

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

15 novembre 2021

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Qui se souvient de Pechelbronn ? *

Ces derniers jours se suivent et les records se succèdent. Ainsi, l'indice CAC40 a touché ses plus hauts niveaux historiques ce mois-ci. Créé avec une valeur nominale de 1000 en janvier 1988 (les cendres du krach d'octobre 1987 étaient encore chaudes), il a donc atteint 7100 points 34 ans plus tard. Une performance de 607%, qui monte à 1514% si l'on tient compte des dividendes distribués et réinvestis sur l'indice. Une performance remarquable de 8.5% annuelle, mais qui est pourtant inférieure à celle du marché américain (+1803% en prix, +3867% avec les dividendes soit 11,5% sur la même période). 3% de différence annuelle qui nous rappelle la magie des intérêts composés !

Mais arrêtons là les comparaisons historiques. Car le CAC40 qui affiche aujourd'hui une valeur de 7100 points n'est plus le même que celui imaginé en 1987 et qui était le support du tout nouveau marché des options à Paris de l'époque. Sa composition a été bouleversée à de multiples reprises par des sorties et entrées de nouveaux titres. Une pratique introduite très tôt au gré des fusions, OPA et du déclin des affaires. Ainsi, dès le mois de mai 1988, Suez remplaçait Générale Occidentale qui avait fait l'objet d'une prise de contrôle par la Compagnie Générale d'Electricité (la CGE qui deviendra Alcatel-Alsthom), qui elle-même sortira du CAC40 en août 1989 (vs le CCF). Alcatel Lucent, déjà membre sortira en décembre 2012 (vs Gemalto) pour réintégrer l'indice en décembre 2013 (vs STM). Nokia rentrera dans le CAC40 en janvier 2016 après le rachat d'Alcatel-Lucent, pour en ressortir en septembre 2017 (vs STM)... Ce même mois de mai 1988, Merlin Gerin prenait la place de Télémechanique. Depuis, près de 80 valeurs sont sorties de l'indice et remplacées par d'autres.

Une autre façon de comprendre la portée de ces modifications et de relativiser les chiffres de performance des indices est d'analyser l'évolution de leur capitalisation boursière. Le CAC a ainsi été créé avec 40 valeurs dont la capitalisation boursière était proche de 60Mds€ (un chiffre qui avait fondu de 30% sur le dernier trimestre de 1987). Or la capitalisation boursière du CAC40 en novembre 2021 est de près de 2330Mds€ (1630 Mds€ de flottant) soit une variation — et non une hausse ! - de 38 et 27 fois, sans commune mesure avec la progression de l'indice en prix (base 1000 pts vs 7100 pts aujourd'hui).

On l'aura compris, l'étude des indices sur longue période ne permet pas d'analyser le tissu qui les compose. C'est bien l'un des écueils de la gestion passive qui ne peut que subir ces ajustements. Des ajustements qui font rentrer dans les indices des entreprises toujours plus hautes en termes de valorisation boursière par leur cours de bourse ou leur capital social.

* *Pechelbronn : société de participations dans le papier, le sucre, les assurances et le luxe cotée à Paris. Composant de l'indice initial avec un poids de 1.13%. Elle sortira de l'indice en février 1990 et sera remplacée par l'UAP.*

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

L'Eco de la semaine
Etats-Unis
Europe
Asie

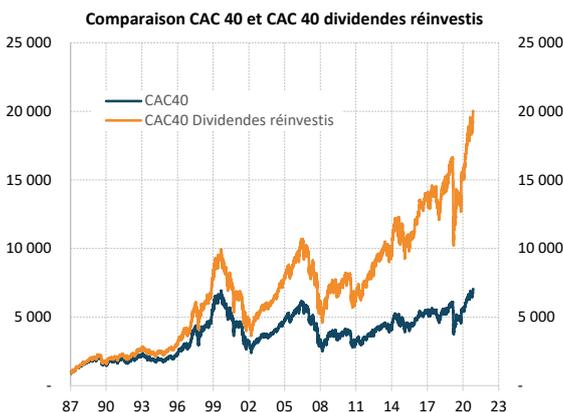
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« ...composition bouleversée à de multiples reprises »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	12/11/21	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,145	1,148	1,181	-0,3 ↓	-3,1 ↓
€ / £	0,853	0,856	0,900	-0,4 ↓	-5,2 ↓
€ / Yen	130,33	130,75	124,12	-0,3 ↓	5,0 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	82	83	44	-0,6 ↓	88,8 ↑
Indice CRB*	571	570	415	0,0 ↑	37,5 ↑
Prix de l'once d'Or	1 869	1 848	1 873	1,1 ↑	-0,3 ↓
Prix de la tonne de cuivre	9 711	9 533	6 934	1,9 ↑	40,0 ↑
Indice Baltic Dry**	2 807	2 861	1 124	-1,9 ↓	149,7 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 536	4 536	1 001	0,0 →	353,1 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés

Une semaine de volatilité sur les marchés de taux, avec comme catalyseur la publication des chiffres d'inflation aux Etats-Unis pour le mois d'octobre, qui dépassent les 6%, au-dessus des prévisions des économistes. Les anticipations d'inflation des titres indexés à 10 ans bondissent à 2,72%, soit le plus haut niveau depuis 9 ans. La courbe américaine se déforme en anticipant davantage de hausses de taux de la part de la Fed, ce qui se traduit par une hausse plus marquée de la partie 5 ans qui progresse de 17pb à 1,23%. Les rendements à 2 et 10 ans sont en hausse de 11 et 12 pb, alors que le 30 ans n'enregistre que 5 pb de hausse, à 1,94%.

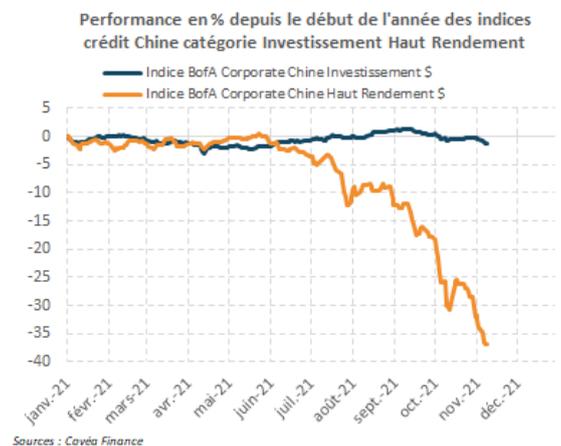
En zone euro, même tendance généralisée de hausse des rendements avec une progression des anticipations d'inflation plus modérée qu'aux Etats-Unis. De plus, on observe une hausse plus limitée du 10 ans allemand par rapport à la France, l'Italie, l'Espagne et le Portugal en raison des craintes d'une réduction plus précoce du programme d'achat de la BCE. Le taux 10 ans français progresse de 4 pb, à 0,10%.

