

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

24 janvier 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Transition douloureuse

2021 a été marquée par une inversion entre les fermetures et les créations de sites industriels en France. En nombre, pour la première fois depuis une quinzaine d'années, le solde est positif (160 vs 54). Il faut noter tout de suite que ces créations de sites ne correspondent pas toutes à des relocalisations. Ces dernières (84) devraient représenter en emplois directs... 2300 postes salariés selon les cabinets d'étude spécialisés. Peu d'effet au regard des enjeux des transitions annoncées. Car tout est affaire de compensation. Pour exemple, l'association des équipementiers européens a estimé que 500 000 emplois sont menacés d'ici 20 ans dans les métiers de la production de moteurs thermiques et ne seront compensés que par près de 225 000 postes sur la production de véhicules à propulsion électrique. Un coût supplémentaire de la transition énergétique grevé par ailleurs par la perte du ruissellement d'emplois indirects et du maillage des territoires.

Un coût humain qui nous remémore les effets induits par les progrès technologiques et les défis qui habitent toute innovation par le jeu des destructions-créations. L'exemple des effets de bascule à l'occasion de l'arrivée de la voiture électrique illustre aussi la condition nécessaire à l'innovation; à savoir un environnement concurrentiel qui permet l'entrée de nouvelles entreprises à même de bousculer les rentes existantes et favoriser l'émulation.

Cet exemple éclaire enfin l'indispensable analyse de la qualité de l'emploi, un thème travaillé depuis 2015 par nos équipes dans le cadre de nos recherches préparatoires à nos Perspectives Economiques et Financières*. Car les nouveaux emplois créés ou rapatriés diffèrent en intensité (on l'a vu dans ce cas des équipementiers automobiles), en qualification ou en localisation. Et parler de chômage frictionnel ne minimise en rien les souffrances humaines et les désorganisations locales.

A l'heure où la transition énergétique bouscule des situations établies de la « vieille économie » et impose aux investisseurs institutionnels et aux « émetteurs » de nouvelles règles de transparence et d'engagements, la recherche d'un équilibre dans l'analyse financière et extra financière entre les 3 piliers environnement, social et gouvernance, est plus que jamais d'actualité.

Ces bouleversements font donc l'objet d'une attention particulièrement forte, déclinée dans notre fonds Covéo Renouveau France. Un fonds labélisé « Relance » où les sujets d'emplois et de localisations sont essentiels.

* PEF : 3 fois par an, Covéo Finance présente à ses mandants ses Perspectives Economiques et Financières, colonne vertébrale de sa gestion collégiale.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

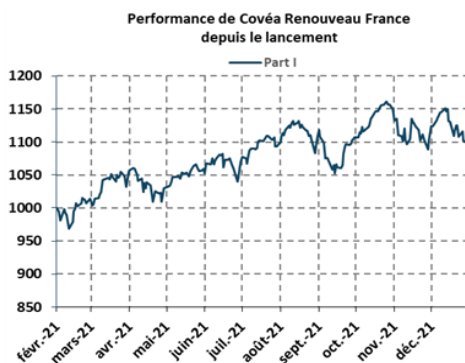
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« Ces bouleversements font l'objet d'une attention forte, déclinée dans notre fonds Covéo Renouveau France »



Sources : Bloomberg, Covéo Finance. Données arrêtées au 30/01/2022.

Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	21/01/22	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,134	1,148	1,216	-1,2	-6,7
€ / £	0,837	0,856	0,886	-2,2	-5,5
€ / Yen	128,98	130,75	125,93	-1,4	2,4
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	88	83	56	6,4	56,7
Indice CRB*	587	570	459	2,8	27,7
Prix de l'once d'Or	1 832	1 848	1 866	-0,9	-1,8
Prix de la tonne de cuivre	9 941	9 533	8 022	4,3	23,9
Indice Baltic Dry**	1 415	2 861	1 837	-50,5	-23,0
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	5 053	4 536	2 869	11,4	76,1

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 :

La semaine dernière, les marchés de taux ont connu deux phases. Une première jusqu'à mercredi, où les taux tirés par le marché US ont atteint 1,90% sur le 10 ans américain. Le 10 ans allemand est même repassé furtivement positif. Le marché américain attend désormais 4 hausses de taux aux Etats-Unis en 2022 dont la première de 0,50% dès le FOMC du mois de mars. Du côté de la zone Euro, les adjudications étant très importantes, les taux européens ont suivi à la hausse anticipant également une hausse des taux directeurs de la BCE en fin d'année. Ce jeudi, lors de la réunion de la BCE, Christine Lagarde a annoncé qu'elle fera tout ce qui est nécessaire pour conserver l'inflation sous 2%. Elle a ajouté qu'elle s'attend à ce que « les facteurs d'explication de l'inflation se détendent cette année » et dit « comprendre que l'augmentation des prix soit une source d'inquiétude pour beaucoup ». Ceci ajouté aux flux acheteurs venant du PSPPP1 en zone euro et des flux d'investisseurs finaux aux Etats-Unis, les taux se sont détendus avec le 10 ans américain qui est revenu vers 1,76% et le 10 ans allemand qui est revenu à -0,07%. Le marché du crédit a été peu actif avec peu d'émissions primaires avec seulement 6,5 Mds€ émis contre de 22,2 Mds€ la semaine précédente. Les primes se sont tendues, en particulier dans la catégorie haut rendement. Sur le marché monétaire américain, les opérations de mise en pension² restent très élevées avec des opérations quotidiennes allant de 1 597,1 Mds\$ à 1 706,1 Mds\$ sur la semaine. Une situation qui reste anormale.

