée par le Trésor pour être en mesure de continuer à honorer les dépenses du gouvernement fédéral. Cette augmentation devrait être suffisante pour permettre au gouvernement fédéral de se financer jusqu'au-delà des élections de mi-mandat de novembre 2022. La question d'un nouveau relèvement du plafond de la dette devrait donc de nouveau se poser fin 2022 ou début 2023. Par ailleurs, le Sénateur Démocrate Joe Manchin a probablement mis fin aux négociations autour du plan de relance Build Back Better, en déclarant ce weekend qu'il ne soutiendra pas le texte. Ce plan de 1750 Mds\$ axé sur l'environnement, l'éducation et les dépenses sociales, constitue une

priorité pour l'administration Biden. Le refus de Joe Manchin, dans un contexte où chaque voix des Sénateurs Démocrates est indispensable à l'adoption d'un projet de loi (le Sénat est parfaitement divisé avec 50 élus Républicains et 50 Démocrates) représente donc une déconvenue majeure pour le camp démocrate, alors que les élections de mi-mandat de novembre 2022 se profilent. Le Sénateur Manchin estime qu'en l'état, ce plan de dépenses est trop coûteux et serait de nature à alimenter les tensions inflationnistes. Des négociations pourraient reprendre en début d'année en vue de faire passer un projet nettement revu en baisse.

Sur le plan international, les signaux de tension entre la Chine et les Etats-Unis se multiplient. La Chambre des Représentants a voté à l'unanimité un texte pour interdire les importations en provenance de la province du Xinjiang, pour protester contre le travail forcé des Ouïghours dans cette région de Chine orientale. Ce texte, qui fait l'objet d'un accord bipartisan et devrait être également adopté par le Sénat, prévoit de lutter contre le travail forcé, y compris par l'arrêt de « l'importation de biens extraits, produits ou fabriqués en totalité ou en partie dans la région autonome ouïgour du Xinjiang ». Par ailleurs, l'administration Biden a ajouté 8 entreprises à sa liste noire des entités chinoises dans lesquelles les investissements américains sont interdits, en raison de leur rôle dans la surveillance de masse des Ouïghours.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

## Focus Macro : Face à la montée des pressions inflationnistes, la Réserve fédérale se voit contrainte d'avancer la normalisation de sa politique monétaire

**Au terme de sa réunion du 15 décembre, le comité de politique monétaire (FOMC) a décidé d'accélérer la réduction de son programme d'achat de titres**, qui avait été initié au printemps 2020, en passant d'une diminution mensuelle de 15 Mds\$ à 30 Mds\$ (20 Mds\$ de Titres du Trésor et 10 Mds\$ de titres de dette adossés à des créances hypothécaires (MBS)). Ce doublement du rythme permettra de terminer le programme d'achat en mars 2022, au lieu de juin, et envisager une hausse du taux directeur dès le deuxième trimestre 2022. **Concernant la trajectoire de ce taux directeur, la médiane des prévisions individuelles des membres du FOMC signale 3 hausses de taux de 0,25% en 2022, 3 en 2023, puis 2 en 2024.** Ce cycle de hausse amènerait le taux directeur à 2,1% fin 2024, contre 1,8% dans les dernières projections qui dataient de septembre. Le FOMC envisage donc un cycle de hausse plus rapide, mais pas foncièrement plus agressif. Le taux directeur resterait à un niveau inférieur au taux de long terme (2,5%), c'est-à-dire en territoire accommodant, ce qui suggère que la Fed reste confiante dans sa capacité à maîtriser l'inflation. A l'examen des prévisions individuelles, cette vue semble assez partagée au sein du FOMC puisque que le plus agressif des membres du comité n'envisage que 4 hausses de taux en 2022, ce qui reste un mouvement de normalisation assez mesuré.

La mise à jour des prévisions économiques des membres du comité reflète les inflexions récentes en termes d'activité et de prix. La croissance du PIB en 2021 devrait être légèrement plus faible qu'anticipée en septembre, suite à la déception du PIB au troisième trimestre (impact du variant delta), mais est révisée en hausse en 2022. Avec un rythme de 4% de croissance réelle annuelle au quatrième trimestre 2022, le FOMC fait part de perspectives solides pour l'année prochaine. Concernant le marché du travail, les prévisions prennent acte des progrès enregistrés et le recul du taux de chômage est plus prononcé (3,5% de la population active à fin 2022). **La principale déviation par rapport aux prévisions de septembre concerne bien sûr l'inflation. Le comité qui attendait une inflation à 4,2% fin 2021, prévoit désormais un niveau de 5,3%.** En 2022, les membres du FOMC envisagent toujours un dégonflement des pressions inflationnistes, mais dans une moindre mesure avec une inflation qui se situerait à 2,6% en décembre 2022.