Le différentiel de taux d'intérêt se creuse au profit des Etats-Unis ce qui favorise le dollar qui progresse de 1% sur la semaine à 1,1440. Sur le marché du crédit, les primes de risque s'écartent légèrement et le marché européen sous performe le marché américain.

Le Focus de la semaine : les tensions financières sur le marché du haut rendement chinois et les risques de contagion

Les tensions demeurent particulièrement vives sur le marché du haut rendement en dollar des émetteurs chinois. Les primes de risque atteignent à présent plus de 25%. Certes, c'est toujours principalement le secteur de l'immobilier (près des deux tiers de l'indice) qui concentre les difficultés les plus importantes. Les primes de risques sont en moyenne de 40% sur ce secteur au sein de l'indice*.

Les inquiétudes des investisseurs sont toujours aussi fortes concernant la société Evergrande, acteur majeur du secteur avec 300Md\$ de passif, qui a évité le défaut, en honorant une nouvelle fois, au dernier jour de la période de grâce, le paiement d'un coupon. Cependant, les tensions financières se répandent à présent à d'autres émetteurs du secteur y compris dans la catégorie de notation supérieure dite « Investissement ». C'est le cas, par exemple, de l'émetteur Ocean Group Holding Limited, dont le prix d'une obligation d'échéance 2030, a pu traiter à un prix de 70% avant de rebondir en fin de semaine vers 85%. Pour autant, à ce stade, si l'on retient comme indicateur de contagion à l'ensemble du marché du crédit chinois, la performance de l'indice des émetteurs de la catégorie investissement, on constate, une bonne résistance, malgré ces quelques signes inquiétants. Il est vrai que le poids des émetteurs du secteur immobilier y est beaucoup plus faible que dans l'indice haut rendement, autour de 10%. L'écart de performance depuis le début de l'année entre ces deux indices est explicite! (cf graphique). Qu'en est-il alors des marchés du crédit haut rendement américains et européens ?



Des signes clairs de contagion ne sont pas encore observables à ce stade. Les performances sont les meilleures au sein des actifs obligataires, après les titres indexés à l'inflation. Toutefois, en Europe, la contribution du secteur de l'immobilier à la performance est négative.

Ce sujet majeur est à suivre de près. D'ailleurs, la Réserve fédérale américaine, dans son dernier rapport de stabilité financière, a mis en garde sur le risque de propagation de la crise immobilière chinoise vers la sphère financière chinoise et par effet domino vers le reste du monde à travers les marchés financiers et l'économie dite réelle.

Eric Le Coz

Responsable Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	12/11/21	J-7	dernier PEF	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier PEF	31/12/20	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y	
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00			
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00			
Banque d'Angleterre	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	1,56	1,45	1,55	0,91	0,88	11	1	65	68	105	37	
Allemagne	-0,26	-0,28	-0,25	-0,57	-0,54	2	-1	31	28	49	32	
France	0,10	0,06	0,11	-0,34	-0,29	4	-1	44	39	89	67	
Italie	0,95	0,88	0,94	0,54	0,68	8	2	41	27	121	83	
Royaume-Uni	0,91	0,85	0,93	0,20	0,35	7	-1	72	57	40	16	
Japon	0,08	0,06	0,06	0,02	0,03	2	1	6	5	19	61	
Crédit												
Indice Itraxx Main	48,7	48,2	48,9	47,9	52,3	0,5	-0,2	0,8	-3,6			
Indice Itraxx Crossover	248,4	244,3	248,0	242,5	300,3	4,1	0,4	5,9	-52,0			

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

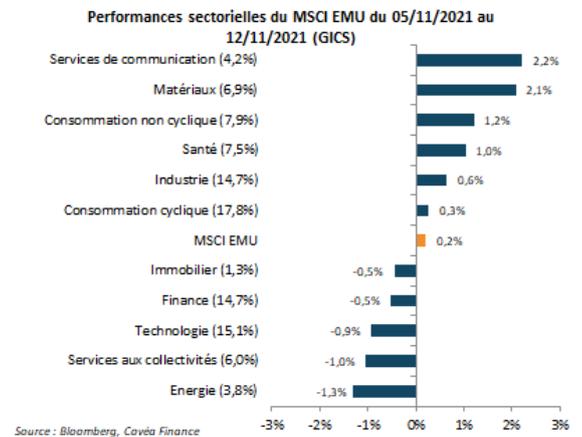
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions en Europe restent sur une dynamique haussière, à l'image de la progression de +0.2% la semaine passée de l'indice MSCI EMU. Pourtant les facteurs d'inquiétude ne manquent pas. Citons par exemple le ralentissement de la croissance économique mondiale, les tensions inflationnistes persistantes et leurs impacts sur les politiques monétaires des grandes Banques centrales, la reprise des cas de Covid à l'approche de l'hiver... Pour l'heure, les investisseurs préfèrent retenir le positif et les résultats publiés par les sociétés européennes. Alors que le consensus était prudent en amont de ces publications trimestriels, force est de constater qu'ils sont dans l'ensemble corrects, tant au niveau du chiffre d'affaires confirmant ainsi l'orientation de leurs activités qu'au niveau des marges écartant les craintes liées au contexte inflationniste. Innovation et capacité à passer des hausses de prix sont donc deux atouts majeurs dans l'environnement actuel.

