

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

22 novembre 2021

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Coquillage*

Nous avons souligné depuis plusieurs années la concurrence entre Etats pour la captation de l'épargne, des matières premières (plus ou moins rares), et des cerveaux et talents de tout ordre. La décision de Royal Dutch Shell de localiser son siège social au Royaume-Uni illustre à sa façon cette bataille (son siège social étant aujourd'hui aux Pays-Bas). Une bataille de l'attractivité que se livrent les nations, pourtant parfois alliées dans un monde bipolaire entre Etats-Unis et Chine où la Russie fait figure de challenger. Cette décision s'inscrit bien sûr aussi dans les séquences du processus de sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne qui perd ainsi un de ses champions centenaires de taille internationale. Une perte qui fait suite à celle, l'année dernière, d'Unilever, autre champion mondial, qui a décidé de partir des Pays-Bas pour concentrer son siège à Londres. Des départs qui rentrent donc en résonance avec la concurrence fiscal entre pays. Or, il existe aux Pays-Bas une taxe de 15% sur les dividendes des actionnaires étrangers... et des ONG pressantes.

Deux épisodes qui illustrent aussi l'importance des cotes boursières dans la compétition actuelle pour les capitaux. Des bourses de valeurs qui se multiplient à l'image de la nouvelle place chinoise de Pékin à destination des petites et moyennes entreprises (Beijing Stock Exchange). Des bourses de valeurs qui se font coter de plus en plus sur leur propre plateforme à l'instar de la deuxième bourse russe (Saint Petersburg Exchange) qui a organisé sa cotation en novembre. La City va donc s'enrichir de 2 importantes capitalisations. Mais ces nouvelles arrivées ne font que piètrement compenser le fait que les entreprises cotées au Royaume-Uni sont très souvent des cibles de rachat et donc disparaissent de la cote (depuis 2010, le montant annuel moyen des fusions-acquisitions est de 183Mds\$ vs 70 en Allemagne et 60 en France).

Car les industriels américains sont en effet à l'affût des spécialistes britanniques de la défense (ex de Parker sur Meggitt pour 8.8Mds\$ en 2021) comme les sociétés de private equity sont à la recherche de gains rapides grâce aux scissions et « ventes à la découpe » (ex de Advent sur Laird pour 1.6Mds\$ en 2018). Mais on retiendra surtout la frénésie d'achats sur des sociétés stratégiques dans le domaine technologique (ex de MKS sur Atotech, de Dopont et TE Connectivity sur les entités de Laird revendues par Advent). Des transactions encouragées par le Brexit, et surement facilitées par le rapprochement géostratégique de l'alliance militaire (AUKUS). Mais ces cousinages anglo-saxons ont leur limite: Londres demande une enquête approfondie sur le rachat de la société ARM (concepteur anglais de semi-conducteurs) par Nvidia (spécialiste américain des processeurs graphiques) sur fond de maîtrise de leur sécurité nationale et de préservation des emplois à haute valeur ajoutée ! Autant d'éléments de notre compréhension du monde qui sont exploités dans la gestion de notre fonds Covéa Selection UK.

* Shell en anglais : la Shell Transport & Trading Cie importait sous l'ère victorienne des coquillages décoratifs

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

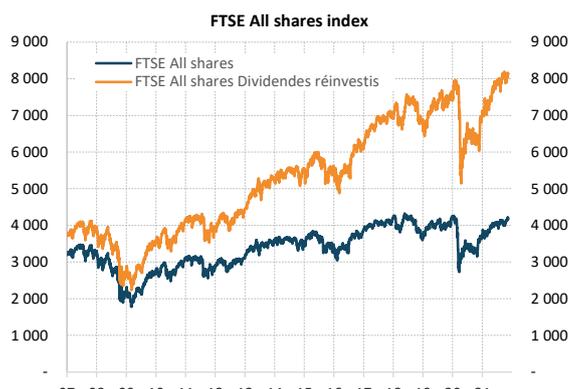
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

L'Eco de la semaine
Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...souvent des cibles de rachat »



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	19/11/21	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€/ \$	1,129	1,148	1,188	-1,6 ↓	-4,9 ↓
€/ £	0,839	0,856	0,895	-2,0 ↓	-6,3 ↓
€/ Yen	128,71	130,75	123,19	-1,6 ↓	4,5 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	79	83	44	-4,5 ↓	78,5 ↑
Indice CRB*	569	570	424	-0,2 ↓	34,4 ↑
Prix de l'once d'Or	1 852	1 848	1 862	0,2 ↑	-0,5 ↓
Prix de la tonne de cuivre	9 647	9 533	7 093	1,2 ↑	36,0 ↑
Indice Baltic Dry**	2 552	2 861	1 134	-10,8 ↓	125,0 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 554	4 536	1 001	0,4 ↑	354,9 ↑

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 :

Les taux ont été orientés à la baisse sur la semaine, dans un mouvement d'aplatissement des courbes, en raison du retour des craintes sanitaires en Europe qui contraint à de nouvelles restrictions : les taux français à 2 et 10 ans se sont ainsi détendus de 3 et 9 pb à respectivement -0,80% et +0,01%. Les dettes des pays voisins de la Zone ont connu des trajectoires semblables.