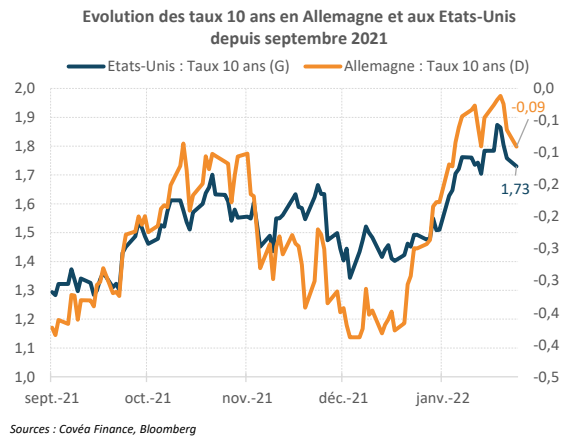
¹ **PSPPP**: programme d'achat d'actifs de la BCE ² **Mise en pension**: Cela désigne une transaction où des contreparties financières apportent des liquidités à la FED qui leur donne en retour des titres en collatéral

Le Focus de la semaine : D'une FED à l'autre

En ce début d'année les acteurs des marchés financiers ont revu leurs prévisions de politique monétaire pour 2022. Ils s'attendent désormais à trois, voire quatre hausses de taux, de la part de la Fed, et à une baisse simultanée de la taille de son bilan. La célèbre phrase de McChesney Martin semble plus que jamais d'actualité. En effet, William McChesney Martin, président de la Réserve Fédérale des Etats-Unis de 1951 à 1970, dans son discours d'octobre 1955 évoque le rôle de la Fed. Il justifie sa politique moins accommodante en précisant que le rôle de la Fed est, selon lui, celui « d'un chaperon qui doit savoir retirer le bol de punch quand la fête bat son plein ». Aujourd'hui, tous les critères semblent réunis pour « retirer le bol de punch » et évoquer, notamment, une hausse des taux directeurs : inflation élevée, taux de chômage contenu et un rebond économique. La crise sanitaire a poussé les pays, dans leur grande majorité, à s'endetter encore plus. Selon le FMI, la dette mondiale a connu, en 2020, sa plus forte augmentation depuis la Seconde Guerre mondiale. La dette publique atteint 99% du PIB mondial, un niveau jamais égalé auparavant et est le fait, majoritairement, des pays les plus avancés (ceux-là même qui bénéficient des taux les plus bas). De plus, cette augmentation de la dette publique mondiale ne devrait pas faiblir dans les années à venir. Les politiques de transition énergétique nécessiteront inéluctablement des plans d'investissement conséquents de la part des Etats et un recours à l'endettement, les pays de la zone Euro à leur tête. Or, des hausses de taux rapides comme annoncées ou prévues et la baisse drastique du bilan des banques centrales pourraient perturber ces changements futurs. En 1955, l'économie mondiale était dominée par les Etats-Unis mais la mondialisation des marchés financiers était beaucoup moins développée. A l'heure actuelle, la portée des actions de la Fed n'est plus cantonnée aux Etats-Unis et influence tous les pays du globe. D'ailleurs, la Chine s'est exprimée sur le sujet et Xi Jinping a alerté cette semaine à la conférence de Davos un jour seulement après la baisse surprise des taux de la banque centrale chinoise. Le président chinois met en garde les Etats-Unis et les autres pays occidentaux sur les « graves retombées négatives » qu'aurait le retrait rapide « du bol de punch » par la Fed et précise que les pays en développement « en supporteraient également le poids ».

Xavier Chapon

Responsable du pôle Gestion Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	21/01/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	10/11/21	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00		
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00		
Banque d'Angleterre	0,25	0,25	0,10	0,25	0,10	0,00	0,15	0,00	0,15		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	1,76	1,78	1,55	1,51	1,11	-3	21	25	65	75	31
Allemagne	-0,07	-0,05	-0,25	-0,18	-0,50	-2	18	11	43	56	29
France	0,33	0,33	0,11	0,20	-0,27	0	22	14	60	99	60
Italie	1,29	1,27	0,94	1,17	0,69	2	35	12	60	139	79
Royaume-Uni	1,17	1,15	0,93	0,97	0,33	2	25	20	84	30	12
Japon	0,14	0,14	0,06	0,07	0,04	-1	7	7	9	21	58
Crédit											
Indice Itraxx Main	55,4	52,1	48,9	47,8	49,0	3,3	6,4	7,6	6,3		
Indice Itraxx Crossover	269,5	257,6	248,0	241,7	249,8	11,9	21,5	27,8	19,8		

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 :

Sur la semaine écoulée, Les marchés actions européens (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) se replient de 1,6% sur la semaine passée, sur fonds de crainte d'une escalade des tensions autour de la frontière ukrainienne alimentant ainsi un regain d'aversion au risque. L'indice affiche désormais une baisse de 2,2% depuis le début de l'année. Dans ce contexte, on observe une surperformance des secteurs défensifs avec les Services aux collectivités (-0,1%) et les Services de communication (-0,2%) qui ressortent en haut de tableau. A l'inverse, la Finance et l'Industrie (-2,8%) affichent les plus fortes baisses suivies par les Matériaux (-2,3%) et la Technologie (-1,6%). Au niveau des sous-secteurs, nous noterons la performance du segment du Luxe (+2,3%), aidé par la publication de résultats de Richemont tandis que les Banques (-3,5%) et l'Automobile (-3,9%), qui avaient bien performé depuis le début de l'année, souffrent le plus sur la semaine. Les secteurs les plus performants depuis le début de l'année restent les mêmes : Energie (+8,4%) et Finance (+4,2%) tandis que la Technologie et la Santé ferment toujours la marche (respectivement -9,1% et -5,5%), pénalisés les semaines passées par des prises de bénéfices sur les valeurs à hauts multiples de valorisation.