La semaine passée, les meilleures performances sectorielles reviennent au secteur de la communication suivi des matériaux. Le secteur de l'énergie et des services aux collectivités ont sous-performé. Coté valeurs, Siemens Gamesa affiche la plus forte progression suite à une publication rassurante alors que son principal concurrent a averti sur ses perspectives. Siemens Energy, la maison mère de Siemens Gamesa (détient 67% du capital) progresse dans son sillage. Delivery Hero profite d'une solide publication et d'une révision en hausse de ses perspectives financières. A l'autre bout du spectre, les investisseurs sanctionnent Bouygues suite à l'annonce du rachat d'Equans, mis en vente par Engie, considérant le prix payé élevé (7 Mds€ alors que les premières rumeurs évoquées un prix autour de 5-6 Mds€). Enfin, Umicore souffre des commentaires de son concurrent britannique, évoquant un marché très concurrentiel dans la fourniture de matériaux de cathode pour les batteries des véhicules électriques et le choix de certains constructeurs automobiles de privilégier des technologies moins coûteuses.



Le Focus de la semaine : La transition énergétique, des opportunités mais aussi des risques

Le monde semble s'accorder sur la nécessité d'accélérer la transition énergétique vers des énergies plus propres, synonyme d'importants investissements. Ces efforts sont une formidable opportunité pour les fournisseurs de solutions et services permettant cette transition. Le poids des énergies renouvelables dans le mix énergétique continuera d'augmenter. Les producteurs de turbines éoliennes, de panneaux solaires sont à priori les grands gagnants de la transition. Pourtant, leur performance boursière cette année est mitigée car affectée par des tensions inflationnistes importantes répercutées aux clients avec lenteur. L'hydrogène participe pleinement à la décarbonation de l'économie. Les producteurs d'électrolyseur, indispensable à la production de l'hydrogène vert, sont à priori les grands gagnants de la transition. Pourtant là encore, leur performance boursière cette année est décevante, affectée par des questionnements autour de la viabilité économique des projets. Enfin, l'électrification du parc automobile est une tendance séculaire. Les producteurs de batteries doivent aussi figurer par les grands gagnants de la transition. Pourtant la semaine dernière, Johnson Matthey, un producteur de matériaux pour cathode utilisés dans la fabrication de batterie, a pris la douloureuse décision de cesser cette activité, payant ainsi son retard, lui qui n'est encore qu'au stade de la construction et certification de ses capacités de production. A travers ces exemples, nous retenons que la transition est une opportunité mais c'est aussi un coût. Les grands gagnants seront les entreprises capables d'adapter leur modèle de développement, d'innover pour anticiper les besoins futurs et de passer des hausses de prix. C'est l'une des thématiques mise en avant dans nos perspectives économiques et financières.

Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	12/11/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/20	sur 12 mois				
MSCI EMU	156,0	155,7	155,2	128,2	122,7	0,2	↑	0,5	↑	21,7	↑	27,2	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 103	1 095	1 096	955	895	0,7	↑	0,6	↑	15,5	↑	23,3	↑
MSCI EMU Small Cap	500,8	505,7	504,3	432,7	377,3	-1,0	↓	-0,7	↓	15,7	↑	32,8	↑
MSCI Europe	161,1	160,0	160,1	132,1	127,7	0,7	↑	0,6	↑	22,0	↑	26,2	↑
France CAC40	7 091	7 041	7 045	5 551	5 363	0,7	↑	0,7	↑	27,7	↑	32,2	↑
Allemagne DAX30	6 800	6 784	6 789	5 954	5 649	0,2	↑	0,2	↑	14,2	↑	20,4	↑
Italie MIB	27 732	27 796	27 561	22 289	20 818	-0,2	↓	0,6	↑	24,4	↑	33,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 348	7 304	7 340	6 461	6 339	0,6	↑	0,1	↑	13,7	↑	15,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 613	8 523	8 572	7 229	7 044	1,1	↑	0,5	↑	19,2	↑	22,3	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

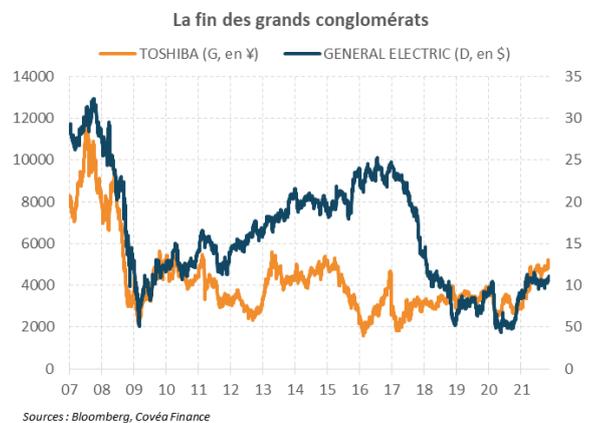
L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés chinois ont été tirés par un rebond des valeurs immobilières, soutenues par des spéculations mentionnant des mesures d'assouplissement en faveur du marché immobilier et le remboursement par Evergrande d'une souche obligataire de 128 millions, évitant ainsi le défaut de paiement (remboursement permis par la cession d'une participation dans HengTen Networks). Taiwan a, de son côté, bénéficié de la hausse des sociétés financières, de matériaux et de la finance. Parallèlement, l'Indonésie et la Thaïlande ont bénéficié des anticipations d'une réouverture des frontières et d'un retour progressif à la normale. Enfin, au Japon, les investisseurs ont réservé un accueil mitigé au plan de relance de ¥30 Trillions (€230 Mds) qui inclut notamment une hausse de 3% des salaires pour les employés du secteur de la santé et le versement de ¥100,000 (environ €700) aux jeunes de moins de 18 ans.

Au niveau des sociétés, les leaders du commerce en ligne chinois ont annoncé des chiffres de ventes record début novembre (période précédant la journée des célibataires du 11 novembre, équivalent du « Black Friday »): \$85 Mds chez Alibaba et \$55 Mds chez JD.com.

Semaine de légère consolidation à Wall Street, marquée par un recul de 0.3% du S&P500 et de peu de contrastes sectoriels, hors une surperformance sensible des matières premières et une forte baisse des valeurs de consommation discrétionnaire (tourisme et loisirs, et forte baisse de Tesla suite à la cession par Elon Musk d'une partie de ses titres). D'un point de vue des sociétés, Meta (anciennement Facebook) envisage d'ouvrir des magasins physiques pour commercialiser les produits de sa division « Reality Labs », notamment les casques de réalité virtuelle, des lunettes de réalité augmentée et les appareils « Portal » (tablettes). Par ailleurs, le tribunal de l'Union Européenne a rejeté un recours de Google, en appel d'une amende de €2,4 Mds infligée pour entrave à la concurrence.