Prévisions économiques de la Réserve Fédérale (en %) - Décembre 2021

	2021	2022	2023	2024	Long terme
Variation du PIB (volume)	5,5	4,0	2,2	2,0	1,8
Prévision de Septembre 2021	5,9	3,8	2,5	2,0	1,8
Taux de chômage	4,3	3,5	3,5	3,5	4,0
Prévision de Septembre 2021	4,8	3,8	3,5	3,5	4,0
Inflation (PCPE)	5,3	2,6	2,3	2,1	2,0
Prévision de Septembre 2021	4,2	2,2	2,2	2,1	2,0
Inflation hors alim. et énergie (PCCPE)	4,4	2,7	2,3	2,1	
Prévision de Septembre 2021	3,7	2,3	2,2	2,1	
Taux Fed Funds	0,1	0,9	1,6	2,1	2,5
Prévision de Septembre 2021	0,1	0,3	1,0	1,8	2,5

Source : Réserve Fédérale, Covéa Finance

A ce titre, **le terme transitoire qui qualifiait les pressions inflationnistes depuis des mois dans le communiqué du FOMC a été abandonné, confirmant le caractère plus pérenne des tensions actuelles.** Pour rappel, l'inflation mesurée par la croissance annuelle des prix des dépenses personnelles de consommation a atteint 6,8% en novembre 2021, portée à la fois par des éléments liés à la pandémie (impact des pénuries sur les prix des voitures d'occasion, rebond des prix des hôtels et des billets d'avion) et par des éléments plus durables, tels que la hausse des prix des loyers. M. Powell a déclaré lors de la conférence de presse que pour le moment, la forte hausse des salaires n'a pas contribué significativement à l'accélération des prix. Un tel emballement de la boucle prix-salaire est au cœur des préoccupations, car elle impliquerait alors une réponse nettement plus agressive de la part de la Fed. Au regard de la tension actuelle sur le marché du travail, ce risque est à prendre au sérieux, d'autant plus dans la perspective d'une nouvelle vague d'épidémie liée au variant omicron. **Le principal risque associé à une nouvelle détérioration de la situation sanitaire réside en effet davantage dans une prolongation des contraintes sur l'offre (manque de main d'œuvre disponible, perturbations des chaînes d'approvisionnement) alimentant les tensions inflationnistes, que dans un affaissement de la croissance.**

Au lendemain de la décision du FOMC, la réaction des marchés de taux apparaît relativement limitée. Il est vrai que l'essentiel des annonces était attendu par les acteurs de marché, qu'il s'agisse de l'accélération du rythme de réduction des achats ou de la révision à la hausse des prévisions de relèvements de taux directeur par les membres du FOMC, pour l'année 2022. Le marché semble retenir, à ce stade, l'indication d'un cycle de hausse plus précoce face à des risques d'inflation qui peuvent se renforcer, dans le contexte de diffusion du nouveau variant, mais moins agressif, avec 8 hausses au total, soit 2% sur 3 ans.

Dans ce contexte, la courbe américaine enregistre un mouvement modéré de pentification avec des taux courts (2 et 5 ans) en faible repli et des taux longs (10 et 30 ans) en très légère hausse. Le rendement américain à 10 ans est à 1,45%, encore loin de ses niveaux les plus hauts de l'année à 1,77%, atteints fin mars. De plus, on relèvera la hausse assez significative des points morts des titres indexés à l'inflation à 10 ans, à 2,46%. Il faut cependant rester prudent par rapport à ces premières réactions du marché qui peuvent paraître modérées au regard de décisions qui confirment la volonté de la FED de normaliser la politique monétaire américaine. Ces mouvements interviennent dans le contexte particulier de fin d'année, peu propice à des prises de positions importantes.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Eric Le Coz

Responsable Gestion Mandats Taux



# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La dégradation des conditions sanitaires pèse sur le secteur des services »