Du côté des anticipations d'inflation, la semaine a été marquée par un rebond des points morts à 10 ans d'environ 10 pb favorisés par de nouvelles tensions sur l'énergie. Nous avons ensuite assisté vendredi à d'une forte correction expliquée par la baisse du pétrole et les annonces de reconfinement en Autriche. Au final, le point mort de l'OAT indexée cède 2 pb à 1,85% .

Le mouvement sur les taux US a été plus modéré, avec un 10 ans en baisse de 2 pb à 1,55%. L'écart avec les taux cœurs de la zone euro s'amplifie, sur fond d'anticipations d'un resserrement monétaire rapide. Le marché monétaire américain présente toujours un déséquilibre entre l'offre et la demande de liquidités, conduisant les acteurs à recourir aux opérations de mise en pensions de titres pour des volumes importants.

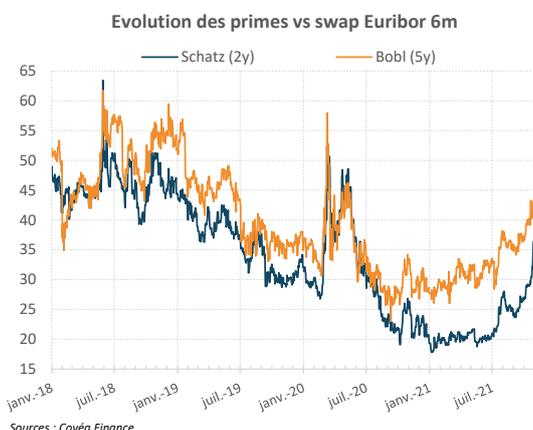
Sur le marché primaire des émetteurs d'entreprises, la semaine a été active avec 10,3Mds€ d'émissions. En revanche, à l'instar des dernières semaines, la demande est moins soutenue. Le marché reste néanmoins en ligne.

Le Focus de la semaine : Des déséquilibres sur le marché monétaire en Zone euro

Le dernier trimestre, régulièrement propice à une hausse de la volatilité du marché monétaire interbancaire, est cette année le théâtre de tensions sur le marché du prêt-emprunt de titres obligataires en Zone euro. Ces tensions sont caractérisées par un assèchement du gisement des obligations d'Etat les mieux notées (répondant au critère réglementaire HQLA, *high quality liquid assets*), en particulier la dette allemande, conséquence de la poursuite des achats d'actifs par la BCE et indirectement du TLTRO* à une période où les banques cherchent à améliorer leur bilan. En effet, en plus de leurs besoins récurrents de titres sur le marché spécifique du prêt-emprunt pour couvrir leurs positions « vendeuses » issues de leurs activités de teneurs de marché, la réglementation les incite à récupérer en fin de trimestre les titres achetés et prêtés afin qu'ils figurent au bilan.

Alors que le marché du prêt-emprunt de titres contre « cash » est traditionnellement interbancaire, les banques centrales nationales s'étaient portées contreparties dès décembre 2016 lorsque les premières tensions sur les titres Schatz étaient apparues avec une limite quotidienne de 50 Mds EUR, portée à 75 Mds en 2018. La BCE a annoncé le 15 novembre une nouvelle extension de cette limite à 150Mds, mais, passé l'effet d'annonce, la situation ne s'est guère améliorée. La raison est que le problème n'est pas le volume de titres mis à disposition (sur la précédente limite de 75Mds, seulement environ 15Mds étaient utilisés), mais les taux pratiqués par les banques centrales nationales qui se sont mises à appliquer les taux du marché interbancaire des mises en pension, pouvant largement dépasser -1%, alors que l'usage jusque-là était un taux proche de -0,70%. Si les tensions devaient persister, un accord entre les établissements bancaires et la BCE sur la pratique de taux de prêt-emprunt moins pénalisants devrait voir le jour.

* Opérations de refinancement à long terme ciblées, d'une durée de 3 ans, conditionnées aux encours de crédits accordés aux entreprises non financières et aux ménages ; le TLTRO III a été initié en septembre 2019.



Charles Lepic

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	19/11/21	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	1,55	1,56	1,55	0,91	0,83	-2	0	63	72	104	36
Allemagne	-0,34	-0,26	-0,25	-0,57	-0,57	-8	-10	23	23	44	33
France	0,01	0,10	0,11	-0,34	-0,34	-9	-11	34	34	82	71
Italie	0,86	0,95	0,94	0,54	0,64	-9	-7	32	22	120	87
Royaume-Uni	0,88	0,91	0,93	0,20	0,32	-4	-5	68	56	40	14
Japon	0,08	0,08	0,06	0,02	0,02	0	2	6	6	20	61
Crédit											
Indice Itraxx Main	49,5	48,7	48,9	47,9	51,1	0,8	0,6	1,6	-1,6		
Indice Itraxx Crossover	251,7	248,4	248,0	242,5	283,3	3,3	3,7	9,2	-31,7		