De façon transverse sur les marchés internationaux, nous notons qu'après des années de sous-performances, 3 multinationales emblématiques renonceront à leur structure de conglomérat en 2023. Aux Etats-Unis, General Electric se scindera en trois sociétés indépendantes (Aéronautique, Equipements médicaux et énergies renouvelables), tandis que Johnson & Johnson séparera sa division Santé des Consommateurs de celle des produits pharmaceutiques et équipements médicaux. Au Japon, un autre conglomérat industriel, Toshiba va se réorganiser en trois entités : systèmes d'infrastructures, appareils électroniques et stockage de données. Ces grandes opérations ont pour but de permettre à chacune des nouvelles entités de bénéficier pleinement des ressources nécessaire à leur développement.



Le Focus de la semaine : Le retour du nucléaire sur tous les continents

Dans la recherche de souveraineté chère aux Etats depuis la pandémie, l'énergie est au cœur des préoccupations. Deux grands pays asiatiques font le choix de relancer les investissements dans le nucléaire. Au Japon, le nucléaire représentait jusqu'à 30% du mix avant l'accident de Fukushima. Ce ratio a progressivement baissé à 6%, avec la fermeture de nombreux réacteurs. Le pays prévoit désormais la modernisation des sites existants et la construction de nouveaux réacteurs plus modernes et plus sécurisés avec un objectif de revenir vers un mix énergétique constitué à 20%-22% de nucléaire d'ici 2030. En Chine, le nucléaire représente actuellement 3% à 4% du mix énergétique. Un doublement des capacités est en cours de construction. Le Président Xi a récemment annoncé la construction d'une centaine de réacteurs pour les 15 prochaines années. L'objectif est de doubler le nucléaire d'ici 2030 et tendre vers les 20% du mix en 2060. Ces mouvements ne sont pas sans rappeler les choix récemment annoncés de la France, qui a décidé de suivre ce chemin. Cela résonne également avec la COP 26 et les débats sur l'intégration du nucléaire dans la taxonomie.

Eam Soun Chhoa

Gérant Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	12/11/21	J-7	date PEF	31/12/20	T-12 mois	J-7	depuis le dernier pef	depuis le 31/12/20	sur 12 mois	J-7	depuis le dernier pef	depuis le 31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 683	4 698	4 647	3 756	3 537	-0,3 ↓	0,8 ↑	24,7 ↑	32,4 ↑	0,8 ↑	1,1 ↑	33,1 ↑	36,6 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	36 100	36 328	36 080	30 606	29 080	-0,6 ↓	0,1 ↑	17,9 ↑	24,1 ↑	0,4 ↑	0,4 ↑	25,9 ↑	28,1 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	15 861	15 972	15 623	12 888	11 710	-0,7 ↓	1,5 ↑	23,1 ↑	35,5 ↑	0,4 ↑	1,8 ↑	31,4 ↑	39,7 ↑
Japon Nikkei 300	429	429	422	382	359	0,1 ↑	1,6 ↑	12,2 ↑	19,4 ↑	0,8 ↑	2,0 ↑	8,7 ↑	13,7 ↑
Corée du Sud KOSPI	2 969	2 969	2 930	2 821	2 476	0,0 ↓	1,3 ↑	5,3 ↑	19,9 ↑	1,5 ↑	2,8 ↑	4,0 ↑	16,7 ↑
Chine - Shanghai	3 539	3 492	3 507	3 473	3 339	1,4 ↑	0,9 ↑	1,9 ↑	6,0 ↑	2,5 ↑	1,8 ↑	11,6 ↑	13,3 ↑
Hong Kong Hang Seng	25 328	24 871	24 813	27 231	26 169	1,8 ↑	2,1 ↑	-7,0 ↓	-3,2 ↓	2,9 ↑	2,4 ↑	-1,2 ↓	-0,6 ↓
MSCI Emerging Markets	1 285	1 264	1 274	1 291	1 182	1,7 ↑	0,9 ↑	-0,4 ↓	8,7 ↑	2,8 ↑	1,2 ↑	6,3 ↑	12,2 ↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières, nous évoquons notamment les défis auxquels fait face le secteur automobile ; or le leasing représenterait près de la moitié des immatriculations de véhicules neufs en 2020... mais plus de la moitié pour ce qui concerne les voitures électriques ou hybrides ! Alors qu'une grande banque française vient d'offrir plus de 100 millions d'euros pour racheter un spécialiste de la location automobile et d'équipement informatique, penchons-nous cette semaine sur la définition et le mécanisme du leasing, ou crédit-bail en bon français.

Le crédit-bail est un contrat de location d'un bien pour une durée déterminée et irrévocable, souscrit entre une entreprise (crédit-preneur) et une banque ou un établissement spécialisé (crédit-bailleur), assorti d'une promesse unilatérale de vente (option d'achat) à son échéance. En effet, à l'issue de la période de location, le crédit-preneur peut opter pour l'acquisition du bien loué. Il peut également renouveler le crédit-bail ou restituer le bien au crédit-bailleur (dans ce cas le contrat de crédit-bail prend fin).

Pour les entreprises (crédit-preneur), les avantages sont multiples. Le crédit-bail permet notamment un financement total d'un investissement alors que le crédit bancaire peut nécessiter un apport initial, un financement des PME parfois écartées du crédit bancaire parce qu'elles ne peuvent pas présenter de garanties suffisantes, investir en préservant la trésorerie et sans augmenter l'endettement financier. Il permet également un transfert du risque à long terme à un tiers (par exemple à un investisseur immobilier notamment dont c'est le métier), de disposer en permanence d'un matériel performant (pour cette raison, le crédit-bail est très utilisé pour le financement du matériel informatique), mais aussi d'optimiser la fiscalité : l'entreprise recourant au crédit-bail peut en effet augmenter ses charges fiscales et réduire plus rapidement son imposition globale. Pour aller encore plus loin dans cette optimisation fiscale, les entreprises ont la possibilité de majorer le ou les premiers loyers ou bien d'opter pour des loyers dégressifs, afin d'augmenter les charges déductibles en début de contrat.

Attention, pour le crédit-preneur, il existe aussi des risques (selon les contrats, que se passe-t-il en cas de destruction du matériel ? d'abandon prématuré ? ...).

D'un autre côté, pour les industriels crédit-bailleurs, faire du leasing permet de soutenir les ventes.