La semaine a également été marquée par l'avertissement sur résultats de Siemens Gamesa, spécialiste des énergies renouvelables, qui déplore l'impact d'une hausse des coûts sur ses marges ainsi que des perturbations sur la chaîne d'approvisionnement qui devraient perdurer en 2022.

Le Focus de la semaine : le secteur de l'emballage

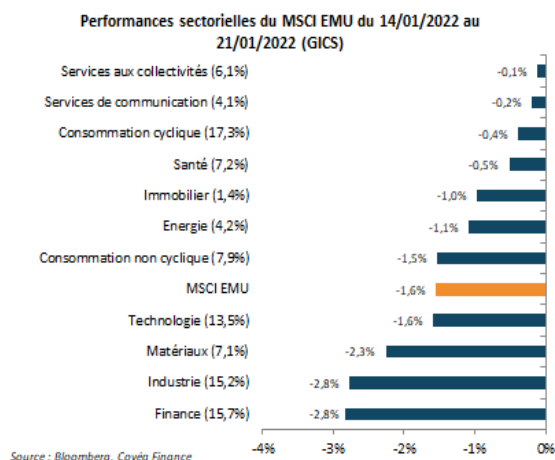
Nous vous proposons cette semaine un éclairage sur les évolutions en cours dans le segment des emballages. La montée en puissance des préoccupations écologiques impactent de nombreux secteurs mais en particulier celui-ci. L'enjeu est double pour les entreprises : il s'agit de continuer à satisfaire les besoins de leurs clients tout en intégrant leur intérêt croissant pour l'impact de ce qu'ils consomment. Les études auprès des consommateurs se succèdent et le constat est clair : une majorité d'entre eux préfèrent des emballages en papier ou en carton aux emballages plastiques (selon une étude 2020 réalisée par Smurfit Kappa), 75% des consommateurs à travers l'Europe affirment que l'impact environnemental de l'emballage d'un produit affecte leur décision d'achat et près de la moitié précisent même avoir déjà changé de marque en raison d'un emballage non recyclable.

C'est dans ce contexte que les entreprises, désireuses de s'adapter aux nouveaux enjeux de consommation, se mobilisent pour utiliser des matériaux plus « durables » pour leurs conditionnements. Aujourd'hui, un emballage plus respectueux de l'environnement et recyclable devient même un véritable argument de vente. Ainsi, nombreuses sont les marques qui communiquent sur une réduction du recours au plastique dans leurs emballages (Nestlé, Danone, Unilever, Henkel, L'Oréal...) pour satisfaire les consommateurs d'une part et pour réduire leur empreinte carbone d'autre part, donnée qui fait désormais l'objet d'une publication régulière, notamment pour les sociétés cotées.

C'est dans le but de répondre à cette demande croissante de transparence et de se conformer à un cadre réglementaire de plus en plus strict, que les entreprises du secteur de l'emballage innovent et adaptent leur offre afin de proposer des solutions toujours plus respectueuses de l'environnement. Après avoir analysé la chaîne de valeur de ce segment, il s'avère que certaines entreprises européennes tirent leur épingle du jeu à l'image de Huhtamaki, une société finlandaise qui propose des solutions d'emballages alimentaires durables et recyclables à 82% ou encore SIG Combibloc en suisse, le deuxième fournisseur de systèmes et solutions pour l'emballage carton aseptique derrière Tetra Pak. Ces sociétés qui fournissent aux autres les moyens de s'adapter sont une bonne illustration de ce que nous recherchons au travers des thématiques porteuses d'avenir que nous décrivons dans nos perspectives économiques et financières.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	21/01/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	150,6	153,0	155,2	154,1	131,2	-1,6	↓	-3,0	↓	-2,2	↓	14,8	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 050	1 073	1 096	1 094	985	-2,1	↓	-4,2	↓	-4,1	↓	6,6	↑
MSCI EMU Small Cap	473,9	489,6	504,3	487,4	450,1	-3,2	↓	-6,0	↓	-2,8	↓	5,3	↑
MSCI Europe	158,1	160,2	160,1	161,7	136,1	-1,3	↓	-1,3	↓	-2,2	↓	16,1	↑
France CAC40	7 069	7 143	7 045	7 153	5 591	-1,0	↓	0,3	↑	-1,2	↓	26,4	↑
Allemagne DAX30	6 591	6 709	6 789	6 696	6 017	-1,8	↓	-2,9	↓	-1,6	↓	9,5	↑
Italie MIB	27 061	27 544	27 561	27 445	22 429	-1,8	↓	-1,8	↓	-1,4	↓	20,7	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 494	7 543	7 340	7 385	6 715	-0,6	↓	2,1	↑	1,5	↑	11,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 953	9 038	8 572	8 777	7 580	-0,9	↓	4,4	↑	2,0	↑	18,1	↑