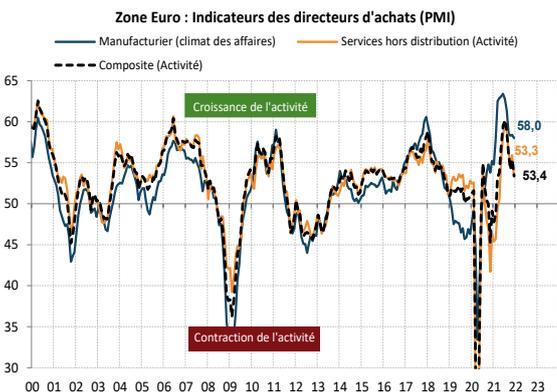
**Les indicateurs de climat des affaires publiés cette semaine reflètent un recul de la confiance sur fond de dégradation des conditions sanitaires. L'indice PMI, calculé à partir d'une enquête auprès des directeurs d'achat, décrit ainsi une modération de l'activité dans le secteur des services (hors distribution) en Zone euro.** L'indice correspondant atteint ainsi 53,3 en décembre (contre 55,9 le mois précédent). Cette modération est plus marquée en Allemagne, où l'indice atteint 48,1, un niveau indiquant une contraction de l'activité relativement au mois précédent. En France, le secteur des services résiste mieux, à 57,1 en décembre. Du côté de l'industrie manufacturière, la production reste en expansion, avec là encore une hétérogénéité marquée entre pays. Ainsi, l'indice de production passe en zone de contraction en

France (à 49,2) tandis qu'il se redresse quelque peu en Allemagne pour atteindre 53,2. Les autres sous-composantes de l'enquête PMI suggèrent une modération des tensions affectant les chaînes de production mondiales, avec une progression moins importante des délais de livraison et des arriérés de production relativement aux mois précédents. Dans ce contexte, les tensions inflationnistes se modèrent également quelque peu, tout en restant historiquement élevées. Les indicateurs plus prospectifs témoignent en revanche d'un léger recul de la demande, illustré par la modération de la sous-composante nouvelle commande, qui reste toutefois sur un niveau élevé.

**L'indice IFO, construit à partir d'une enquête auprès des chefs d'entreprise allemands, renvoie un message similaire à l'enquête PMI.** L'indice de climat des affaires IFO se replie ainsi de 2 points en décembre, sous l'effet d'un recul de la perception de la situation présente et des perspectives à six mois. La ventilation sectorielle reflète, à l'instar du PMI, une nette dégradation des services et un léger mieux du secteur manufacturier.

**Enfin, en France, l'enquête de conjoncture de l'INSEE décrit une dégradation du climat des affaires, en lien avec un net recul de la confiance dans le secteur des services.** L'indice total du climat des affaires demeure toutefois sur un niveau élevé. Contrairement à l'indicateur PMI, l'enquête de l'INSEE rapporte une amélioration du climat des affaires dans l'industrie française, notamment sous l'effet de meilleures perspectives de production. En revanche, les soldes d'opinion sur le niveau du carnet de commande se replient tandis que le solde sur le niveau des stocks par rapport à la normale remonte quelque peu, tout en demeurant bien inférieur à sa moyenne.

**Du côté des données d'activité, la production manufacturière se reprend en Zone euro avec une progression mensuelle de 1,2% en octobre.** Le secteur manufacturier retrouve ainsi ses niveaux



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point déc 2021

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
ZE	PMI Services	Indice	déc.-21	53,3	55,9	52,7	42,5
	PMI Manuf.	Indice	déc.-21	58,0	58,4	47,4	48,6
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	nov.-21	4,9	4,1	1,2	0,3
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	nov.-21	2,6	2,1	1,1	0,7
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	déc.-21	96,3	97,0	92,9	92,5
RU	PMI Services	Indice	déc.-21	53,2	58,5	50,2	45,9
	PMI Manuf.	Indice	déc.-21	57,6	58,1	50,0	50,2
	Taux de chômage	% de la pop. active	sept.-21	4,2	4,3	3,9	5,1
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	nov.-21	5,1	4,2	1,8	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	nov.-21	4,0	3,4	1,7	1,4

\*Du 13/12/2021 au 19/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

de 2019 mais reste encore loin de sa tendance d'avant crise. La progression du secteur sur le mois apparaît essentiellement attribuable à celle des biens d'équipements, et plus particulièrement au secteur automobile qui enregistre un gain de 10% relativement au mois précédent. Par pays, on observe toujours une hétérogénéité entre d'une part l'Allemagne et la France où la production reste inférieure au niveau du T4 2019, et l'Italie et l'Espagne où la production a dépassé les niveaux d'avant-crise.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



# Suivi Macroéconomique

## Focus Macro : les banques centrales européennes en action

Au terme d'une semaine très chargée, les deux principales banques centrales européennes ont procédé à un durcissement de leur politique monétaire dans un contexte marqué par la hausse des tensions inflationnistes et les incertitudes entourant les conditions sanitaires.

