

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

03 Janvier 2022

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Pierre à briquet*

Les fêtes de fin d'année sont des moments pour célébrer ce qui nous est chère... Une occasion pour revenir sur la géostratégie des terres rares, ces 17 éléments métalliques critiques, aux propriétés chimiques semblables comme le magnétisme ou la luminescence, et qui sont essentielles dans la fabrication de produits de technologie avancée à l'heure des transformations digitales et autres transitions énergétiques.

Ils sont appelés rares, non pas pour leur faible abondance géologique sur notre planète mais pour leur faible concentration dans les gisements minéraux au regard de leur coût d'extraction et de séparation d'autres métaux parfois radioactifs. C'est d'ailleurs une caractéristique qui façonne toute leur chaîne de valeur. Car ce sont les investissements colossaux pour raffiner l'extraction de ces minerais et les transformer en produit de haute valeur ajoutée sous contrainte environnementale et sociale qui sont les véritables enjeux, davantage que leur unique déterminisme géographique dans un monde conflictuel.

Si les terres rares sont connues depuis la fin du 18ème siècle, elles ont vu leur domaine d'application se développer à partir des 2 décennies 1970 et 1980, puis s'amplifier au 21ème siècle avec les différentes ruptures dans nos modes de production, de consommation et de distribution que nous vivons aujourd'hui. La fabrication des technologies « vertes » (éolienne, panneaux solaires), les systèmes de guidage et d'optiques militaires, les batteries et catalyses automobiles et pétrolières, les aimants permanents et céramiques résistantes; toutes ces applications font l'objet d'une demande qui croît fortement et dictent leur prix du simple au centuple en fonction de leur qualité indispensable.

Comme les autres matières premières, les prix de ces 17 éléments du Tableau Périodique sont sujets aux aléas géopolitiques et aux stratégies des pays détenteurs de réserves (Chine, Russie, Canada, Vietnam, Brésil, Etats-Unis). Le différend entre la Chine et le Japon sur les îles Senkaku et l'embargo qui en avait suivi a provoqué en 2011 une flambée vertigineuse des prix d'un facteur de 5 à 10 fois avant de revenir à la normale en 2015 sous les effets combinés de la suppression des quotas de Pékin et de l'ouverture de gisements alternatifs aux bassins chinois. Si la contribution de la Chine est encore de près de 70% de la production mondiale de terres rares, il faut surtout noter son avantage compétitif sur l'ensemble de la chaîne de fabrication des produits de haute technologie (aimants d'éoliennes, cellules photovoltaïques). Dans ce contexte, l'Europe a une carte à jouer avec le Danemark et ses réserves au... Groenland et la France avec ses gisements polynésiens.

L'écosystème de ces métaux illustre bien les enjeux de souveraineté économique et d'indépendance diplomatique à l'heure où leurs propriétés industrielles sont indispensables à nos nouveaux besoins !

* Le Cérium, le métal le plus abondant du groupe des terres rares (scandium, yttrium et 15 lanthanides), est utilisé depuis la fin du 19è siècle pour les pierres à briquet. Il sert aujourd'hui dans le polissage du verre et comme additif dans les carburants.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« des enjeux de souveraineté »



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	31/12/21	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,137	1,148	1,222	-0,9	-6,9
€ / £	0,841	0,856	0,894	-1,7	-5,9
€ / Yen	130,90	130,75	126,18	0,1	3,7
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	78	83	52	-5,9	50,2
Indice CRB*	578	570	444	1,4	30,3
Prix de l'once d'Or	1 829	1 848	1 895	-1,1	-3,5
Prix de la tonne de cuivre	9 721	9 533	7 766	2,0	25,2
Indice Baltic Dry**	2 217	2 861	1 366	-22,5	62,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 956	4 536	1 001	9,3	395,1

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

Analyse de l'évolution des marchés



Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine dernière, sur le marché des mises en pension aux Etats-Unis, la demande a fortement augmenté avec des opérations quotidiennes atteignant un plus haut historique à 1 904,6 Mds\$ le 31/12. Cela provenait, en partie, de la réduction des bilans des banques pour la fin d'année. A l'avenir, les montants pourraient être moins importants avec un ralentissement du rythme de la création de liquidités excédentaires, du fait à la fois de la hausse du solde du Trésor (que la résolution du problème de plafond de la dette et la reprise des émissions par le Trésor vont favoriser) et de la réduction des achats d'actifs de la Fed. Par ailleurs, le marché des mises en pension en zone euro qui connaît des tensions depuis plusieurs semaines, l'a été particulièrement cette dernière puisque des titres courts (3 mois à 1 an) français et allemands se sont traités jusqu'à -4% sur le passage de fin d'année. Sur le marché obligataire, nous avons eu le même mouvement que la semaine précédente en l'absence d'achats de la BCE. Ainsi, l'Allemagne 10 ans est remontée de 7bp sur la semaine, et a terminé l'année à -0,177%, de même pour la France qui a clôturé l'année à 0,198%. L'Italie a continué de s'écarter.