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

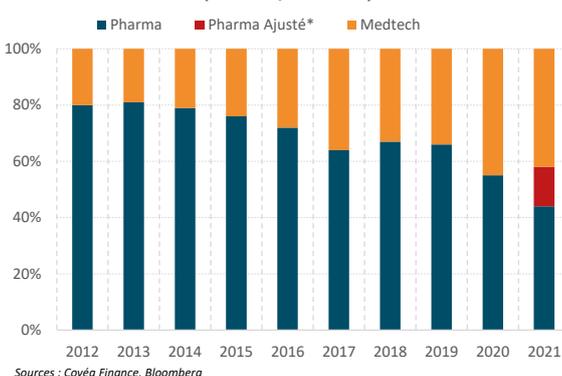
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) affichent une performance de -0,27%. Après une hausse de près 8% depuis le mois d'octobre alimenté par la saison de publications de résultats trimestriels, le marché marque le pas sur fond d'accélération des cas de Covid-19. En termes de performances sectorielles, le segment de la consommation cyclique (+2,2%) arrive en tête du classement, tiré par le rebond du luxe qui bénéficie notamment de l'entrée potentielle d'Hermès (+13%) dans l'indice Eurostoxx50. Le secteur de la Technologie (+1,7%) profite de la tendance favorable du segment des semi-conducteurs (ASML +2,8%) pour creuser encore l'écart depuis le début de l'année. A l'inverse, le secteur de l'Énergie (-3,5%) recule dans le sillage de la baisse du cours du baril de pétrole. Le secteur de la Finance (-3,1%) est pénalisé par la baisse des taux d'intérêt mais enregistre toujours une performance supérieure à l'indice depuis le début de l'année. En termes géographiques, le seul mouvement notable concerne l'Autriche (-4,4%) qui enregistre la plus forte baisse suite aux annonces de reconfinement. Enfin l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (-1,3%) sous performe l'indice général et s'en rapproche en termes de performance depuis le début de l'année.

Le Focus de la semaine : Evolution du secteur de la santé en Zone Euro, la part belle à la Med Tech.

Cette semaine, dans la lignée des travaux réalisés pour nos dernières Perspectives Economiques et Financières, nous souhaitons mettre en lumière l'évolution de l'indice santé du MSCI EMU dont la composition à fortement évoluée sur les 10 dernières années. Outre l'élargissement de l'indice, qui comptait seulement 12 membres en 2012 contre 22 membres aujourd'hui, on note le déclin tendanciel des laboratoires pharmaceutiques dont la pondération s'est effritée de 80% à 58% aujourd'hui. Après ajustement des pondérations pour les activités sciences de la vie et matériaux de Merck Kgaa ainsi que les activités chimiques de Bayer, la pondération réelle pharmaceutique devient même minoritaire, à 44%. Cette dynamique s'explique notamment par l'entrée dans l'indice d'une multitude d'acteurs dans le diagnostic tels que Biomérieux et Diasorin ainsi que les équipementiers médicaux à l'image de Philips, après son recentrage sectoriel, et Siemens Healthineers, la filiale santé du groupe Siemens AG introduite en bourse en 2018. Désormais représenté majoritairement par des sociétés des sciences de la vie et des équipements médicaux, la qualité du secteur santé de la zone euro s'est donc améliorée en conservant une faible cyclicité mais avec un potentiel de croissance renforcé. Ces nouveaux membres de l'indice disposent d'une meilleure capacité de fixation des prix puisqu'ils ne sont pas soumis aux mêmes pressions de la part des organismes d'assurance maladie ni assujettis au risque concurrentiel des génériques et biosimilaires avec lesquels doivent composer les laboratoires pharmaceutiques. Ils bénéficient également d'un plus fort potentiel de croissance, grâce à leur positionnement sur des tendances porteuses d'avenir telles que la pénétration croissante du diagnostic, l'intelligence artificielle dans les interventions chirurgicales ou encore la digitalisation du système de santé. Autant de dynamiques qui correspondent à notre thématique PEF de l'innovation dans le secteur de la santé.

Composition du MSCI EMU HealthCare (Pharma / Medtech)



Grégoire Du Mesnil

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	19/11/21	J-7	10/11/21	31/12/20	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/20	sur 12 mois		
MSCI EMU	155,7	156,0	155,2	128,2	124,1	-0,2	↓	0,3	↑	25,4	↑
MSCI EMU Mid Cap	1 099	1 103	1 096	955	912	-0,3	↓	0,3	↑	20,5	↑
MSCI EMU Small Cap	487,8	500,8	504,3	432,7	388,5	-2,6	↓	-3,3	↓	25,6	↑
MSCI Europe	160,9	161,1	160,1	132,1	128,6	-0,2	↓	0,5	↑	25,1	↑
France CAC40	7 112	7 091	7 045	5 551	5 475	0,3	↑	1,0	↑	29,9	↑
Allemagne DAX30	6 828	6 800	6 789	5 954	5 663	0,4	↑	0,6	↑	20,6	↑
Italie MIB	27 337	27 732	27 561	22 289	21 536	-1,4	↓	-0,8	↓	26,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 224	7 348	7 340	6 461	6 334	-1,7	↓	-1,6	↓	14,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 609	8 613	8 572	7 229	7 075	-0,1	↓	0,4	↑	21,7	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