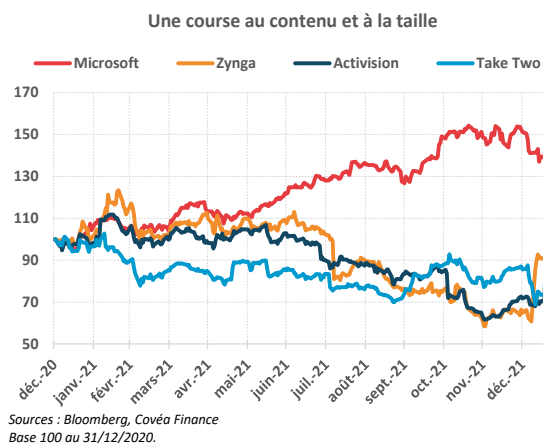
Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques ont évolué de façon contrastée sur la semaine. Les marchés chinois ont poursuivi leur progression, profitant des annonces d'assouplissement monétaire par la banque centrale (baisse des taux directeurs et volonté de relancer l'offre de crédit, y compris les crédits immobiliers aux particuliers). Le marché indonésien profite de la hausse des prix du pétrole et du charbon. A titre d'illustration, la première valeur du secteur de l'énergie, Bayan Ressource (mine de charbon) a progressé plus de 15% sur la semaine (+30% en 2 semaines). Malgré son exposition aux matières premières, le marché australien se replie également subissant, comme dans tous les autres marchés asiatiques, la baisse des valeurs financières et technologiques. Plusieurs annonces de constructeurs automobiles sont venues rappeler la persistance des problématiques d'approvisionnement en semi-conducteurs. Toyota Motor set Hyundai Motor ont tous les deux réduit leur objectif de production pour le premier trimestre 2022.



Aux Etats Unis, Wall Street a été l'objet d'une correction sensible, continuant d'intégrer les annonces de plusieurs membres de la Réserve Fédérale se prononçant en faveur de multiples hausses des taux directeurs et d'une réduction rapide des achats d'obligations. La dégradation des relations russo-américaines et des résultats d'entreprise plutôt décevants pour le moment (correction de 20% de Netflix suite à l'annonce d'un ralentissement sensible de la croissance de ses abonnés) ont également pesé sur la tendance. Enfin, du côté de la Maison Blanche, le Président Biden continue de chercher un accord sur son plan de relance (« Build Back Better ») en focalisant ses efforts sur les sujets liés à la transition énergétique. S'agissant des relations commerciales avec la Chine, le président a déclaré qu'il était trop tôt pour assouplir les droits de douane sur les produits chinois. Sur ce point, on notera que l'administration américaine a ouvert une enquête sur la division informatique dématérialisée ("cloud") du groupe chinois Alibaba pour déterminer si elle constitue une menace pour la sécurité des Etats-Unis.

A noter enfin que les banques ont été sous pression suite à la publication de résultats trimestriels décevants et de prévisions de dépenses pour 2022 plus élevées que prévues (inflation des salaires et des budgets informatiques).

Le Focus de la semaine : Une course au contenu dans les jeux vidéo qui n'est pas sans rappeler les acquisitions majeures survenues dans l'industrie du film ou de la musique au cours des dernières années

Une course au contenu dans les jeux vidéo qui n'est pas sans rappeler les acquisitions majeures survenues dans l'industrie du film ou de la musique au cours des dernières années

Une semaine après l'annonce du rachat de l'éditeur américain de jeux vidéo Zynga par Take-Two Interactive pour un montant de \$13 milliards, c'est au tour de Microsoft d'annoncer l'acquisition d'Activision-Blizzard pour près de \$70 milliards (Call Of Duty, World of Warcraft, Candy Crush...). Cette annonce, qui vient compléter les acquisitions de Mojang, Obsidian, Ninja Theory ou ZeniMax, envoie un message clair sur l'organisation future du secteur et l'importance de maîtriser le contenu plutôt que la plateforme. Toutes regroupées sous la même bannière, ces licences vont aider Microsoft à mener à bien sa stratégie, à savoir enrichir son « Game Pass » en créant une offre de contenu titanesque, et peut-être exclusive. Lancé en 2017, le Game Pass est un service d'abonnement qui permet aux joueurs d'avoir accès à un catalogue de jeux en illimité sur consoles, tablettes et PC, en contrepartie d'un abonnement mensuel (9,99€). Microsoft ambitionne donc de devenir, en quelque sorte, le « Netflix du jeu vidéo ». Cette stratégie n'est pas sans rappeler celles de Walt Disney (acquisitions des catalogues de la 21st Century Fox et de Lucasfilm) ou de Comcast (rachat de NBC Universal) dans leurs courses aux contenus pour leurs services de streaming vidéo. Tout en étant vigilant sur les valorisations offertes lors de ces opérations, nous notons néanmoins la vision et la capacité d'adaptation aux ruptures d'un géant comme Microsoft. Reste à déterminer si le régulateur approuvera une telle opération qui élève substantiellement les barrières à l'entrée dans ce secteur.

Paul Cutajar
Gérant Actions US



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	21/01/22	J-7	10/11/2021	31/12/21	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	4 398	4 663	4 647	4 766	3 853	-5,7 ↓	-5,4 ↓	-7,7 ↓	14,1 ↑	-5,1 ↓	-3,6 ↓	-7,5 ↓	22,4 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 265	35 912	36 080	36 338	31 176	-4,6 ↓	-5,0 ↓	-5,7 ↓	9,9 ↑	-4,0 ↓	-3,2 ↓	-5,5 ↓	17,9 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 769	14 894	15 623	15 645	13 531	-7,6 ↓	-11,9 ↓	-12,0 ↓	1,8 ↑	-7,0 ↓	-10,2 ↓	-11,8 ↓	9,1 ↑
Japon Nikkei 300	408	417	422	420	391	-2,3 ↓	-3,4 ↓	-2,9 ↓	4,2 ↑	-1,2 ↓	-2,0 ↓	-1,4 ↓	1,7 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 834	2 922	2 930	2 993	3 161	-3,0 ↓	-3,3 ↓	-5,3 ↓	-10,3 ↓	-2,3 ↓	-2,1 ↓	-5,7 ↓	-11,6 ↓
Chine - Shanghai	3 523	3 521	3 507	3 640	3 621	0,0 ↑	0,4 ↑	-3,2 ↓	-2,7 ↓	1,0 ↑	2,9 ↑	-2,8 ↓	6,4 ↑
Hong Kong Hang Seng	24 966	24 383	24 813	23 398	29 928	2,4 ↑	0,6 ↑	6,7 ↑	-16,6 ↓	3,0 ↑	1,9 ↑	7,1 ↑	-10,9 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 244	1 257	1 274	1 232	1 406	-1,0 ↓	-2,4 ↓	1,0 ↑	-11,5 ↓	-0,5 ↓	-0,5 ↓	1,2 ↑	-5,1 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