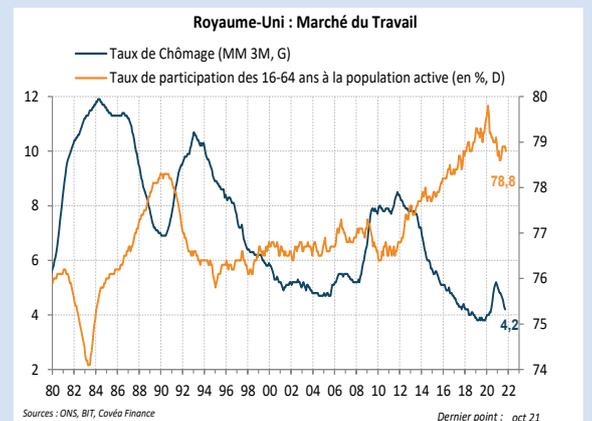
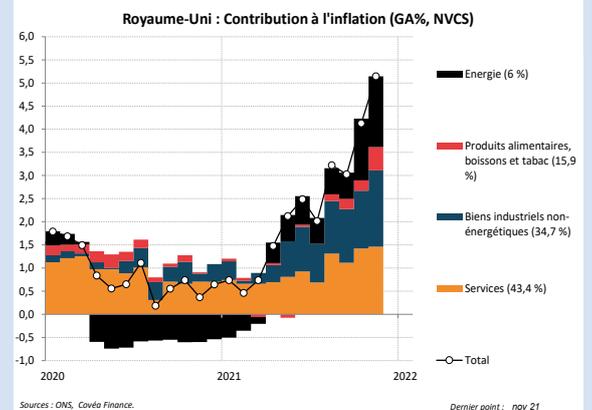
**La Banque d'Angleterre (BoE) a ainsi procédé à une hausse de son taux directeur de 15 points de base, le portant à 0,25%**, une décision prise à la quasi unanimité des membres (8 voix contre 1). Le programme d'achats d'actifs (enveloppe de 150 Mds£ annoncée en novembre 2020 et qui sera utilisée dans sa totalité à la fin de l'année, portant la taille des actifs détenus par la BoE à 895 Mds£) a été laissé inchangé à l'unanimité. **Le comité note les incertitudes liées à la dégradation des conditions sanitaires et à l'émergence du variant Omicron.** Dans cette optique, et face à des données d'activité plus faibles que prévu en octobre, la Banque d'Angleterre a revu ses projections de croissance à la baisse et estime que la croissance trimestrielle du PIB atteindra 0,5% au quatrième trimestre 2021 (contre 1% précédemment). La BoE souligne toutefois que, depuis mars 2020, les vagues successives de Covid ont eu un effet de moins en moins marqué sur l'activité. En revanche, elle considère que les effets de la dégradation des conditions sanitaires sur les prix sont plus incertains. **Dans ce contexte, le comité de politique monétaire de la BoE estime qu'une hausse de taux apparaît appropriée pour faire face à l'intensification des tensions inflationnistes, dans une phase de reprise solide du marché du travail. La Banque d'Angleterre prend ainsi acte des derniers chiffres d'inflation qui, avec une croissance annuelle**