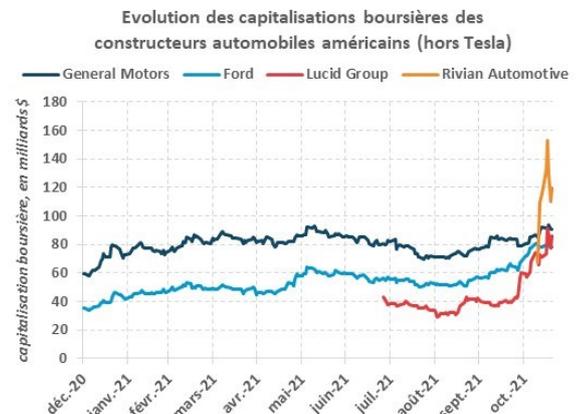
Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques ont enregistré une semaine contrastée sans véritable tendance et avec assez peu de volume. Le marché chinois a été le moins performant de la région, impacté par les résultats d'Alibaba qui a chuté de plus de 10 % (réduction des perspectives pour l'exercice 2022 et ventes du trimestre en hausse de moins de 30%). Le marché Indien a subi des prises de bénéfices, mais continue d'afficher la meilleure performance depuis le début de l'année. Du côté des hausses, l'Indonésie progresse après que la banque centrale ait maintenu ses taux d'intérêt et que le pays ait affiché un compte courant en excédent record (profitant de la hausse des prix des matières premières). Au Japon, Tokyo Electron a mené les actions asiatiques liées aux puces à la hausse, ce qui a également influencé Taiwan. De façon plus générale, à l'issue du plénum du Parti Communiste Chinois, Xi Jinping a présenté sa doctrine qui devrait orienter la politique économique chinoise pour les dix prochaines années. Pour mémoire, avant Xi Jinping, seuls Mao et Deng Xiaoping s'étaient permis un tel exercice, sanctuarisant aujourd'hui les principes égalitaires, de partage des richesses et de lutte contre les monopoles. D'un point de vue plus microéconomique, un consortium dirigé par Alibaba s'est imposé comme le favori pour reprendre Unigroup (société affiliée à la prestigieuse université Tsinghua, pilier de la course à la suprématie technologique). L'accord permettrait à Alibaba de récupérer un précieux savoir-faire en matière de conception de semi-conducteurs pour alimenter la plus grande plate-forme de *cloud computing* du pays. Aux Etats Unis, le S&P 500 progresse de 0,3% sur une semaine marquée par la rencontre virtuelle entre Joe Biden et Xi Jinping, et les interrogations quant à l'évolution de la politique monétaire de la FED. Les performances sectorielles sont le reflet de la forte performance des GAFA, qui ont poussé les secteurs de la consommation (Amazon) et de la technologie à la hausse. A l'inverse, les secteurs cycliques (énergie, finance et matériaux) terminent assez largement en baisse. La semaine a encore été riche en publications de résultats, notamment de grands distributeurs qui ont réussi à naviguer dans un environnement de hausses de coûts (salaires, transports, énergie), tout en rassurant sur les craintes de voir des rayons vides pour la fin de l'année. Dans la technologie, les bons résultats de NVidia contrastent avec ceux de Cisco, le premier bénéficiaire de l'accélération de la croissance dans le cloud, les jeux vidéo et l'intelligence artificielle alors que le second, qui peine à s'y adapter, allègue des difficultés d'approvisionnements. A la croisée de la consommation et de la technologie, les acteurs des paiements ont été affectés par la décision d'Amazon de cesser d'accepter les cartes de crédit de VISA au Royaume-Uni à partir de 2022. Enfin, dans le contexte de difficultés de recrutement que l'on observe dans certains secteurs, le groupe Deere a finalement mis fin à une grève de près d'un mois. Le nouvel accord entraîne une hausse immédiate de 10% des salaires, puis de 5% en année 3 et 5 ans. Une rémunération variable immédiate de \$8500 par salariés va être payée, ainsi qu'une rémunération variable équivalente à 3% de la base annuelle les années 2 et 4 du contrat.