Le Focus de la semaine : Vers une nouvelle réglementation des fonds monétaires américains

Les fonds monétaires ont pour objectif de fournir une liquidité quotidienne. Ils sont gérés de façon à apporter une stabilité du capital, une diversification des risques et des rendements conformes aux taux du marché monétaire en vigueur. D'une part, ils sont d'importants fournisseurs de financement à court terme pour les institutions financières, les Etats et les entreprises. D'autre part, ils sont des supports pour les investisseurs institutionnels et particuliers pilotant leurs besoins de liquidités. Par leurs structures, leurs tailles, leur image d'équivalent de trésorerie et leur risque potentiellement systémique, les fonds monétaires sont régulièrement sources de réflexion pour les régulateurs cherchant à en accroître la robustesse. A la suite de la crise financière de 2008, la réglementation de ces produits a été revue dans ce sens. Néanmoins, l'éclatement de la pandémie en mars 2020 a mis en exergue des vulnérabilités structurelles persistantes, notamment aux Etats-Unis et en Europe. Dans des conditions de stress, les fonds monétaires se sont révélés être sujets à des rachats soudains et perturbateurs ainsi qu'à des difficultés de ventes d'actifs. Par ailleurs, cela a contribué à déséquilibrer le marché à court terme avec une liquidité détériorée, une forte hausse du coût pour les emprunteurs et une réduction de la disponibilité de certains titres. Dans ce contexte et par peur de contagion, les banques centrales ont dû mener des interventions extraordinaires pour soutenir le secteur. Afin d'instaurer des mesures pérennes, le Financial Stability Board (FSB)¹ a publié en octobre, un rapport présentant un constat des marchés monétaires dans différentes juridictions ainsi qu'un panel de mesures possibles pour améliorer la résistance des fonds monétaires et plus largement du marché à court terme. Aux Etats-Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC)² a publié le 15 décembre 2021, des propositions de modifications des règles applicables aux fonds monétaires américains pour en améliorer la résilience et la transparence. Celles-ci visent principalement les fonds dit «Prime»³ et «Tax-exempt»⁴ qui ont enregistré d'importants rachats pendant la crise, en partie suite à la réaffectation par les investisseurs de leurs actifs en espèces et en titres d'Etat à échéances courtes. La SEC propose de supprimer la règle actuelle permettant ou obligeant les fonds à imposer des frais voire à suspendre les rachats lorsque leur liquidité tombe sous un certain seuil, afin d'éliminer l'incitation aux rachats préventifs. Il est aussi suggéré d'augmenter les exigences de liquidité pour avoir davantage de marge en cas de rachats soudains et massifs. En outre, la réforme instaurerait, dans certain cas, des procédures de « swing pricing »⁵ obligeant les investisseurs sortant à supporter les coûts de liquidité de leurs rachats. L'approbation de ces mesures pourrait être un défi important, particulièrement pour l'implémentation des « swing pricing ». De plus, cela pourrait modifier l'environnement des fonds monétaires avec des conséquences sur l'allocation entre les typologies de fonds (Government, Prime, Tax-exempt), sur les rendements et sur la structure du marché des financements à court terme dans son ensemble. A noter, l'Union Européenne devrait aussi voir émerger des propositions de nouvelles règles pour les fonds monétaires, notamment suite à la consultation effectuée par l'European Securities and Markets Authority (ESMA)⁶ sur le sujet.

1: Le FSB est un groupement économique international. Ses objectifs relèvent de la coopération dans le domaine de la supervision et de la surveillance des institutions financières. 2: La SEC est un organisme fédéral américain de réglementation et de contrôle des marchés financiers. 3: Les Prime Money Market Funds sont des fonds monétaire qui investissent sur des valeurs gouvernementales, des titres de créance négociables et des certificats de dépôt d'entreprises et de banques. 4: Les Tax exempt Money Market Funds ou Municipal Money Market Funds sont investis dans des titres à court terme émis par des autorités locales. 5 : Mécanisme d'ajustement de la valeur liquidative des fonds au-delà de certains seuils de variation du nombre de parts (à la baisse si demande importante de rachats, à la hausse si demande importante de souscriptions). 6: L'ESMA constitue une autorité indépendante, dont le but est de promouvoir le bon fonctionnement et la stabilité des marchés financiers ainsi que d'améliorer la protection des investisseurs.

Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	31/12/21	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											
Variations (en pbs)											
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											
Variations (en pbs)											
Etats-Unis	1,51	1,49	1,55	1,51	0,91	2	-4	0	60	78	39
Allemagne	-0,18	-0,25	-0,25	-0,18	-0,57	7	7	0	39	46	37
France	0,20	0,12	0,11	0,20	-0,34	8	9	0	54	89	72
Italie	1,17	1,11	0,94	1,17	0,54	6	24	0	63	124	82
Royaume-Uni	0,97	0,93	0,93	0,97	0,20	5	5	0	77	31	14
Japon	0,07	0,07	0,06	0,07	0,02	0	1	0	5	16	62
Crédit											
Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	47,8	47,5	48,9	47,8	47,9	0,2	-1,2	0,0	-0,2		
Indice Itraxx Crossover	241,7	241,1	248,0	241,7	242,5	0,6	-6,3	0,0	-0,7		

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

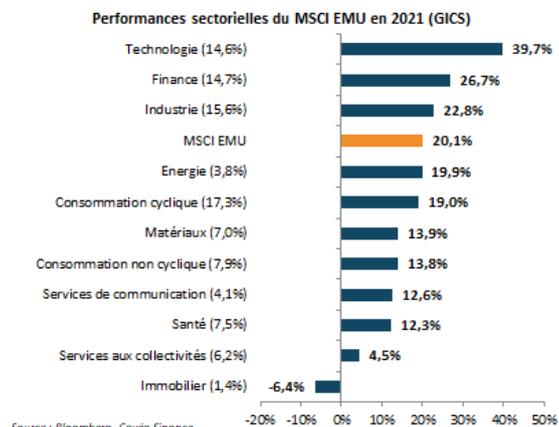
Analyse de l'évolution des marchés



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) poursuivent leur parcours avec une performance de 1% semblant ignorer le contexte sanitaire et les mesures de restrictions associées. L'enthousiasme des marchés est porté par un sentiment chez nombre d'investisseurs d'une poursuite de la reprise cyclique et d'une moindre gravité du variant « Omicron » devenu majoritaire dans les contaminations. Les secteurs de l'industrie et les matériaux affichent à ce titre les meilleures performances, avec des variations hebdomadaires de +1,5% alors que l'énergie (-0,2%) ferme la marche. Sur le plan des titres, Kingspan ressort en tête de classement avec une progression de 4,6% porté par des commentaires confiants sur la construction, notamment aux Etats-Unis. En termes géographiques, l'indice danois progresse le plus avec +2,1 % grâce à ses expositions industrielles tandis qu'en fin de tableau, l'indice autrichien avance timidement de 0,2% en raison de son fort ancrage sur les valeurs pétrolières. Sur l'année 2021, l'indice MSCI Europe (22,4%) devance celui des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (20,9%) et le MSCI EMU (+20,1%). En termes sectoriels, la technologie (+39,7%) et la finance (26,7%) surperforment largement l'indice MSCI EMU (20,1%) alors que l'immobilier (-6,4%) et les services aux collectivités (+4,5%) affichent des performances en retard par rapport à l'indice.



Le Focus de la semaine : Bilan 2021

Cette semaine, nous souhaitons mettre l'accent sur le dynamisme sur le plan boursier de l'année écoulée. Le millésime 2021 constitue un record à bien des égards sur le plan de l'activité et des marchés financiers alors même que les investisseurs anticipent une normalisation de la politique monétaire. Selon l'agence de presse Bloomberg, le volume des fusions et acquisitions au niveau mondial s'élève à plus de 6 600 milliards de dollars soit une hausse de 44% par rapport à 2020 et +24% par rapport à 2019 avant l'avènement de la crise pandémique.

Ce niveau est d'autant plus remarquable qu'il constitue un nouveau record d'activité historique ; il représente le double de celui réalisé en 2000, symbole de la bulle « Internet », il dépasse d'un tiers le cru 2007 précédant l'éclatement de la bulle des « subprimes » ou encore en 2015 avant le référendum du Brexit. En Europe, on enregistre une hausse de plus de 91% de l'activité à mettre en perspective avec l'opération surprise sur Telecom Italia par un fonds d'investissement américain, le rapprochement de deux propriétaires fonciers allemands Deutsche Wohnen et Vonovia ou encore de la fusion entre Veolia et Suez. Les primes d'acquisitions offertes s'élèvent à 18% en ligne avec la moyenne des 23 dernières années écoulées.