des prix à 5,1% en novembre, ont été au-dessus des attentes. Une part de l'accélération actuelle des prix reste attribuable à des effets temporaires, à savoir la hausse des prix du pétrole et de l'électricité, ainsi que les effets de base liés à l'annulation partielle de la baisse de TVA dans l'hôtellerie et la restauration. On note également, au cours du mois de novembre, une forte contribution du secteur de l'habillement, liée à un effet saisonnier, et des voitures d'occasion, qui reflète pour sa part les problématiques du secteur automobile. Néanmoins, l'ampleur de cette accélération n'en demeure pas moins plus importante que prévu. En effet, la BoE estimait, dans ses projections de novembre, que l'inflation ne dépasserait pas les 5% avant le premier trimestre 2022, sous l'effet d'une nouvelle hausse des prix de l'électricité et du gaz en avril. La Banque d'Angleterre a ajusté ses projections et prévoit désormais que l'inflation se stabilisera autour de 5% dans les prochains mois, puis atteindra son pic en avril 2022. Le comité de politique monétaire souligne les incertitudes entourant ces projections, notamment eu égard aux effets d'une nouvelle dégradation des conditions sanitaires sur les chaînes de valeur. **Le marché du travail a également fait preuve d'une résistance remarquable au cours des derniers mois. Le taux de chômage a encore reculé et atteint 4,2% en moyenne au cours des trois derniers mois menant à octobre.** Dans ce contexte, le marché du travail montre des signes de tension. Le nombre d'emplois vacants a par ailleurs poursuivi son augmentation et atteint un plus haut historique avec 1,2 millions d'emplois vacants, soit une hausse de 400 000 par rapport au niveau pré-pandémique. La fin du dispositif de chômage partiel, en septembre dernier, ne s'est donc pas traduite par une dégradation de l'emploi. On peut toutefois noter que, malgré cette amélioration, le nombre de personne en emploi reste encore inférieur de près de 500 000 à son niveau d'avant crise (soit une baisse de 1,5%). Le taux de participation des 16-64 ans à la population active demeure également inférieur à son niveau d'avant-crise. **Du côté de la rémunération, les salaires, après plusieurs mois de hausse historique, ont ralenti en septembre.**

La croissance annuelle des salaires atteint 4,9% en termes nominaux, contre 7,3% le mois précédent. En termes réels, la croissance des salaires atteint ainsi 2,2%, en net ralentissement, mais sur un rythme encore soutenu. Les effets exceptionnels, notamment les effets de composition et les effets de base, continuent de tirer ces chiffres à la hausse mais jouent un rôle moins important qu'au cours des mois précédent.

**La Banque d'Angleterre estime qu'un « modeste durcissement » (« Modest tightening ») au cours des années à venir apparaît approprié pour ramener l'inflation vers la cible des 2%.** Pour rappel, la BoE mettra un terme aux réinvestissements de son stock d'actifs lorsque le taux directeur aura atteint 0,5%, et commencera à baisser son bilan de manière active à partir de 1%. Dans ce contexte, le bilan de la Banque d'Angleterre devrait donc entamer sa décrue dès l'année prochaine.

**De l'autre côté de la Manche, la Banque Centrale Européenne (BCE) a procédé à un modeste durcissement de sa politique monétaire en annonçant une réduction progressive de ses achats d'actifs et en se laissant la possibilité d'intervenir en cas de nouveau choc lié à la pandémie ou de resserrement des conditions de financement. Tout d'abord, la BCE a annoncé que le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) prendra fin en mars 2022.** Au 1er trimestre 2022, les achats effectués dans le cadre du PEPP se feront par ailleurs à un rythme inférieur au trimestre précédent. **La BCE ne se prive toutefois pas entièrement de la flexibilité propre au PEPP (qui, contrairement au programme APP, permet une répartition des achats dans le temps et entre les juridictions).** En effet, la BCE a