A l'heure où les dividendes semblent repartir, comme l'exprimait Julien Chevalier dans son édito du 10 janvier dernier, l'équipe d'analyse reste vigilante sur les différents modes de financement de ces dividendes.

Rappelons dans un premier temps le mécanisme :

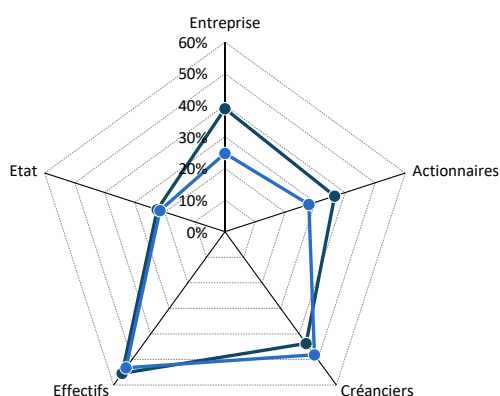
- En premier lieu, **l'attribution et le montant des dividendes sont proposés par le conseil d'administration lors de l'Assemblée Générale (AG) des actionnaires**, qui décide de l'attribution ou non, du montant et de la date du versement (périodiquement, une ou deux fois par an), et du choix entre paiement en numéraire et / ou par attribution d'actions. Le versement de dividendes n'est donc pas automatique, et son montant n'est ni fixe ni prédéfini.
- En général, **les dividendes sont prélevés sur le résultat net de l'année précédente**, toutefois une AG peut décider le versement de dividendes, même si la société n'a pas fait de profit, voire si elle a fait des pertes. Ces pertes sont possiblement exceptionnelles et donc non récurrentes, et la Direction de la société peut désirer envoyer un message de confiance sur le futur de l'entreprise à ses actionnaires. Ce dividende peut même être ponctuellement supérieur au montant de résultat net réalisé.
- Le décaissement est visible dans le tableau de trésorerie, et la contrepartie de cette baisse de trésorerie à l'actif du bilan se retrouve au passif au travers de la soustraction de ce montant (dividendes nets + prélèvements fiscaux et sociaux) des capitaux propres**, plus précisément sur le poste des réserves. D'ailleurs la partie des bénéfices non versés en dividendes est réinvestie dans l'entreprise et comptabilisée dans ce compte de réserves.
- Incidence au niveau du cours de l'action : à court terme, **le versement de dividendes constitue un prélèvement sur les ressources de l'entreprise**. Au moment où ils sont distribués, le cours de l'action enregistre cette diminution des ressources par une baisse des cours. C'est pourquoi certaines entreprises autorisent les actionnaires à réinvestir leur dividende sous forme d'achat d'actions. Néanmoins, à plus long terme, les rapports entre dividende et cours de l'action sont plus complexes... D'un côté **le versement de dividendes attire des actionnaires** et fidélise les actionnaires actuels. Cela joue positivement sur le cours de l'action. Mais d'un autre côté **un prélèvement excessif sur les ressources de l'entreprise pour rémunérer les actionnaires peut pénaliser la capacité de financement du développement futur de l'entreprise...**

D'où l'épineuse question du financement de ces dividendes..

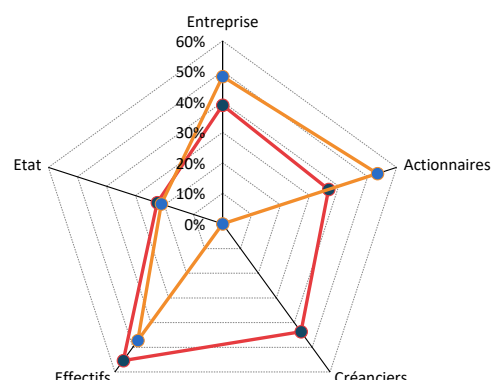
- Comme évoqué plus haut le dividende est retranché des réserves des fonds propres... **Si les résultats et reports à nouveau sont insuffisants, un dividende trop généreux, ou des rachats d'actions trop importants de façon récurrente, sont de nature à grever les capitaux propres des entreprises, et à altérer le montant de ses garanties face à son endettement.**
- Si les réserves sont insuffisantes, ou par opportunité (notamment en période de taux bas ou négatifs), **nombre de sociétés prennent la décision de s'endetter pour financer leur dividende.**
- Enfin, nos analystes sont particulièrement attentifs à **l'équilibre, notamment dans le cas des sociétés industrielles ou de technologie, au rapport entre dépenses d'investissements et versements des dividendes / rachats d'actions.**

Le suivi de l'allocation du capital des sociétés est en cela un outil précieux : il **permet de visualiser rapidement comment la Direction d'une société choisit de le répartir entre ses différentes parties prenantes : ses actionnaires, ses salariés, ses créanciers, l'Etat (le fisc), et justement les réinvestissements dans la croissance de l'entreprise**. Là encore, une visualisation en dynamique sur plusieurs exercices ainsi qu'une comparaison avec les pairs sont des éléments d'information et de réflexion qui nourrissent les échanges des analystes avec les gérants.