Le Focus de la semaine : Eclairage sur la spéculation autour des nouveaux constructeurs automobiles

Après des années de défiance, la pandémie a constitué une rupture majeure. Les investisseurs ont en effet réalisé que la transition vers l'électrique n'était plus une hypothèse mais une réalité. Alors que la pandémie aurait pu voir nombre de constructeurs disparaître, elle a accéléré cette transition et contraint à une profonde mutation du modèle économique des constructeurs. Lors de nos perspectives économiques et financières nous analysons ces mutations et mettons en évidence l'abaissement des barrières à l'entrée d'une industrie jusqu'ici caractérisée par des coûts fixes très élevés. Tesla fut le premier à bénéficier de la spéculation, portant sa capitalisation boursière au-delà des \$1000 milliards et le désignant comme l'acteur dominant du monde électrique et autonome. Récemment, Rivian et Lucid ont fait des entrées fracassantes en bourse avec des capitalisations boursières dépassant celles de Ford et General Motors, qui ne ménagent pourtant pas leurs efforts pour convaincre de la pertinence de leurs stratégies. La fragmentation du secteur est une conséquence logique tant la complexité des voitures diminue avec l'électrification. Mais les récentes annonces de Ford et General Motors d'investir dans la conception de puces aux côtés des leaders des semi-conducteurs nous semble de nature à reconstituer des barrières à l'entrée par la différenciation, et en même temps, à sécuriser des approvisionnements critiques de composants. Dès lors, l'emballement pour des constructeurs ayant à peine commencé à produire des véhicules n'apportant pas de différenciations majeures justifie à notre sens une grande vigilance à l'égard de ces néo-modèles.



Grégoire Ginoux

Gérant Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	19/11/21	J-7	date PEF	31/12/20	T-12 mois	en devise locale				en €											
						J-7	depuis le dernier	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	4 698	4 683	4 647	3 756	3 582	0,3	↑	1,1	↑	25,1	↑	31,2	↑	1,7	↑	2,8	↑	35,3	↑	38,0	↑
Etats-Unis - Dow Jones	35 602	36 100	36 080	30 606	29 483	-1,4	↓	-1,3	↓	16,3	↓	20,8	↓	0,0	↓	0,3	↓	25,9	↓	27,0	↓
Etats-Unis - Nasdaq	16 057	15 861	15 623	12 888	11 905	1,2	↑	2,8	↑	24,6	↑	34,9	↑	2,6	↑	4,5	↑	34,8	↑	41,9	↑
Japon Nikkei 300	430	429	422	382	360	0,3	↑	2,0	↑	12,6	↑	19,5	↑	1,6	↑	3,6	↑	10,4	↑	14,4	↑
Corée du Sud KOSPI	2 971	2 969	2 930	2 821	2 547	0,1	↑	1,4	↑	5,3	↑	16,6	↑	0,4	↑	3,2	↑	4,5	↑	14,8	↑
Chine - Shanghai	3 560	3 539	3 507	3 473	3 363	0,6	↑	1,5	↑	2,5	↑	5,9	↑	1,8	↑	3,6	↑	13,6	↑	14,2	↑
Hong Kong Hang Seng	25 050	25 328	24 813	27 231	26 357	-1,1	↓	1,0	↓	-8,0	↓	-5,0	↓	0,3	↓	2,7	↓	-0,9	↓	-0,4	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 269	1 285	1 274	1 291	1 200	-1,3	↓	-0,4	↓	-1,7	↓	5,7	↑	0,1	↑	1,3	↑	6,4	↑	11,2	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Parmi les trois clés que nos équipes ont identifiées, dans le cadre de nos Perspectives Économiques et Financières, pour les aider dans la lecture, la compréhension et le décryptage de notre monde économique, industriel et financier, figure le dollar. Une bonne occasion pour traiter le sujet du risque de change, comment s'en prévenir ou quels sont ses avantages et ses inconvénients.

Commençons par rappeler quelques définitions : le risque de change correspond à l'éventualité, pour une entreprise, d'être impactée négativement par une variation des taux de change entre devises, la valeur d'une devise étant exprimée en fonction de la valeur d'une autre devise : ainsi la valeur d'un dollar américain (USD) pourra être calculée, à titre d'exemple, à partir de l'euro (EUR). Toutefois, le risque de change peut effectivement se matérialiser sur une position sur l'EUR/USD... dont le cours est déterminé essentiellement par le marché, ... mais aussi sur une position sur l'USD/CNY (Yuan chinois) suspendu à la politique chinoise de change fixe.

Pour nous, en tant qu'investisseurs long terme, il s'agit de comprendre :

- Au compte de résultat : dans quelle mesure ces variations de change entraînent (ou pas) de risques d'exploitation (i.e. les recettes et les charges sont-elles réalisées essentiellement dans la même devise ?), sachant que les sociétés communiquent essentiellement sur l'effet change au niveau de la croissance du chiffre d'affaires, alors qu'il nous faut appréhender l'adéquation revenus / coûts. On parle de « couverture naturelle » quand les revenus et les coûts sont essentiellement réalisés dans la même devise (exemple : production locale pour marché local). L'effet change est alors un simple effet de conversion, purement comptable, qui impacte le chiffre d'affaires mais pas la marge. Dans le cas de mise en place d'outils de couverture, ceux-ci limitent potentiellement les impacts à la hausse comme à la baisse sur le compte de résultat, d'autant qu'elles sont parfois réalisées à l'avance sur plusieurs exercices. L'impact change n'est donc pas toujours immédiat. Par ailleurs, en cas d'effet change défavorable sur les coûts, la société a-t-elle les moyens d'augmenter ses prix ? Ses concurrents sont-ils dans la même situation, ou au contraire bénéficient-ils d'un effet change favorable ?
- Au bilan : dans quelle mesure les actifs / passifs (et leur équilibre) sont-ils impactés par des variations de devises ? Pour une société, cette exposition bilancielle peut par exemple entraîner une perte de valeur d'un placement libellé en devise étrangère, ou l'augmentation d'une dette qui deviendrait alors plus difficile à rembourser. Nos analystes examinent donc la décomposition des dettes et de la trésorerie par devises, mais aussi la décomposition des actifs, ou encore l'impact sur les « covenants »...
- Au tableau de flux : la décomposition des flux d'activité par devises, le financement des acquisitions éventuelles, l'impact sur le besoin en fonds de roulement..