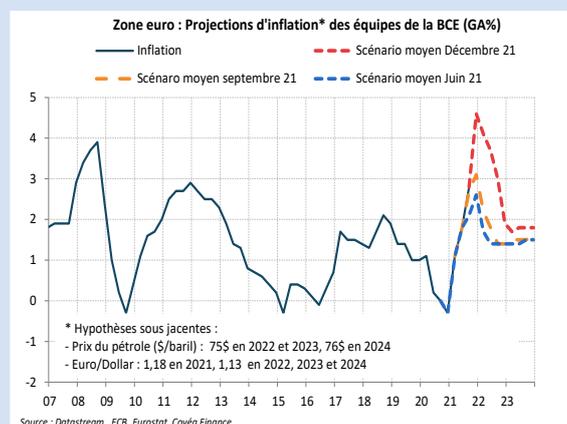
# Suivi Macroéconomique

annoncé une extension des réinvestissements du PEPP jusqu'à la fin 2024 (contre fin 2023 précédemment). Le Conseil des gouverneurs compte procéder à ces réinvestissements « *de façon souple, en fonction des conditions de marché et dans le but d'éviter un resserrement des conditions de financement incompatible avec la lutte contre les effets à la baisse de la pandémie sur la trajectoire projetée de l'inflation* ». Ce faisant, la BCE se permettra donc également d'acheter des titres souverains grecs, qui sont exclus du programme APP en raison de leurs notations trop basses. Elle a par ailleurs précisé que les achats nets dans le cadre du PEPP pourraient reprendre à tout moment pour « *contrer des chocs négatifs liés à la pandémie* ». **Afin d'éviter une réduction trop importante des achats d'actifs à partir de la fin du PEPP, la BCE a également annoncé une augmentation temporaire du rythme d'achats du programme d'achats d'actifs APP.** Le rythme d'achats d'actifs nets de l'APP (actuellement de 20 Mds€ de titres souverains par mois) sera augmenté temporairement pour atteindre 40 Mds€ au deuxième trimestre 2022 et 30 Mds€ au troisième trimestre. Au total, cela représente une augmentation de 90 Mds€ sur l'année relativement au rythme d'achat initialement prévu. Le programme APP reprendra ensuite son rythme actuel, à 20 Mds€ par mois, et ce « *pendant aussi longtemps que nécessaire pour renforcer les effets accommodants des taux d'intérêt directeurs* ». La BCE maintient par ailleurs qu'elle mettra fin à ses achats peu avant de commencer à relever ses taux directeurs. **Les autres outils à la disposition de la BCE n'ont pas fait l'objet de modification.** Les taux directeurs ont été laissés inchangés. Les opérations de refinancement à long terme (TLTRO III), qui prendront fin en juin 2022, n'ont pas fait l'objet de modification. Toutefois, le Conseil des gouverneurs note que cet outil, tout comme le système de deux paliers pour la rémunération des réserves (ou système de *tiering*), sera examiné dans un second temps.

**A l'occasion de cette réunion, la BCE a également dévoilé les projections macroéconomiques de son service économique. Ces dernières sont marquées par une forte révision à la hausse des projections d'inflation, sur des niveaux supérieurs aux prévisions du consensus.** Le service économique de la BCE estime que l'inflation atteindra

2,6% en 2021 (contre 2,2% dans les projections de septembre) puis 3,2% en 2022 (contre 1,7%) avant de refluer pour atteindre 1,8% en 2023 et 2024 (contre 1,5% en 2023). Cette révision traduit en partie les surprises haussières sur l'inflation au cours des derniers mois (les prix en Zone euro enregistrent une croissance annuelle de 4,9% en novembre). Les nouvelles projections de la BCE sont également marquées par une révision à la hausse des prix du baril et des matières premières. La BCE note que les deux tiers de la révision haussière apportée à l'inflation résultent des prix de l'énergie et de l'alimentation. Le service économique de la BCE estime que les prix de l'énergie devraient atteindre un plus haut vers la fin de l'année, sous l'effet d'une forte hausse de l'électricité et du gaz, avant de refluer. Dans ce contexte, le service économique de la BCE estime que l'inflation atteindra un pic au quatrième trimestre 2021 à 4,6% puis refluera progressivement pour atteindre 1,9% dès la fin 2022. L'inflation sous-jacente a également été révisée à la hausse. La BCE estime qu'elle devrait atteindre son plus haut au cours des mois à venir avant de refluer pour atteindre 1,7% en 2023 (contre 1,5% lors des projections de 2023). Le service économique de la BCE prévoit par la suite un léger renforcement des tensions inflationnistes sous-jacentes, avec une croissance annuelle de 1,8% en 2024, qui traduit, pour partie, des meilleures perspectives salariales sur fond de tensions sur le marché du travail. **Du côté des projections de croissance, le service économique s'attend à un affaiblissement de l'activité en lien avec la récente dégradation des conditions sanitaires.** La croissance réelle trimestrielle du PIB ralentirait ainsi substantiellement en début d'année avant de se reprendre. Dans ce contexte, la BCE a revu à la baisse ses projections de croissance pour 2022, à 4,2% (contre 4,6% lors des projections de septembre). En revanche, la projection de croissance pour 2023 est revue à la hausse de 0,8 point de pourcentage, à 2,9%. En 2024, la croissance réelle atteindrait 1,6%. **Dans ce contexte, la perspective d'une hausse de taux en 2022 reste, selon les mots de la présidente de la BCE, Christine Lagarde, « très improbable ».** En effet, la BCE n'envisage pas de hausse de taux avant que trois conditions soient réunies : (1) l'inflation doit atteindre la cible (autour de 2%) bien avant la fin de l'horizon de projection, (2) l'inflation doit être durablement autour de la cible sur le reste de l'horizon de projection et (3) la dynamique de l'inflation doit se refléter de manière cohérente dans la dynamique d'inflation sous-jacente. De nouvelles révisions haussières sur l'inflation pourraient toutefois permettre d'envisager une hausse de taux dans les années à venir.