Pour financer son programme de leasing, l'industriel crédit-bailleur commence par une cession de bail (i.e. leaseback en anglais), puis sous-loue le véhicule à son client. Cette opération permet à une entreprise détentrice d'un bien (mobilier ou immobilier) en pleine propriété, de le vendre (avec option de rachat) à une société de leasing ou un établissement de crédit pour le reprendre immédiatement en location. L'entreprise devenue preneur va, par la suite, sous-louer le matériel à ses clients utilisateurs dans des conditions qui sont souvent identiques à celles du contrat de crédit-bail dont elle est bénéficiaire (i.e. avec option d'achat). L'objectif financier recherché réside généralement dans la réduction de l'endettement au bilan et dans le dégagement de liquidités pour financer de nouveaux investissements ou reconstituer la trésorerie.

Enfin il existe deux sortes de leasing :

- Le leasing financier, qui transfère la quasi-totalité des risques et avantages inhérents à la propriété au preneur : au bilan, les actifs sont enregistrés en tant que créance (pour un montant égal à l'investissement net dans le contrat de location). Le passif est de la dette. Au compte de résultat, les loyers sont enregistrés en tant que produits financiers (et donc charges financières pour le bailleur / client).
- Le leasing opérationnel, qui ne transfère pas la quasi-totalité des risques et avantages inhérents à la propriété au preneur (par exemple avec des formules « tout compris » : entretien, assurance, assistance technique...).

Sylvaine Rodrigues

Responsable Pôle Recherches



Suivi Macroéconomique

L'Eco de la semaine

Dans le cadre de l'élaboration des perspectives économiques et financières du mois de novembre, à dominante thématique, **l'équipe de Recherche Economique s'est penchée cette année sur l'analyse structurelle des trajectoires des 3 plus importantes économies en Europe en termes de PIB, l'Allemagne, la France et le Royaume-Uni.**

Cette étude s'appuie sur l'observation comparative de la stratégie économique de ces pays sous 4 prismes distincts, mais étroitement liés : Les stratégies industrielles et les spécialisations de ces économies, le marché du travail et l'emploi, les modèles sociaux et la place des administrations publiques dans ces économies, et enfin leurs modèles de financement.

Au regard de cette analyse structurelle, **l'Allemagne apparaît en position de force vis-à-vis de ses partenaires européens.** Le pays a su conserver sur les 30 dernières années son tissu industriel et une position compétitive dans l'économie mondiale. Il dispose d'une vraie logique de filière, de l'apprentissage à la formation des normes industrielles, pour aboutir au succès qu'on lui connaît à l'exportation. Sa capacité à innover et à influencer sur la cadre réglementaire et technique lui donne également un avantage concurrentiel considérable. Le revers de la médaille est toutefois une flexibilisation sociale à outrance qui a conduit à une précarisation d'une partie de sa population. Son exposition industrielle, énergivore, place également le pays en première ligne face aux enjeux majeurs de la transition énergétique et écologique.

On retrouve cette flexibilité au **Royaume-Uni**, avec un taux de chômage britannique qui s'est fortement réduit au cours des dernières années mais reste marqué par une importante précarisation, dans un cadre législatif très peu protecteur. Son choix stratégique des « services » ne lui permet pas d'être indépendant industriellement. Le pays bénéficie d'un environnement des affaires considéré comme l'un des plus favorables au monde, ce qui profite à son attractivité. Après son divorce d'avec l'Union Européenne, le Royaume-Uni semble désormais pleinement jouer la carte du rapprochement avec le monde anglo-saxon pour son développement économique futur, comme l'illustre symboliquement la signature du pacte de sécurité AUKUS avec les Etats-Unis et l'Australie en septembre dernier.

La **France** a vu la part de son industrie fortement reculer au cours des dernières décennies, illustrant à la fois les mouvements de délocalisation et une spécialisation vers les services. L'industrie manufacturière française s'est toutefois orientée sur certains secteurs à haute technologie (aéronautique notamment). Le pays affiche un taux de chômage structurellement élevé mais une force de travail moins précarisée, marquée par un moindre recours à l'emploi partiel. Une fiscalité lourde, une formation professionnelle peu adaptée et un poids élevé des services à faible valeur ajoutée sont autant d'éléments qui pourraient s'avérer handicapants face aux défis de demain.

Cette analyse vient naturellement alimenter notre réflexion et nos choix stratégiques de gestion, et garantir la solidité des portefeuilles de Covéa Finance sur les prochaines années.

Frédéric Kleiss

Responsable Pôle Recherche Economique et Quantitative

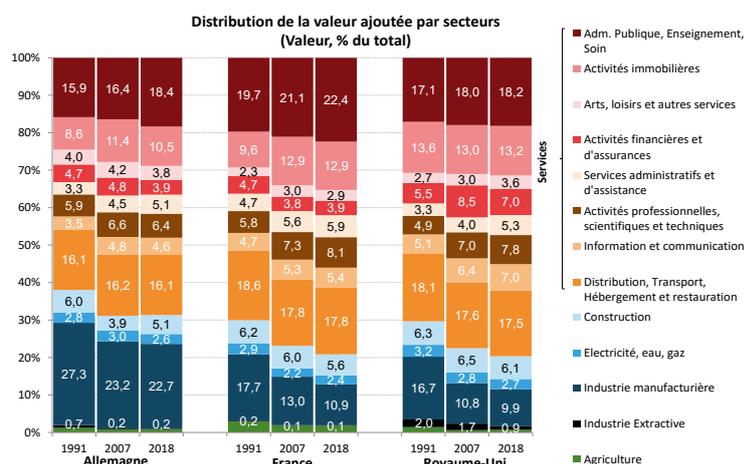


« ...vraie logique de filière, de l'apprentissage à la formation des normes... »

« ...environnement des affaires considéré comme l'un des plus favorables au monde... »

« ...le pays affiche un taux de chômage structurellement élevé mais une force de travail moins précarisée... »

Le graphique Macro de la semaine



« L'Allemagne a su conserver sur les 30 dernières années son tissu industriel... »