Par ailleurs, les entreprises ont levé en 2021 un montant record de plus de 12 000 milliards de dollars de capitaux sous forme de fonds propres ou de dettes, selon l'agence Refinitiv. En 2021, les introductions en bourse ont crû fortement avec plus de 600 milliards de dollars levés à travers la planète alors que l'année précédente avait déjà été remarquable sur ce plan en dépit des confinements généralisés et l'arrêt prolongé d'activités. A titre d'illustration, on peut citer, le fabricant de camions électriques américain Rivian Automotive levant près de 12 milliards de dollars alors que son objectif de production 2021 ne serait pas atteint, le chinois Telecom Corp avec plus de 8 milliards de dollars ou encore le propriétaire de casiers destinés aux colis polonais Inpost sollicitant auprès des investisseurs plus de 3 milliards de dollars. Ce dynamisme s'explique par les conditions monétaires très accommodantes octroyées par les principales banques centrales depuis la crise sanitaire encourageant les opérations à effets de levier tout azimut. Par ailleurs, les plans de relance gouvernementaux semblent procurer à certains une perspective de croissance pour les économies. Mais si le bas niveau des taux d'intérêts encourage la levée de fonds et la prise de risque, cette configuration pourrait ne pas perdurer à l'aune des différents indicateurs suggérant des pressions inflationnistes et les impacts des perturbations des chaînes d'approvisionnement obligeant les banquiers centraux à agir ou à se justifier.

Samir Ramdane

Responsable Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	31/12/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/20	sur 12 mois				
MSCI EMU	154,1	152,6	155,2	128,2	128,2	1,0	↑	-0,8	↓	20,1	↑	20,1	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 094	1 081	1 096	955	955	1,2	↑	-0,2	↓	14,5	↑	14,5	↑
MSCI EMU Small Cap	487,4	478,7	504,3	432,7	432,7	1,8	↑	-3,3	↓	12,6	↑	12,6	↑
MSCI Europe	161,7	160,1	160,1	132,1	132,1	1,0	↑	1,0	↑	22,4	↑	22,4	↑
France CAC40	7 153	7 087	7 045	5 551	5 551	0,9	↑	1,5	↑	28,9	↑	28,9	↑
Allemagne DAX30	6 710	6 655	6 789	5 954	5 935	0,8	↑	-1,2	↓	12,7	↑	13,0	↑
Italie MIB	27 347	27 016	27 561	22 289	22 233	1,2	↑	-0,8	↓	22,7	↑	23,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 385	7 372	7 340	6 461	6 461	0,2	↑	0,6	↑	14,3	↑	14,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 777	8 730	8 572	7 229	7 229	0,5	↑	2,4	↑	21,4	↑	21,4	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés



Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'Asie termine la dernière semaine de l'année, stable, mais avec des disparités de performance selon les pays, de nombreux marchés étant fermés dès jeudi. La Malaisie surperforme à la faveur d'achats opportunistes sur un marché qui affiche les moins bonnes performances en 2021. L'Inde progresse, soutenue par les valeurs de consommation durable, l'optimisme quant à la perspective d'une forte reprise économique en 2022 prévalant sur les nouvelles restrictions annoncées en amont des fêtes de fin d'année. La Chine termine également la semaine en hausse, malgré les nouveaux confinements annoncés, encouragée par la perspective de politiques fiscales incitatives en 2022 et malgré les déboires du promoteur immobilier Evergrande qui n'a pas payé les intérêts dus sur deux obligations en dollar. A l'inverse, la Corée du Sud baisse, pénalisée par le conglomérat Samsung, ce dernier risquant de plein fouet les mesures de restrictions chinoises à Xi'an qui impactent directement sa production de puces mémoire (soit un risque de baisse de 15% de sa production de puces - mémoire pendant quelques semaines). Les champions coréens de la filière des batteries ont eu cette semaine la matérialisation de l'émergence d'un nouvel acteur de premier plan en Europe : Northvolt, fournisseur de Volkswagen et de Volvo, a ouvert son usine géante en Suède avec une capacité annuelle de près d'un million de batteries.

Aux **Etats Unis**, le S&P 500 termine la semaine en hausse de 0,9% dans des volumes assez faibles. Les secteurs défensifs et notamment l'immobilier et les services aux collectivités ont surperformé. A l'inverse, les services de communication sous performant sous l'effet d'une demande faite aux grands opérateurs de télécom américains de retarder le déploiement de leurs offres et services 5G, notamment à proximité des aéroports, les autorités redoutant des problèmes d'interférence avec des équipements aéronautiques. Enfin, la propagation du variant Omicron continue d'affecter les valeurs de tourisme et d'hôtellerie alors que les restrictions se multiplient. A l'inverse, les valeurs de consommation ont plutôt bénéficié de ventes au détail dynamiques en fin d'année notamment Nike. Enfin, Tesla, dont le titre a fortement rebondi depuis qu'Elon Musk a déclaré avoir terminé ses ventes, est concerné par des rappels massifs portant sur la sécurité de la caméra de recul, aux Etats-Unis mais également en Chine.