Les banques centrales s'orientent vers une réduction des mesures de soutien, mais chacune suit son propre rythme. La FED, est revenue sur le caractère temporaire de l'inflation et agit en conséquence. Un caractère temporaire au sujet duquel nous avons souligné nos doutes dans nos Perspectives Économiques et Financières de novembre. La BCE, de son côté, a pris, elle aussi, un tournant moins accommodant, bien que beaucoup moins marqué, en confirmant la baisse des achats du PEPP au cours du premier trimestre 2022. Elle revient aussi sur ses projections d'inflation. Ceci a joué sur l'écartement des primes de risque entre les différents pays de la zone Euro. Nous avons, ainsi, vu l'Italie s'écarter de 4pb contre l'Allemagne. Néanmoins, le marché obligataire, hormis un mouvement à la hausse des taux sur l'annonce, a relativement peu réagi puisque nous nous retrouvons ce matin sur les niveaux d'avant le discours de la BCE modulo l'impact sur les rendements des pays périphériques. Mais la flexibilité du réinvestissement du PEPP comme protection contre la volatilité, la prolongation du réinvestissement complet du PEPP d'un an jusqu'à la fin de 2024, la clause dérogatoire permettant la réactivation du PEPP en réponse à de futurs chocs pandémiques, et enfin un engagement illimité en faveur des achats continus d'APP alors que l'inflation est inférieure à la cible, font que le côté moins accommodant est un peu édulcoré et qu'aucun signe important d'aplatissement des courbes n'est apparu.



Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Xavier Chapon

Responsable du pôle gestion Taux

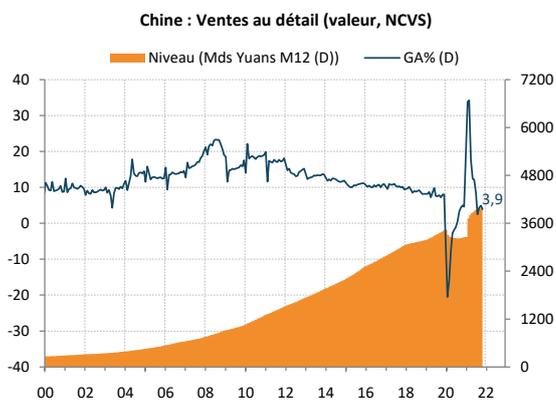


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La Banque du Japon ne rejoint pas le bal de la normalisation »

**Les moteurs domestiques de la croissance chinoise se maintiennent en sous-régime en novembre.** En effet, la dynamique des ventes au détail est restée relativement faible avec une croissance à 3,9% en glissement annuel, reflétant les conséquences des restrictions sanitaires qui ont particulièrement affecté les services. En particulier, les ventes des restaurants et des traiteurs ont reculé de 0,3% en glissement annuel. Concernant les investissements, la tendance des derniers mois se maintient : (i) les investissements dans l'immobilier poursuivent leur déclin (-4,8% en GA) et ce malgré quelques signes de stabilisation dus à l'assouplissement de restrictions gouvernementales ; (ii) les investissements dans les infrastructures déclinent également (-3,6% en GA) alors qu'au contraire (iii) les investissements dans l'industrie manufacturière conservent une dynamique très positive (+10% en GA) qui reflète l'utilisation des profits réalisés pendant la crise sanitaire ainsi que la volonté d'étendre la numérisation, l'automatisation et la décarbonation de l'activité dans les entreprises. Du côté de la production industrielle, les données de novembre rapportent une légère accélération à 3,8% en GA, principalement liées aux secteurs pharmaceutique, de l'électronique et des équipements de transport. En revanche, les mesures de contrôle sur la consommation d'énergie continuent d'affecter les industries lourdes malgré les efforts du gouvernement pour stabiliser la production de charbon. En outre, les fermetures temporaires d'usines par le gouvernement visant à réduire le niveau de pollution en amont des Jeux olympiques de Pékin de février 2022 affecte également les niveaux de production. Ainsi, ces données d'activité domestique de novembre restent faibles dans l'ensemble, et ce malgré la forte demande extérieure, mais elles devraient bénéficier de l'inflexion politique en faveur de la stabilisation de la croissance dans les prochains mois.