Sachant que pour convertir les comptes de filiales étrangères –dont la monnaie d'usage n'est pas la monnaie de consolidation de la société-mère – on utilise le cours moyen pour le compte de résultat et les flux, et le cours de fin d'exercice pour le bilan.

Le recours à une solution de gestion de trésorerie spécialisée dans la gestion du risque de change permet donc à la société de suivre son exposition aux différents risques de change (risque exacerbé par le mouvement de mondialisation que nous évoquons depuis plusieurs années). Ces solutions permettent de piloter une stratégie de couverture ou réalisant des transactions sur le marché des produits dérivés (via un contrat à terme ou un swap par exemple) permettant de se prémunir (sur une certaine période) contre les fluctuations des taux de change. L'idée est de protéger la compétitivité de la société contre une variation défavorable du change.

Néanmoins, recourir à un instrument de couverture a un coût pour l'entreprise. Il faut donc être vigilant au juste équilibre entre une couverture totale (et donc coûteuse) et inversement une absence de couverture (et donc risquée). Quelle que soit la monnaie concernée, de nombreuses options existent, tant sur le marché au comptant que sur le marché à terme, tant sur le marché organisé que sur le marché gré à gré. Mais attention : les instruments financiers utilisés doivent effectivement couvrir le risque, c'est-à-dire compenser un risque à un coût raisonnable. Ce point est d'ailleurs traité dans le cadre de la norme IFRS 9.

Sylvaine Rodrigues

Responsable Pôle Recherches



Suivi Macroéconomique

L'Eco de la semaine

Les publications des données des prix à la consommation et des ventes au détail aux Etats-Unis sur les deux dernières semaines continuent d'interpeller, et d'interroger, sur la nature et la persistance de la poussée inflationniste actuelle Outre-Atlantique.

Nous avons déjà évoqués dans ce suivi **les facteurs liés aux problématiques du côté de l'Offre** : ajustement de la chaîne de production mondiale, difficultés au niveau des chaînes d'approvisionnement, congestion des ports, pénurie de certains composants tel que les semi-conducteurs. Nous abordons également fréquemment **les aspects techniques liés aux effets de base** relatifs à la baisse des prix du pétrole et à ceux d'autres services affectés par les mesures de confinement en 2020 (*transports, hôtellerie, restauration*). Arrêtons nous aujourd'hui quelques instants sur **l'observation de la déformation de la demande et sa trajectoire afin d'appréhender cette tension sur les prix**.

« ...les dépenses se sont naturellement concentrées sur les biens... »

La gestion de la crise sanitaire a conduit les Etats à prendre des mesures inédites pour limiter la diffusion du virus et l'engorgement des systèmes de santé. Ces mesures ont, par leur nature extrêmement contraignante (*confinement, limitation des déplacements, limitation de la capacité de certains établissements etc...*), conduit à de fortes distorsions dans les dépenses des ménages, qui perdurent encore à l'heure actuelle. Dans un environnement où l'accès aux services était en totalité ou partiellement contraint, **les dépenses des ménages se sont naturellement portées et concentrées sur les biens**, avec des niveaux de dépenses dépassant leur tendance pré-pandémie. A l'inverse, dans les services, le choc provoqué par les mesures de confinement n'est à ce jour toujours pas résorbé.

« ...l'injection de liquidité opérée par l'administration américaine a été massive... »

En soutien à la demande des ménages, **l'injection de liquidité opérée par l'administration américaine a été massive** dans un contexte où la capacité de dépenses des ménages était encore contrainte. Dans un premier temps, la limitation de la circulation de cette monnaie à étouffer son potentiel inflationniste. Cette politique a ainsi conduit à une accumulation brutale d'épargne, sans précédent aux Etats-Unis (*graphique ci-dessous*), et a probablement contribué également à stimuler le prix d'actifs financiers. La campagne active de vaccination engagée par l'administration Biden a permis depuis une amélioration sensible de la situation sanitaire, une réouverture de l'économie américaine, tout en maintenant certaines contraintes dans la consommation de certains services, stigmates de cette période historique de pandémie. **C'est aujourd'hui la circulation de cette manne financière qui pourrait s'avérer durablement problématique, en particulier pour les prix des biens**.