Le Focus de la semaine : La stratégie de Meta (ex Facebook) pour reléguer au second plan les controverses à son sujet

Lors du « Facebook Connect 2021 » du mois d'octobre, la société actait son repositionnement stratégique au travers de sa nouvelle identité (« Meta ») et traduisait l'ambition du groupe de s'établir comme la plateforme de référence sur le thème des metaverses. Avant de s'établir comme une plateforme incontournable des metaverses, Meta devra toutefois réussir à surmonter l'affaire des « Facebook Files », qui vient s'ajouter à la longue liste des controverses. En effet, Meta est accusé de chercher à endiguer la controverse des « Facebook Files » qui a été mise en avant par le témoignage de Frances Haugen (ancienne « Product Manager » chez Meta) devant le Sénat américain et qui porte sur les effets néfastes des réseaux sociaux Instagram et Facebook sur la santé mentale des adolescents. F. Haugen déplorait la stratégie du groupe favorisant la trajectoire de ses revenus publicitaires aux dépens de la sécurité de ses utilisateurs. Sur ce dernier point, la lanceuse d'alerte évoque un revirement du groupe qui aurait désactivé une série de filtres anti « fake-news » en 2020 après s'être rendu compte de l'impact négatif de ces filtres sur le trafic sur ses réseaux sociaux. La direction de Meta semblerait à court d'arguments face à ces accusations (appuyées par des milliers de documents internes) et opterait pour une ligne de défense pour le moins originale. Meta chercherait ainsi à exacerber les dissensions entre partis Républicain et Démocrate, en alertant les membres du parti Républicain du passé d'« activiste Démocrate » de la lanceuse d'alerte. Ces événements pourraient, en plus d'enrayer définitivement la confiance des utilisateurs des plateformes du groupe, entretenir une fuite des talents d'ores et déjà amorcée. Autant d'éléments qui continuent de militer pour une absence du titre de tous nos portefeuilles.



Arthur Castillo

Gérant Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	31/12/21	J-7	10/11/2021	31/12/20	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois	J-7	10/11/2021	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 766	4 726	4 647	3 756	3 756	0,9	2,6	26,9	26,9	0,4	3,6	36,3	36,3
Etats-Unis - Dow Jones	36 338	35 951	36 080	30 606	30 606	1,1	0,7	18,7	18,7	0,6	1,7	27,6	27,6
Etats-Unis - Nasdaq	15 645	15 653	15 623	12 888	12 888	-0,1	0,1	21,4	21,4	-0,5	1,1	30,4	30,4
Japon Nikkei 300	419	418	422	382	379	0,1	-0,8	9,5	10,4	-0,9	-1,0	5,6	6,4
Corée du Sud KOSPI	2 978	3 012	2 930	2 821	2 873	-1,2	1,6	5,6	3,6	-1,3	3,3	4,5	2,6
Chine - Shanghai	3 640	3 618	3 507	3 473	3 473	0,6	3,8	4,8	4,8	0,4	5,9	16,1	16,1
Hong Kong Hang Seng	23 398	23 224	24 813	27 231	27 231	0,7	-5,7	-14,1	-14,1	0,3	-4,9	-8,2	-8,2
Marchés Emergents - MSCI	1 232	1 221	1 274	1 291	1 291	0,9	-3,3	-4,6	-4,6	0,5	-2,4	2,5	2,5

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés



Le regard de l'analyste

Encore un terme dont nous n'entendons plus beaucoup parler, et mais qui fait partie du vocabulaire familier de nos analystes : le levier opérationnel ! De quoi parle-t-on ? De **la sensibilité du résultat opérationnel d'une entreprise à une fluctuation de son chiffre d'affaires**. Ce ratio se calcule en divisant la variation du résultat opérationnel (ROP) par la variation du chiffre d'affaires (CA).

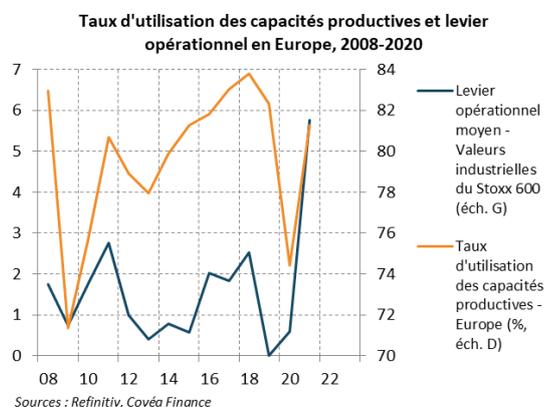
Plus concrètement, 2 cas de figure en particulier nous intéressent :

- Un levier opérationnel proche de 1 signifie que le ROP varie dans les mêmes proportions que le chiffre d'affaires, soit une marge opérationnelle plutôt stable selon les variations d'activité.
- Un levier opérationnel significativement supérieur à 1 correspond à un ROP qui augmente plus vite que le CA lorsque celui-ci progresse, mais inversement ceci correspond également à un ROP qui baisse de manière plus vive que la baisse du CA. Ainsi, la marge opérationnelle augmente lorsque l'activité croît, mais décline (souvent plus fortement) lorsque l'activité décroît.