Exemple d'une société à plusieurs exercices d'écart



Exemple de comparaison de 2 sociétés d'un même secteur sur un même exercice



Sylvaine Rodrigues

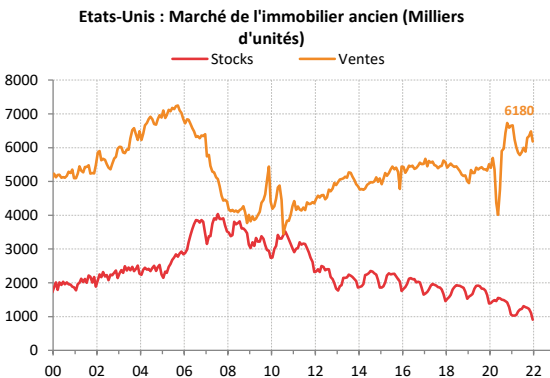


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Signaux contrastés dans l'immobilier et le manufacturier »

Les données publiées cette semaine concernant l'activité manufacturière envoient des signaux mitigés. L'indicateur d'enquête de la Réserve Fédérale de Philadelphie enregistre une nette progression en janvier, passant de 15,4 à 23,2 points, sous l'effet d'une amélioration des nouvelles commandes et des livraisons. A l'opposé, l'indicateur manufacturier de la Réserve Fédérale de New York a lourdement chuté en janvier, suggérant un impact significatif de la vague épidémique liée au variant omicron. L'indice s'établit à un niveau décrivant une contraction de l'activité (-0,7 après 31,9 en décembre), au plus bas depuis les premiers stades de la crise sanitaire. Les principales sous-composantes de l'indice s'inscrivent en net recul, avec des nouvelles commandes à -5, les livraisons à +1 et l'emploi à +16. Les composantes prix payés et délais de livraison se réduisent également, suggérant une moindre tension sur la chaîne d'approvisionnement, mais aussi une demande en modération sur ce début d'année.



Sources : *Covéa Finance, National Association of Realtors*
 Les ventes de logements anciens comprennent les ventes "rapides" de logements neufs. Cette statistique englobe donc toutes les ventes à partir de la deuxième transaction.
 Dernier point : déc-21

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	déc.-21	6,5	1,2	4,3	6,8
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	déc.-21	2,5	8,2	3,8	7,8
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	déc.-21	6180	6480	5327	5658

*Du 17/01/2022 au 23/01/2022

Sources : *Refinitiv, Covéa Finance*

Dans l'immobilier, les ventes de logements anciens ont fléchi en décembre (-4,6% en glissement mensuel), dans un mouvement touchant à la fois les maisons individuelles et les appartements. Les maisons disponibles à la vente ont atteint un nouveau point bas (début de la série en 2001), suggérant que la faiblesse des ventes témoigne davantage de problèmes d'offre que d'un affaiblissement de la demande. Le prix moyen des transactions affiche une croissance annuelle de 9,6%, après 8,8% en novembre. Par ailleurs, les mises en chantier et les permis de construire ont terminé l'année 2021 sur une note très positive, avec des progressions mensuelles de respectivement 1,4% et 9,1% sur le mois. Ces gains ont été tirés par les immeubles d'habitation dont les données présentent une plus forte volatilité.

Sur le marché du travail, les nouvelles demandes d'allocation chômage ont enregistré un rebond marqué sur la semaine du 15 janvier et s'établissent à 286 000, après 231 000 la semaine précédente. Il s'agit de la 3ème semaine consécutive de hausse, suggérant une dégradation de l'emploi dans le contexte de diffusion du variant omicron en ce début d'année.

Concernant la politique budgétaire, suite au refus en décembre du Sénateur démocrate Joe Manchin de soutenir le plan *Build Back Better* (1700 Mds\$), **le parti démocrate tente de sortir de l'impasse et envisage de resserrer son effort sur un nombre restreint de dispositions du texte.** Les négociations en ce sens ont repris cette semaine et un projet de loi centré sur le climat, la réduction du coût de la santé et les programmes de garde d'enfants en bas âge pourrait

être proposé dans les prochaines semaines. D'après les propos du Président Joe Biden, les dispositions coûteuses telles que la prolongation du crédit d'impôt étendu pour enfant (expirée au 1er janvier 2022) et l'augmentation des subventions pour les universités de premier cycle (*community college*) devraient être abandonnées.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

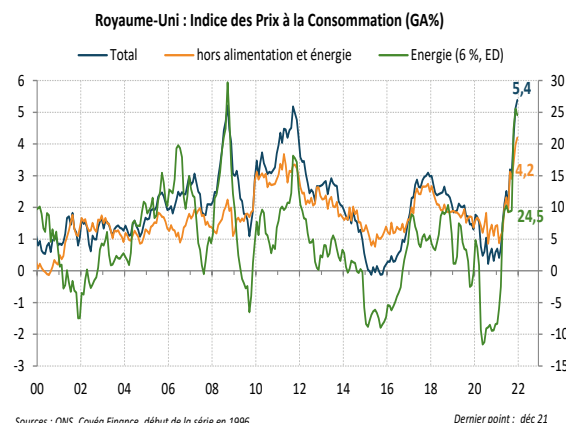
« L'inflation britannique atteint un plus haut en 30 ans »