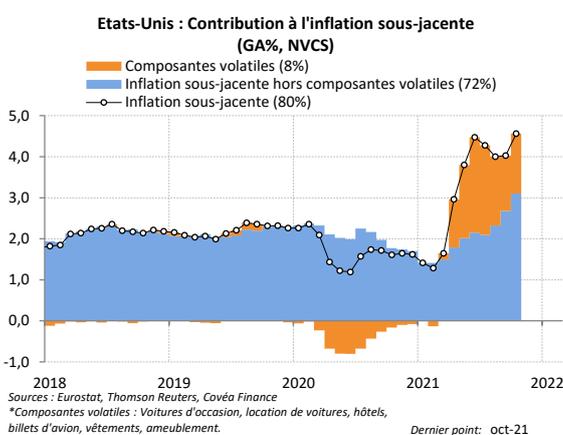
Sources : OCDE, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'accélération des prix se poursuit et se diffuse en octobre »

La dynamique des prix surprend une nouvelle fois à la hausse en octobre et entraîne l'inflation américaine vers un nouveau sommet. La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation atteint 6,2% en octobre, après 5,4% le mois précédent, un plus haut depuis 30 ans. La dynamique mensuelle marque une accélération, avec une progression de 0,9% relativement à septembre, contre 0,3% en moyenne au cours des trois derniers mois. Les prix de l'énergie (+2,9% sur le mois) et de l'alimentation (+0,9%) poursuivent leur hausse et expliquent une large partie de l'augmentation. Néanmoins, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) enregistre également une accélération. Cette dernière affiche une progression mensuelle de 0,6%, ce qui porte la croissance annuelle à 4,6%. Le prix des voitures d'occasion, dont la croissance s'était modérée au cours des trois derniers mois, se redresse fortement en octobre et contribue largement à la dynamique haussière. Les données du mois d'octobre décrivent également une diffusion des tensions inflationnistes à d'autres secteurs: 50% des 72 composantes de l'indice CPI enregistrent ainsi une croissance annuelle supérieure à 4% (contre 36% le mois précédent et 9% en moyenne en 2019). Les prix du logement, pour les locataires comme pour les propriétaires, continuent par ailleurs leur accélération, reflet de l'envolée des prix immobiliers amorcée en 2020. Cette dynamique devrait se prolonger dans les prochains mois, et devrait continuer d'alimenter les interrogations quant au caractère transitoire de la poussée inflationniste actuelle.



L'accélération des prix ne laisse pas non plus indifférents les ménages américains, dont les craintes quant aux tensions inflationnistes entraînent une dégradation de la confiance. L'indice de confiance des ménages de l'Université du Michigan enregistre un nouveau repli en novembre et atteint 66,8, un de ses plus bas niveaux depuis 2011. Un ménage interrogé sur quatre déclare que l'accélération des prix a entraîné une dégradation de ses conditions de vie en novembre. Les ménages rapportent en particulier une hausse des prix de l'immobilier et des véhicules, ce qui concorde avec les données d'inflation décrites plus haut. Dans ces conditions, 24% des ménages interrogés anticipent une dégradation de leurs conditions de vie dans l'année à venir, un plus haut depuis 2008.

Du côté du marché du travail, les nouvelles demandes d'allocation chômage poursuivent leur baisse tendancielle et représentent 267 000 personnes lors de la semaine se terminant le 6 novembre, ce qui marque la sixième semaine consécutive de recul. En revanche, le nombre de bénéficiaires des allocations chômage s'inscrit en légère hausse lors de la semaine se terminant le 30 octobre. Bien qu'ayant considérablement reflué depuis le pic de 2020, le nombre de bénéficiaires des allocations chômage demeure sur un niveau largement supérieur à celui d'avant crise (2,16 millions de personnes, contre environ 1,8 millions avant-crise). Par ailleurs, les données JOLTS (*Job Openings and Labor Turnover Summary*) décrivent toujours d'importantes tensions sur le marché du travail. Les offres d'emploi restent sur un niveau historiquement élevé en septembre, tout comme les démissions.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Indice de confiance NFIB	Indice	oct.-21	98,2	99,1	103,0	99,6
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	nov.-21	66,8	71,7	96,0	81,5
Inflation	IPC, GA%, NCVS	oct.-21	6,2	5,4	1,8	1,2
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	oct.-21	4,6	4,0	2,2	1,7

*Du 08/11/2021 au 14/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Concernant la Réserve Fédérale, Randal Quarles a annoncé cette semaine qu'il démissionnera de son rôle de membre du Conseil des Gouverneurs à la fin d'année, un mandat qui expirait en 2032. Cette décision était toutefois largement attendue, dans la mesure où M. Quarles avait déjà quitté son rôle de Vice-Président du Conseil des gouverneurs chargé de la réglementation bancaire en octobre, date d'expiration de son mandat de 4 ans. Ce rôle avait été créé en 2010 suite à l'adoption de la loi Dodd-Frank. M. Quarles avait été nommé en 2017 par Donald Trump. Le Président Biden pourrait ainsi avoir à nommer 4 membres du conseil des gouverneurs sur 7 dans les prochains mois : un siège déjà vacant à son arrivée à la Maison Blanche, fin du mandat de Richard Clarida en janvier, départ de M. Quarles et prolongation ou non de Jerome Powell à la tête de la Fed en février. **Un nouvel équilibre au sein du Conseil des Gouverneurs est donc susceptible d'émerger à l'occasion de ce large renouvellement.** Selon des informations relayées par la presse, M. Biden aurait reçu M. Jerome Powell à la Maison Blanche en vue d'un éventuel renouvellement de son mandat, mais également Mme Lael Brainard (actuelle membre du Conseil des Gouverneurs), alimentant les spéculations quant à la nomination du futur Président de la Fed. Mme Brainard est vue comme un membre favorable à une politique monétaire accommodante, ce en quoi elle est plutôt proche de M. Powell, mais se distingue de l'actuel Président sur la question de la réglementation financière où elle est en faveur d'une supervision renforcée.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

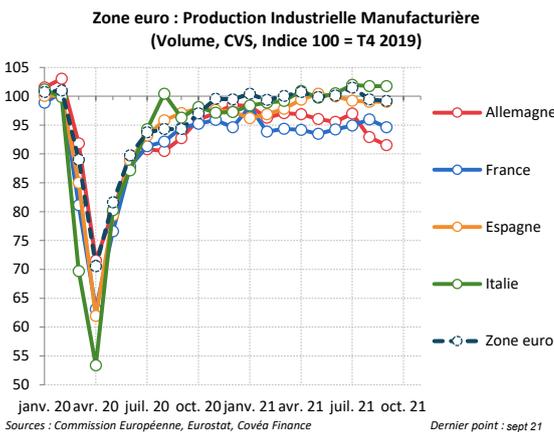
« Les tensions s'accumulent aux frontières de l'Europe »