Le levier opérationnel dépend fortement de la structure des coûts : toutes choses égales par ailleurs, **une structure de coûts principalement fixe fait augmenter le levier opérationnel**, car il revient moins cher à une société à fort coûts fixes de produire une unité supplémentaire (son profit marginal est plus élevé tout comme sa marge sur coût variable, par rapport à une société ayant une structure de coûts principalement variable). Il est ainsi courant d'observer des leviers opérationnels élevés dans les secteurs capitalistiques comme les matériaux, l'industrie ou l'automobile, secteurs d'ailleurs caractérisés par des bêta élevés en bourse.

A titre d'exemple, au sortir de la crise de 2008-2009, tout comme en 2021, la vive remontée des taux d'utilisation des capacités productives en Europe a entraîné une hausse du levier opérationnel des sociétés industrielles de l'indice européen Stoxx 600. Autrement dit, les résultats opérationnels des sociétés industrielles européennes ont, en général, augmenté bien plus vite que leurs chiffres d'affaires, **probablement grâce à l'utilisation de leurs actifs fixes qui étaient inoccupés pendant la période précédente** (les actifs fixes représentent une charge fixe à travers le cycle et pèsent sur la marge opérationnelle, qu'ils soient employés ou non).

Enfin, on remarque dans notre graphique qu'aujourd'hui le levier opérationnel est au plus haut, signe que les bénéfices devraient, toutes choses égales par ailleurs, augmenter en cas de hausse de l'activité. Mais revers de la médaille, cela signifie également que le risque opérationnel est également au plus haut.



Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Sylvaine Rodrigues



L'Eco de la semaine

L'année 2021 s'est clôturée il y a quelques jours dans un environnement malheureusement fidèle à ce que nous connaissons désormais depuis près de 2 ans : un environnement particulièrement incertain et sous contraintes du fait de la gestion de l'épidémie de Covid-19 et de l'apparition et la propagation de ses différents variants. C'est dans ce contexte que s'ouvre devant nous une année 2022 qui s'annonce d'ores et déjà riche sur le plan économique et financier, avec son lot d'incertitudes, mais aussi de défis.

Incertitude bien évidemment liée à la gestion de cette épidémie qui touche l'ensemble des pays du monde; Incertitude quant à la trajectoire de l'inflation, qui a pris de court le monde économique et financier sur la deuxième partie de l'année 2021, en atteignant dans beaucoup de pays développés les niveaux les plus élevés en plusieurs décennies; Incertitude aussi quant à la stratégie des banques centrales face à cette hausse des prix dans un monde toujours plus endetté; Incertitude toujours sur l'évolution des rapports de force au niveau géopolitique dans un monde où la mondialisation est de plus en plus contestée, entre les deux premières puissances mondiales, les Etats-Unis et la Chine, ou encore entre la Russie et ses voisins européens; Incertitude enfin sur la résistance des pays émergents dans un environnement de durcissement des conditions monétaires au niveau mondial.

Face à ces incertitudes, se présentent également des défis. Défi du pilotage de la politique monétaire après plus d'une décennie de conditions monétaires toujours plus accommodantes; Défi de la prévision économique dans un monde où les divergences et les distorsions se font de plus en plus grandes; Défi de la présidence française du conseil de l'Union Européenne pour les 6 prochains mois, placée sous le triptyque « *relance, puissance, appartenance* », avec pour ambitions un renforcement de la souveraineté de l'Europe et l'esquisse d'un « nouveau modèle européen de production, de solidarité et de régulation », comme réponse aux fragilités identifiées au cours de la pandémie de Covid-19 (*dépendances stratégiques, etc...*); Défi enfin de l'intégration dans nos modèles économiques et financiers des contraintes environnementales, tandis que les rapports des groupes II (*vulnérabilité des systèmes socio-économiques et naturels aux changements climatiques, les conséquences négatives et positives de ces changements et les possibilités de s'y adapter*) et III (*solutions envisageables pour limiter les émissions de gaz à effet de serre ou atténuer de toute autre manière les changements climatiques*) du Groupe d'experts Intergouvernemental sur l'Evolution du Climat (GIEC) sont prévus pour ce début d'année 2022.

Tout au long de cette année, nos équipes de Recherche continueront d'être mobilisées pour que nos décryptages puissent vous apporter les éclairages nécessaires pour appréhender les grandes évolutions de l'environnement économique et financier, et pour suivre de manière hebdomadaire les grandes lignes de notre scénario élaboré dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

L'ensemble des équipes de Recherche de Covéa Finance s'associe à moi pour vous souhaiter une bonne année 2022.