Le compte rendu de politique monétaire de la BCE reflète les incertitudes du conseil des gouverneurs quant à la trajectoire de l'inflation. Les projections des services économiques de la BCE, publiées à l'occasion de la dernière réunion, ont été significativement revues à la hausse mais prévoient encore que l'inflation restera en dessous de la cible des 2% en 2023 et en 2024. Certains membres du conseil ont ainsi souligné que ces perspectives traduisent la mise en place d'un régime d'inflation se rapprochant de celui observé avant la grande crise financière, quand l'inflation s'établissait en moyenne autour de 2%. Néanmoins, certains membres notent également que le risque d'une inflation élevée de manière plus persistante ne peut être écarté. Pour qu'un tel scénario se matérialise, la dynamique des salaires semble être clé. Si les

données récentes ne montrent pas d'accélération, la faiblesse du taux de chômage et le retour de l'emploi et du taux de participation sur ses niveaux d'avant-crise pose la question d'une hausse à venir des rémunérations.

L'indicateur de confiance ZEW, construit à partir d'une enquête auprès de professionnels du secteur financier, décrit, en janvier, un net regain d'optimisme quant aux perspectives économiques allemandes. L'indice sur les perspectives à six mois, en recul au quatrième trimestre sur fond de dégradation des conditions sanitaires, retrouve un niveau historiquement élevé. Les anticipations d'inflation s'inscrivent également en recul, illustrant la modération attendue de l'inflation allemande au cours des mois à venir. Toutefois, si l'inflation est attendue à la baisse, cette dernière n'en restera pas moins élevée.

En France, l'indicateur de climat des affaires de l'INSEE indique une légère dégradation du climat des affaires en janvier, sous l'effet d'un recul du climat des affaires dans le secteur des services et de la distribution. Dans l'industrie, l'indice de climat s'améliore quelque peu, porté par une meilleure orientation des carnets de commandes. L'INSEE note que les contraintes d'offre restent importantes mais se détendent quelque peu, un message qui fait écho à la légère baisse des délais de livraison rapportée par l'indice de climat des affaires PMI. Malgré cette légère détérioration, l'indice du climat des affaires INSEE et ses sous-composantes sectorielles restent sur des niveaux élevés.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
AL	ZEW	Indice	janv.-22	51,7	29,9	-13,1	40,6
	Taux de chômage	% de la pop. active	nov.-21	4,1	4,2	3,9	5,1
RU	Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	5,4	5,1	1,8	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	4,2	4,0	1,7	1,4

* Du 17/01/2022 au 23/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Royaume-Uni, le marché du travail poursuit son amélioration avec une nouvelle décrue du taux de chômage, qui atteint 4,1% en novembre, très proche du plus bas historique atteint en 2018. En revanche, le taux de participation des 15-64 ans recule et atteint 78,7% (contre presque 80% avant-crise). Bien qu'il reste en deçà de son niveau d'avant-crise, le taux de participation n'en demeure pas moins historiquement élevé. Enfin, l'emploi reste inférieur à son niveau de février 2020 (-1,5% environ). Le recul continu du taux de chômage malgré la fin des dispositifs de chômage partiel entraîne des tensions importantes sur le marché du travail, matérialisées notamment à travers la hausse très importante du nombre d'emplois vacants. Ces derniers atteignent 1,250 million, soit une hausse de presque 500 000 relativement à la période pré-pandémique. Du côté des salaires, la croissance annuelle du salaire hebdomadaire moyen (hors bonus) poursuit sa décélération mais reste sur un niveau élevé, à 3,8% en novembre. Cette décélération reflète principalement une dissipation des effets techniques (effets de base et de composition) qui l'affectaient jusqu'à présent. À 3,8%, la croissance des salaires reste par ailleurs supérieure à son niveau d'avant-crise. En termes réels, les salaires stagnent, posant la question des effets sur la consommation de l'accélération record de l'inflation.

Du côté des prix, l'inflation britannique poursuit son accélération et atteint 5,4% en rythme annuel, son niveau le plus élevé en 30 ans. Les prix de l'énergie et de l'alimentaire, en nette hausse, contribuent à hauteur de 40% à la croissance annuelle des prix. Les tensions inflationnistes sont largement diffusées, comme l'illustre la forte hausse de l'inflation sous-jacente, qui atteint pour sa part 4,2%. Les prix des biens industriels non énergétiques affichent une croissance élevée, et ce depuis plusieurs mois. Du côté des services, on note aussi une accélération, qui traduit toutefois également des effets de base liés à la baisse de TVA temporaire entre juillet 2020 et juillet 2022. Malgré ce niveau très élevé, tout porte à croire que l'inflation britannique n'a pas encore atteint son pic. Une nouvelle hausse des prix de l'énergie est attendue en avril 2022, à l'occasion de la révision biannuelle des prix de l'électricité. Avec un taux de chômage historiquement bas, une croissance annuelle des salaires relativement élevée et une inflation au plus haut depuis 30 ans, les arguments en faveur d'une hausse de taux dès février s'accumulent pour la Banque d'Angleterre. Cette dernière devra toutefois mettre en balance le ralentissement attendu de la consommation, sur fond de hausse des prix et de fiscalité moins favorable.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