Cette semaine, les difficiles négociations du Brexit ont connu un nouveau regain de tension alors que les discussions autour de la question nord-irlandaises restent bloquées. Le Royaume-Uni souhaite en effet mettre un terme à la supervision de la Cour de Justice de l'Union Européenne sur le protocole nord-irlandais. Dans ce contexte, le gouvernement britannique menace d'utiliser l'article 16 du traité du Brexit, qui donne la possibilité de suspendre une partie de l'accord en cas de graves difficultés économiques ou sociales. Du côté de l'Union Européenne, le premier ministre irlandais a prévenu que l'UE ne pourrait avoir d'autre choix que de suspendre l'intégralité du traité si Londres en venait à utiliser l'article 16. Le risque d'une guerre commerciale s'intensifie donc alors que les deux parties multiplient les sommets de la « dernière chance ».

L'Europe fait également face à des tensions considérables à sa frontière Est, entre la Pologne et la Biélorussie, autour de questions migratoires. Dans un contexte de tensions accrues, le gouvernement biélorusse menace désormais de couper une partie de l'approvisionnement en gaz naturel de l'Europe. En effet, près d'un tiers du gaz russe consommé en Europe transiterait par la Biélorussie. Alors que les prix du gaz, et par ricochet de l'électricité, ont déjà connu une hausse historique en Europe, de nouvelles difficultés d'approvisionnement risqueraient d'accroître encore un peu plus les tensions inflationnistes.

Les données de commerce extérieur publiées sur la semaine reflètent la détérioration tendancielle des termes de l'échange depuis le début de l'année. Le renchérissement des matières premières, mais aussi de certains produits manufacturés essentiels pour l'industrie européenne, conduit à une augmentation de la valeur des importations de biens que peinent à compenser les exportations. Ainsi, l'Allemagne comme la France enregistrent une nouvelle détérioration de leurs soldes commerciaux en septembre. Dans les deux pays, la valeur des exportations reste proche des niveaux de décembre 2019 tandis que celle des importations est supérieure de 5 à 7% environ. **En revanche, exprimés en volume, les flux commerciaux demeurent inférieurs au niveau d'avant-crise et font preuve d'une certaine forme d'atonie, du fait notamment des goulets d'étranglement persistants au niveau de l'offre.**

Les perturbations des chaînes d'approvisionnement se manifestent aussi à travers les difficultés du secteur industriel, qui enregistre une nouvelle baisse de sa production en septembre en Zone euro. La production manufacturière se replie ainsi de 0,2% relativement au mois précédent, et reste inférieure de 0,8% au niveau d'avant-crise. La production automobile est particulièrement affectée par les pénuries de semi-conducteurs et est, avec un nouveau recul en septembre, inférieure de 33% par rapport au quatrième trimestre 2019. Par pays, l'Italie et l'Espagne se distinguent toujours positivement avec une production relativement stable et proche du niveau du T4 2019. En revanche, la France et l'Allemagne enregistrent un nouveau repli et peinent



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
AL	ZEW	Indice	nov.-21	31,7	22,3	-13,1	40,6
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-21	-0,8	2,0	-3,2	-8,2
FR	Indicateur de confiance BdF	Indice	oct.-21	101,8	100,3	97,6	88,7
	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-21	0,8	3,9	0,5	-10,7
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-21	4,5	-0,3	-1,2	-11,0
ES	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	oct.-21	1,4	1,0	0,9	0,7
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-21	2,9	4,0	3,6	-8,3
	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 21	6,6	23,6	1,7	-9,7

*Du 08/11/2021 au 14/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

toujours à retrouver le niveau d'avant-crise.

En France, l'enquête de conjoncture de la Banque de France (BdF) rapporte une relative stabilité de l'activité dans l'industrie et la construction au mois d'octobre, tandis qu'elle a continué de progresser dans les services, ce qui peut refléter une rotation de la consommation des biens vers les services. Les services de restauration enregistrent en particulier un net redressement. En novembre, l'activité progresserait dans l'ensemble de l'économie selon les entreprises interrogées. Sur la base de cette enquête, la BdF estime que le PIB français serait désormais supérieur à son niveau d'avant-crise. **Les difficultés d'approvisionnement et de recrutement restent très importantes en octobre mais commencent à refluer. 50% des entreprises du secteur des services et 59% de celle du bâtiment signalent toutefois encore des difficultés à accroître leurs effectifs.**

Au Royaume-Uni, l'activité se montre dynamique en septembre, avec une croissance mensuelle du PIB de 0,6%. Cette bonne performance est toutefois trompeuse car elle reflète principalement une forte progression du secteur de la santé, marquée par une reprise des consultations après plusieurs mois de recul. Dans les services orientés vers les consommateurs, l'activité recule de 0,6% sur le mois, du fait d'un repli de la distribution. En revanche, les activités de restauration poursuivent leur rebond. L'industrie s'inscrit également en baisse, pénalisée par les contraintes d'approvisionnement. Par ailleurs, la bonne performance du mois de septembre s'accompagne de révisions baissières pour les mois de juillet et d'août. **Au total, au troisième trimestre, le PIB progresse de 1,3% par rapport au trimestre précédent mais demeure encore 2,1% en-deçà du niveau du T4 2019.** Le rythme de croissance du pays ralentit donc tendanciellement alors que la phase de rebond mécanique arrive à son terme et que les contraintes d'offre persistent. Sur le trimestre, la consommation des ménages est la principale contributrice à la croissance, tandis que le commerce extérieur contribue négativement, sous l'effet d'une forte progression des importations. Du côté des ménages, l'institut statistique britannique rapporte une forte progression des activités de santé, de transport, de restauration et d'hôtellerie qui compense le recul de la consommation de biens d'équipements et de textile. Les comptes trimestriels britanniques étant souvent révisés significativement lors de la seconde estimation, les chiffres présentés ici doivent donc être considérés avec prudence.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe

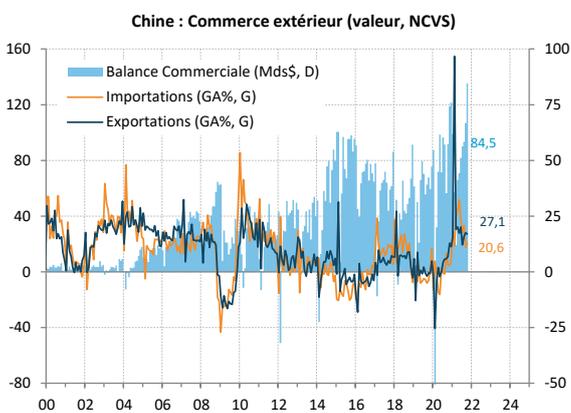


Suivi Macroéconomique

Asie

« Le dynamisme du commerce extérieur chinois atténue quelque peu les difficultés domestiques »

Alors que les moteurs de la croissance intérieure chinoise se maintiennent en sous-régime, le commerce extérieur affiche des performances records. En effet, les exportations ont progressé de 27,1% en glissement annuel en octobre, un chiffre qui dépasse les attentes après les évolutions déjà marquées d'août et de septembre. Les importations ont progressé 20,6% en GA mais elles restent bien inférieures aux exportations de sorte qu'un niveau record de surplus commercial mensuel a été atteint en octobre à 84,5 Mds\$.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
JP	PIB	Vol, CVS, GA%	T3 21	1,3	7,7	0,0	-4,7
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-21	1,5	0,7	2,9	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-21	1,3	1,2	1,6	0,8

*Du 08/11/2021 ou 14/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La ventilation géographique de ces données nous apprend que la progression des exportations chinoises reflète la **hausse astronomique des exportations à destination de l'UE** (+44,3% en GA) alors que celles vers les Etats-Unis ont quelque peu ralenti sur le mois, reflétant peut-être des contraintes d'approvisionnement plus marquées à destination du marché américain. Ce dynamisme des exportations chinoises est toutefois à nuancer par le fait qu'il peut refléter un effet prix important, en lien avec l'appréciation du Yuan et la hausse des prix à la production, ce qui à terme pourrait contribuer à éroder la compétitivité-prix chinoise. Aussi, la vigueur des exportations peut refléter le détournement temporaire d'une partie des commandes habituellement adressées à l'Asie du Sud-Est vers la Chine en lien avec les perturbations marquées sur les chaînes d'approvisionnement. Ces données ont également été marquées par la forte hausse des importations chinoises de produits énergétiques avec en particulier **des importations de charbon qui ont pratiquement doublé par rapport à octobre 2020**. Ainsi, à l'heure où l'activité domestique est comprimée par les contraintes réglementaires sur l'endettement et la pollution, auxquels s'ajoutent les coupures d'électricité, les problèmes sanitaires et les contraintes d'approvisionnement, le commerce extérieur fait figure de principal moteur de la croissance chinoise. Néanmoins, **la pérennité de cette vigueur des exportations semble loin d'être acquise** en lien avec des contraintes d'offre toujours marquées mais aussi du fait de la normalisation de la demande des pays occidentaux qui se réoriente progressivement vers les services au détriment des biens.

Les prix à la production chinois ont poursuivi leur accélération en octobre à +13,5 % en GA (après 10,7% en septembre), enregistrant ainsi leur rythme de croissance le plus rapide depuis mai 1994. Cette hausse reflète surtout les hausses de prix du pétrole, du charbon et des produits industriels intensifs en énergies. Elle concerne ainsi principalement les produits en amont des chaînes de production alors que ceux plus en aval, qui sont destinés à la consommation, ne sont pas encore concernés par cette accélération des prix. Ainsi, **le redressement de l'indice des prix à la consommation à 1,5% en octobre (après 0,7% en septembre) ne semble pas encore refléter la transmission de la hausse des prix à la production.** En effet, ce rebond correspond davantage à la hausse des prix des produits alimentaires et en particulier des légumes ainsi que la hausse des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente ne progresse toutefois que marginalement à 1,3% (contre 1,2% en septembre).

Après trois mois de ralentissement, la croissance de l'encours de crédit total s'est maintenue à 10% en GA en octobre. Cette évolution a notamment été tirée par la progression de l'émission de titres de dette souveraine et la meilleure tenue des prêts aux ménages (reflétant surtout les prêts immobiliers) après la décélération des trois premiers trimestres de l'année. Cela reflète probablement la mise en application des consignes prodiguées aux banques par Pékin de continuer de prêter aux développeurs bien capitalisés et aux acheteurs de logement malgré les difficultés du secteur immobilier. Dans les prochains mois, le crédit pourra être soutenu par de nouveaux dispositifs de politique monétaire ciblés de la Banque centrale dont en particulier un dispositif apportant des financements avantageux aux investissements verts.

Au Japon, le gouvernement dévoile les grandes lignes de son futur plan de relance. Le comité chargé par le nouveau Premier ministre F. Kishida de la mise en œuvre du « nouveau capitalisme » a en effet publié un document de travail sur des mesures d'urgences qui restent dans l'ensemble encore assez générales et peu ciblées. Le premier volet de ce plan concerne la « stratégie de croissance » et reprend essentiellement des propositions déjà émises par le gouvernement de l'ancien Premier ministre Y. Suga avec la volonté de soutenir les sciences et technologies, le numérique, l'environnement, les infrastructures (notamment rurales) ainsi que la souveraineté économique. Le deuxième volet, plus original, de ce plan concerne la « stratégie de redistribution » que souhaite mettre en place le gouvernement notamment à travers des incitations fiscales pour promouvoir les hausses de salaire, la redistribution aux travailleurs non réguliers, une revalorisation des salaires du secteur public et des soutiens financiers pour les gardes d'enfant. Plus de détails sur ce plan seront annoncés le 19 novembre.

Le PIB réel japonais a baissé de 0,8% en glissement trimestriel au T3 2021, soit une hausse de 1,4% en glissement annuel. Ces chiffres sont nettement inférieurs aux attentes en lien notamment avec un déclin particulièrement marqué des exportations (-2,2% en glissement trimestriel). Ce déclin reflète le poids des contraintes d'approvisionnement et ce en particulier dans le secteur automobile. En outre, la demande domestique a été affectée par les contraintes sanitaires.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

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

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

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

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

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

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

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

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