Frédéric Kleiss

Responsable Pôle Recherche Macroéconomique et
Quantitative



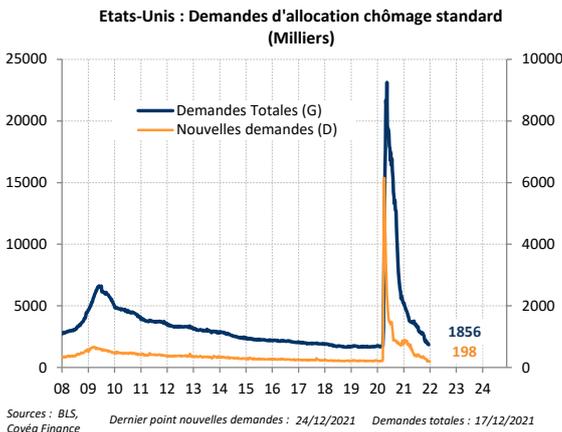
Suivi Macroéconomique



États-Unis

« Les nouvelles demandes d'allocations chômage poursuivent leur baisse tendancielle »

Au mois de novembre, le déficit américain se creuse à nouveau après le recul du mois précédent, selon l'estimation préliminaire du commerce extérieur américain. Les exportations, en hausse mensuelle de 11% en octobre, se replient de 2,1% en novembre tandis que les importations s'inscrivent en forte progression, à 4,7% relativement au mois précédent. Dans ce contexte, le déficit commercial atteint 98 Mds\$ en novembre, un plus bas historique.



Du côté du marché du travail, les nouvelles demandes d'allocations chômage poursuivent leur baisse tendancielle malgré la récente dégradation des conditions sanitaires et représentent 198 000 personnes lors de la semaine se terminant le 25 décembre. Le nombre de bénéficiaires des allocations chômage s'inscrit également en baisse lors de la semaine se terminant le 18 décembre, avec 1 856 millions de personnes (contre 1 867 la semaine précédente).

Enfin, les indicateurs régionaux de climat des affaires dans le secteur manufacturier publiés sur la semaine connaissent des évolutions divergentes mais demeurent relativement bien orientés. L'indicateur de climat des affaires de la Réserve Fédérale de Dallas recule quelque peu en décembre et atteint 8,1 points (contre 11,8 en novembre). Les composantes "production" et "nouvelles commandes" demeurent toutefois sur des niveaux indiquant une croissance de l'activité. La composante « prix payés pour les intrants » s'inscrit en recul par rapport au mois précédent, en revanche les délais de livraison s'inscrivent en hausse. L'indice manufacturier de la Réserve Fédérale de Richmond enregistre pour sa part une augmentation de 4 points et atteint 16 en décembre, sous l'effet d'une amélioration des composantes "livraisons" et

"nouvelles commandes".

Sébastien Berthelot

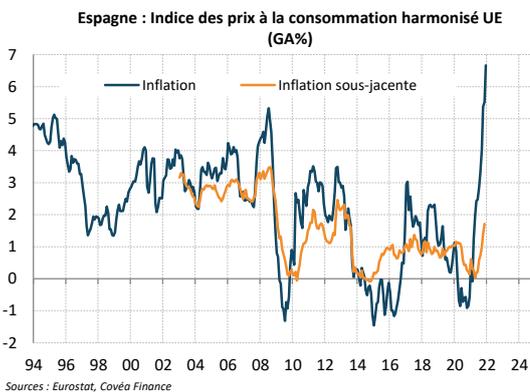
Responsable de la Recherche Economique



Europe

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

En Espagne, l'inflation accélère très nettement au mois de décembre et atteint un nouveau plus haut depuis 30 ans, à 6,7% en glissement annuel selon l'indice harmonisé utilisé par Eurostat (contre 5,5% en novembre). Cette hausse des prix reste essentiellement attribuable à l'augmentation des prix de l'énergie, et, dans une moindre mesure, des prix alimentaires. L'Espagne souffre en particulier de la hausse des prix du gaz et de l'électricité qui, en raison d'une plus grande proportion de contrats à prix variables, se répercute rapidement sur les prix à la consommation. Les tensions inflationnistes ne se cantonnent toutefois pas aux matières premières. L'inflation sous-jacente accélère également et atteint 2,1% selon l'indice national (contre 1,7% le mois précédent), sous l'effet d'une hausse des prix des services.



Les flux de financement se renforcent quelque peu au mois de novembre avec une accélération des prêts bancaires à destination des entreprises non-financières et des ménages. Les prêts aux entreprises non-financières sont toutefois plus dynamiques en Allemagne, et dans une moindre mesure en France tandis qu'ils progressent plus faiblement en Italie et en Espagne. L'encours des prêts aux entreprises, fortement gonflé en 2020 par les prêts garantis, enregistre ainsi une croissance annuelle de 5,1% en Allemagne et de 3,5% en France, en accélération par rapport au mois précédent, tandis qu'il décélère en Italie et décroît en Espagne. Du côté des ménages, la dynamique reste bien orientée, en particulier en France et en Allemagne, en raison notamment de l'expansion des prêts immobiliers.