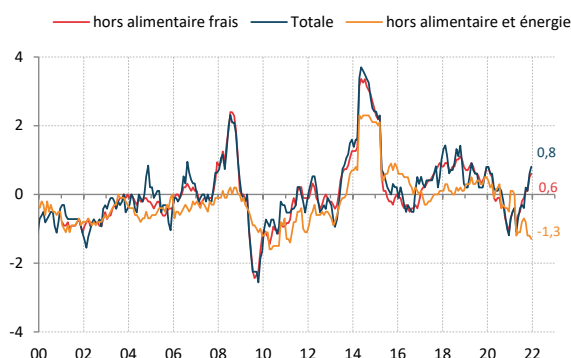
Asie

« La PBoC poursuit l'assouplissement de sa politique monétaire face au ralentissement économique »

La Banque Populaire de Chine (PBoC) poursuit sa politique de baisse des taux. Après une réduction de 10 points de base (pb) du taux de la facilité de prêt MLF (*Medium-term Lending Facility*) à un an (de 2,95% à 2,85%), ainsi qu'une réduction de 10 pb sur le taux de Reverse repo à sept jours (de 2,2% à 2,1%) le 17 janvier, la PBoC a annoncé de nouvelles

baisses de taux le 19 janvier qui concernent cette fois le taux de référence *loan prime rate* (LPR, taux le plus avantageux auquel une banque peut prêter des fonds) à 1 an qui baisse de 10 pb à 3,70% (après une première baisse de 5 pb en décembre) ainsi que le *loan prime rate* à 5 ans qui est réduit de 5 pb à 4,6%. Cette dernière baisse est modeste mais elle indique la volonté des autorités d'étendre cette dynamique d'assouplissement au secteur de l'immobilier (le LPR à 5 ans est le taux de référence pour les prêts hypothécaires), permettant ainsi d'atténuer quelque peu les perspectives de dégradation du secteur qui reste lourdement affecté par les mesures gouvernementales visant à réduire l'excès d'endettement et les risques de bulles. Ces dernières mesures d'assouplissement font également suite à une baisse généralisée du ratio de réserves obligatoires (RRR) de 50 pb en décembre (après une baisse similaire en juillet 2021) puis la mise en place de mesures ciblées dont 300 Mds de Yuan de financements avantageux pour les PME en septembre, la création d'une facilité de prêts pour favoriser les investissements verts et 200 Mds de Yuan de financements avantageux pour soutenir l'usage du « charbon propre » en novembre. En outre, la communication des autorités chinoises nous indique que cette politique de soutien à l'économie devrait se poursuivre début 2022 pour faire face au ralentissement économique, notamment lié aux difficultés du secteur de l'immobilier, aux politiques de lutte contre la pollution, à la dégradation sanitaire et aux restrictions qui en découlent en lien avec la politique « zéro Covid » des autorités chinoises.

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



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Prod. Industrielle	Val, CVS, GA%	nov.-21	3,5	-2,6	-2,7	-10,6
Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	0,8	0,6	0,5	0,0
JP Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	-0,8	-0,7	0,6	0,2
Exportations	Val, CVS, GA%	déc.-21	16,5	18,5	-5,7	-11,5
Importations	Val, CVS, GA%	déc.-21	38,9	42,8	-4,7	-14,1

*Du 17/01/2022 au 23/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, l'inflation reste relativement faible à 0,8% en décembre en glissement annuel malgré une légère accélération (+0,2 point de pourcentage par rapport à novembre). Cette progression reflète surtout le dynamisme de l'alimentaire frais dont l'inflation atteint 8% (après 3,1% en novembre). L'inflation des prix de l'énergie se maintient à des niveaux très élevés et poursuit également sa hausse à 16,4% (après 15,5% en novembre). En revanche, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) poursuit sa dégradation à -1,3% (-1,2% en novembre) en lien avec les pressions baissières issues des mesures de baisse des prix des forfaits téléphoniques. Sur l'ensemble de l'année 2021, l'inflation s'inscrit en territoire négatif à -0,3% (après 0% en 2020 et 0,5% en 2019). De nouvelles pressions baissières sur les prix pourraient émaner de **la dégradation des conditions sanitaires et des nouvelles mesures de restrictions** impliquant notamment la fermeture précoce des restaurants dans 16 préfectures, dont Tokyo, soit environ un tiers du pays.

Dans ce contexte, la Banque du Japon conserve sa politique monétaire accommodante mais revoit à la hausse ses perspectives sur l'économie et les prix. En effet, la réunion de politique monétaire de janvier n'a donné lieu à aucun changement sur les instruments de politique monétaire et le communiqué de la BoJ ne laisse entrevoir aucun débat au sein du comité de politique monétaire sur une éventuelle remontée des taux avant que l'inflation n'ait atteint la cible des 2% (alors que des articles de presse rapportaient le contraire en amont de la réunion). Néanmoins, les dernières perspectives de la BoJ rapportent une vision plus optimiste sur la croissance économique qui atteindrait désormais 3,8% en 2022 contre 2,9% dans les prévisions d'octobre. Les prévisions sur l'inflation ont également été revues à la hausse à 1,1% en 2022 contre 0,9% précédemment. En outre, la BoJ a modifié sa communication au sujet des risques entourant l'évolution des prix au Japon, en les considérant comme « globalement équilibrés » alors qu'ils étaient considérés comme « orientés à la baisse » depuis 2014.

Sur le plan commercial, le Japon a réduit son déficit à 582 Mds de Yen en décembre (contre 787 Mds de Yen en novembre). Selon les données du gouvernement, la croissance nominale des exportations a ralenti à 17,5% en glissement annuel en décembre 2021, notamment en lien avec les déclin mensuels des exportations de machines et de produits chimiques alors que les exportations d'automobiles ont poursuivi leur redressement. Aussi, la croissance annuelle nominale des importations a ralenti à 41,1% en décembre.

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.