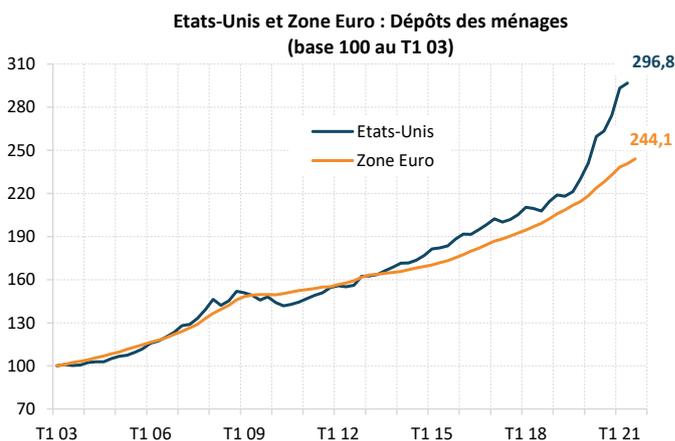
On le voit, cette conjonction d'éléments aux Etats-Unis interroge sur le risque d'emballement de la croissance des prix. **En Zone Euro, la situation est tout autre**. Le soutien budgétaire s'est davantage axé sur des mesures visant à garantir les rémunérations des salariés malgré des situations de chômage partiel. L'absence de sur-stimulation de la demande n'a pas entraîné de sur-accumulation d'épargne qui semble limiter les pressions inflationnistes qu'entraînerait une accélération des dépenses et la circulation de cette épargne.

Frédéric Kleiss

Responsable Pôle Recherche Economique et Quantitative



Le graphique Macro de la semaine



« Aux Etats-Unis, la circulation de cette manne financière pourrait tendre durablement le prix de certains biens... »

Sources : Covéo Finance, Refinitiv

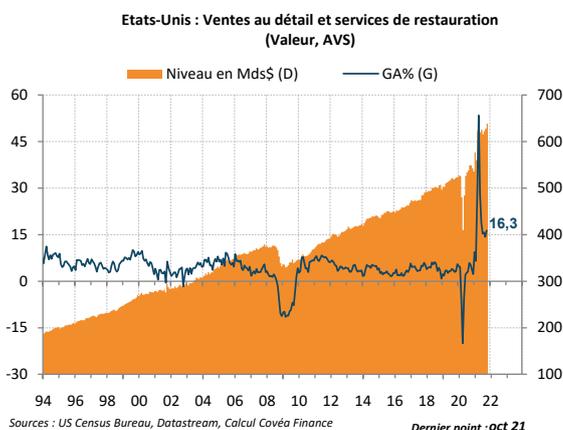
Derniers points : T3 21 (Zone Euro), T2 21 (Etats-Unis)

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les données d'activité sur octobre signalent un regain de dynamisme »

Les données publiées sur octobre témoignent de la vigueur de l'activité au début du quatrième trimestre, après le coup de froid constaté au cours de l'été lors de la propagation du variant delta. Dans l'industrie, la production a enregistré un gain de 1,6%, qui fait suite à la déconvenue de septembre liée au passage de l'ouragan Ida. La Réserve fédérale estime ainsi que près de la moitié de la hausse mensuelle en octobre est liée à un mouvement de rattrapage après les intempéries du mois de septembre. Par secteur, le rebond est assez généralisé, avec une hausse de 4,1% dans le secteur minier, porté par le prix du baril de pétrole, et de 1,2% dans les services aux collectivités et dans le manufacturier. Le rebond de la production automobile est remarquable (+11% sur le mois) après deux mois de contraction, et pourrait suggérer un début de détente des problèmes de pénurie en semi-conducteurs. Ce signal peut être vu comme encourageant quant à une amélioration des difficultés des chaînes d'approvisionnement qui alimentent les tensions inflationnistes. L'indicateur d'enquête manufacturier *Empire State Manufacturing* publié par la Fed de New York s'est redressé en novembre à 30,9 points, après 19,8 en octobre. Malgré une forte volatilité au cours des derniers mois, l'indice continue de décrire une activité robuste. Le rebond sur le mois reflète l'amélioration des sous-composantes nouvelles commandes, nombre d'employés et nombre d'heures travaillées, ainsi que la progression des prix payés, au plus haut depuis mai. La sous-composante prix reçus est également en forte progression, signe d'une transmission des pressions inflationnistes. L'indicateur manufacturier de la Fed de Philadelphie décrit une dynamique similaire et rebondit à 39, après 23,8 en octobre.