Du côté de la politique monétaire, les deux membres du conseil des gouverneurs considérés comme les plus « restrictifs », Klass Knot et Robert Holzmann, ont déclaré qu'une hausse des taux directeurs de la BCE apparaissait nécessaire dans les années à venir. K. Knot, président de la Banque Centrale des Pays-Bas, estime ainsi qu'une sortie progressive des taux d'intérêt négatifs et des politiques monétaires non-conventionnelles s'impose

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
ZE Prêts aux Entreprises	Vol, CVS, GA%	nov.-21	2,4	1,9	2,6
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	nov.-21	4,7	-1,5	2,4
ES Inflation	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	6,7	5,5	0,8
Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	déc.-21	2,1	1,7	0,9

*Du 27/12/2021 au 02/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Suivi Macroéconomique



pour éviter une situation de financement monétaire des Etats. Il considère ainsi qu'une hausse de taux est envisageable dès 2023. De son côté, R. Holzmann, président de la Banque Centrale autrichienne, envisage une sortie des taux négatifs dès 2022.

Le parlement italien a approuvé un plan budgétaire de 32 milliards d'euros (2% du PIB environ) destiné à soutenir la croissance en 2022. Ce plan prévoit 8 milliards de réductions d'impôt pour les entreprises et les ménages ainsi que 3,5 milliards d'euros pour faire face à l'augmentation des prix de l'énergie.

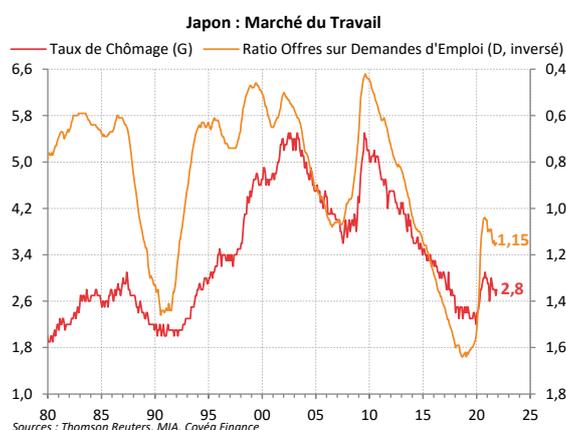
Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Asie

« La production industrielle et les ventes au détail progressent en novembre au Japon »



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	nov.-21	2,8	2,7	2,4	2,8
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	nov.-21	3,7	-2,6	-2,7	-10,6
CH	PMI Services Indice	déc.-21	52,7	52,3	54,0	52,6
	PMI Manuf. Indice	déc.-21	50,3	50,1	49,7	49,9

*Du 27/12/2021 au 02/01/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Au Japon, les données d'activité publiées sur la semaine ont été de bonne facture. La production industrielle manufacturière enregistre son second mois de progression et augmente de 7,2% en novembre relativement au mois précédent. Cette hausse apparaît en grande partie attribuable à la croissance de la production automobile, qui enregistre un gain de 43% relativement au mois précédent. Bien qu'il soit trop tôt pour se prononcer, il semblerait que l'embellie sur le secteur industriel japonais traduise, pour partie, un allègement des contraintes d'approvisionnement. Avec cette progression, le niveau de la production manufacturière retrouve celui du T4 2019.

Du côté des ménages, les ventes au détail s'inscrivent en hausse pour le troisième mois consécutif et affichent un gain de 1,1% en novembre relativement au mois précédent, illustrant ainsi une forme de normalisation de la consommation depuis l'assouplissement des mesures de restrictions sanitaires. Relativement au quatrième trimestre 2019, les ventes au détail se situent à un niveau supérieur de 4%.

Enfin, du côté du marché du travail, le taux de chômage progresse légèrement en novembre et atteint 2,8% (contre 2,7% le mois précédent). Cette hausse traduit toutefois, en partie, une augmentation de la population active sur fond de normalisation de l'activité. Le ratio d'offres sur demandes d'emploi, qui permet de jauger les tensions sur le marché du travail, reste inchangé à 1,15, un niveau qui reste inférieur à ceux d'avant-crise.

En Chine, l'indice PMI du bureau statistique gouvernemental décrit encore un secteur industriel en relative difficulté. L'enquête PMI NBS ne rapporte ainsi qu'une modeste progression de la production manufacturière en

décembre tandis que les nouvelles commandes poursuivent leur contraction. L'enquête suggère par ailleurs un allègement des contraintes d'approvisionnement avec un recul des prix payés et facturés, mais aussi des délais de livraison et des arriérés de production. **Dans la construction, l'activité reste en progression mais sur un rythme moins prononcé : la composante activité passe ainsi de 59,1 à 56,3 points. Enfin, dans les services, la croissance de l'activité est, là aussi, relativement modeste avec un léger recul de la composante correspondante.**

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.