Sources : Covéa Finance, National Bureau of Statistics

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
JP	PMI Services	Indice	déc.-21	51,1	53,0	51,6	42,1
	PMI Manuf.	Indice	déc.-21	54,2	54,5	49,3	45,8
	Prod. Industrielle	Val, CVS, GA%	oct.-21	-2,6	-2,3	-2,7	-10,6
	Exportations	Val, CVS, GA%	nov.-21	18,5	12,0	-5,7	-11,5
	Importations	Val, CVS, GA%	nov.-21	42,8	31,0	-4,7	-14,1
	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	nov.-21	5,2	6,1	5,4	2,9
CH	Prod. Industrielle	Val, NCVS, GA%	nov.-21	3,8	3,5	5,8	3,4
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	nov.-21	3,9	4,9	8,1	-2,9

\*Du 13/12/2021 au 19/12/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

l'exportation. Ces orientations amènent donc à relativiser les bonnes performances des exportations japonaises de novembre (+9,2% en glissement mensuel) qui reflétait surtout le redressement du secteur automobile. En effet, les contraintes d'approvisionnement semblent rester bien présentes en cette fin d'année et devraient continuer de limiter le redressement de l'industrie japonaise. Concernant le PMI service, la baisse de l'indice est encore plus marquée à 51,1 points ce qui peut refléter les inquiétudes sur la dégradation sanitaire sur le plan international (bien que le Japon soit pour l'heure peu affecté par le retour de l'épidémie) et la hausse des prix des intrants.

**La Banque du Japon (BoJ) s'engage à la poursuite d'une politique largement accommodante et prolonge son soutien exceptionnel aux petites et moyennes entreprises mais elle maintient toutefois le calendrier de levée progressive de la plupart des mesures de réponse à l'épidémie.** A l'occasion de sa réunion de décembre, la BoJ a maintenu ses principaux outils de politique monétaire inchangés (taux directeur, contrôle de la courbe des taux souverains et achats d'ETF). Comme prévu, elle reviendra à ses niveaux d'avant crise d'achats de papiers commerciaux et d'obligations d'entreprises à compter d'avril prochain de sorte que les encours de ces titres diminuent progressivement pour retrouver leurs niveaux pré-pandémiques – 2000 Mds JPY pour les papiers commerciaux et environ 3000 Mds JPY pour les obligations d'entreprises contre respectivement 3000 Mds JPY et 8300 Mds JPY aujourd'hui. En outre, la BoJ a décidé de prolonger le Programme spécial de soutien au financement en réponse à la crise pandémique pour les petites et moyennes entreprises jusqu'en septembre prochain, alors que le soutien aux grandes entreprises et aux prêts immobiliers arrivera à son terme, comme prévu, à fin du mois de mars 2021. Interrogé sur les impacts d'une dépréciation plus rapide qu'anticipée du Yen en lien avec les annonces de politique monétaire aux Etats-Unis, le gouverneur Kuroda a réaffirmé sa position selon laquelle cette dépréciation serait positive pour l'économie japonaise. Il s'est également montré rassurant sur la question du risque inflationniste, considérant que le taux d'inflation n'atteindrait pas les 2% et que la politique monétaire ne s'orienterait pas vers une normalisation.

**Sur le plan international, la Corée du Sud va entamer une procédure de demande d'adhésion au Partenariat transpacifique global et progressiste (CPTPP).** Cette annonce fait suite aux candidatures de la Chine et de Taiwan en septembre dernier. Si l'adhésion à cet accord rencontre une certaine opposition des secteurs de l'agriculture, de la pêche et des petites entreprises, il devrait profiter à l'économie coréenne à hauteur de 86 Mds\$ par an selon l'étude de 2019 du Peterson Institute. Toutefois, la candidature de la Corée du Sud pourrait pâtir des relations commerciales difficiles que le pays entretient avec le Japon, dans la mesure où chaque pays membre dispose d'un veto sur les nouvelles adhésions.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

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

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

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

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

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

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

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

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