Du côté du consommateur, les pressions inflationnistes ne semblent pas freiner la dynamique de dépenses. Les ventes au détail s'inscrivent en hausse de 1,2% en valeur sur le mois d'octobre, tirées par l'ensemble des catégories à l'exception des vêtements (-0,7%) et des services de restauration (0%). Les magasins de bricolage et matériaux et les carburants affichent des hausses prononcées, reflétant vraisemblablement un effet prix, au vu de l'évolution des prix du pétrole et des matériaux. En rythme annuel, les ventes au détail affichent une croissance de plus de 16% et se situent 21% au-dessus du niveau pré-crise (janvier 2020). **Les données d'allocation chômage font part d'une poursuite de l'amélioration des conditions sur le marché du travail.** Les nouvelles demandes d'allocation chômage atteignent un nouveau point bas depuis le début de la crise sanitaire (268 000 la semaine du 13 novembre), tout comme les demandes totales à 2,08 millions de personnes la semaine du 6 novembre. Dans l'immobilier, les mises en chantier et les permis de construire ont évolué en ordre dispersé en octobre (-0,7% et +4% sur le mois respectivement). Le secteur n'affiche pas de réelle tendance à l'automne, après un premier semestre marqué par un net ralentissement. L'indicateur d'enquête NAHB réalisé auprès des promoteurs immobiliers a poursuivi sa hausse en novembre et semble suggérer que le manque de dynamisme du résidentiel reflète davantage des contraintes d'offre (manque de main d'œuvre, difficulté d'approvisionnement) qu'une érosion de la demande de la part des ménages. Une modération de cette demande serait toutefois justifiée au vu de l'envolée des prix immobiliers, qui affichent des rythmes de croissance de près de 20% selon l'indice S&P Case Shiller.

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	oct.-21	5,1	4,6	-0,8	-7,2
Permis de Construire - Résidentiel Vol, CVS, GA%	oct.-21	3,4	-0,2	4,3	6,8
Mises en Chantier - Résidentiel Vol, CVS, GA%	oct.-21	0,4	5,7	3,8	7,8
Ventes au détail Vol, CVS, GA%	oct.-21	16,3	14,3	3,3	0,3

*Du 15/11/2021 au 21/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Après des mois de débats ayant mis en lumière les dissensions au sein du parti démocrate, la Chambre des Représentants a adopté le plan de relance de près de 2000 Mds\$ portant sur les dépenses sociales, le climat et l'éducation. Le projet a été approuvé par 220 voix, dont aucune Républicaine, face à 213 contre. **Le texte doit maintenant être soumis au vote au Sénat** où les Démocrates ne peuvent se permettre aucune dissidence au vu de la majorité très courte dont ils disposent. Le Sénateur démocrate Joe Manchin a d'ores et déjà demandé à ce que le projet de congés payés de 4 semaines pour garde et maladie soit retiré du plan. Si certaines mesures sont modifiées par les Sénateurs, le texte devra être resoumis au vote à la Chambre avant d'être signé par le Président Joe Biden. Le *Congressional Budget Office*, organe budgétaire bipartisan du Congrès, a publié son estimation du coût du projet de loi cette semaine, qui était attendue par certains élus pour se prononcer. Selon ces travaux, le plan de relance contribuerait à creuser de 367 Mds\$ le déficit public sur 10 ans. Cette estimation ne prend pas en compte les recettes qui résulteraient de l'amélioration de la collecte de l'impôt consécutive à l'augmentation des moyens alloués à l'IRS (service des impôts). Ces recettes supplémentaires sont estimées à 207 Mds\$ par le CBO, tandis que l'administration Biden les situe à 480 Mds\$. Sur la base de ce chiffre que l'on peut qualifier d'optimiste, les partisans du projet estiment que le plan aurait un impact positif sur le déficit.

Concernant la politique monétaire, M. Clarida et M. Waller, deux membres du Conseil des Gouverneurs de la Réserve fédérale (Fed), ont évoqué cette semaine la possibilité d'accélérer le rythme de réduction des achats de titres (actuellement à 15 Mds\$ par mois) au regard des risques haussiers sur l'inflation. Ces déclarations, émanant de deux membres habituellement en faveur d'une politique accommodante, suggèrent que la Fed pourrait envisager une hausse de taux plus rapidement qu'anticipé. Il semble donc que les débats lors de la réunion du FOMC du 15 décembre ne porteront pas sur la possibilité de rompre le statu quo en 2022, mais plutôt sur combien de hausses interviendront. Par ailleurs, le Président Biden devrait annoncer dans les prochains jours la nomination du prochain Président de la Réserve fédérale. Deux possibilités sont envisagées par la Maison Blanche : la reconduction de Jerome Powell ou la nomination de Lael Brainard, actuelle membre du Conseil des Gouverneurs.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

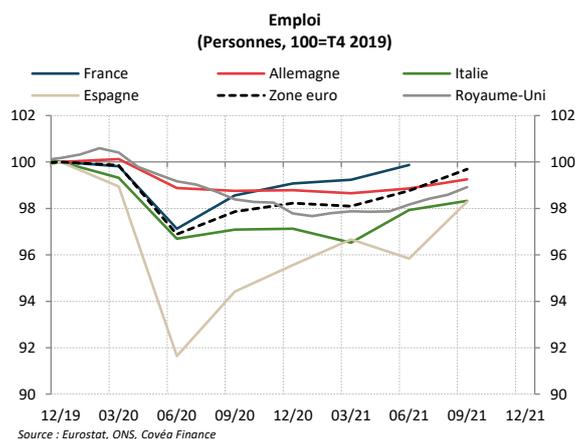


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'emploi poursuit sa reprise en Europe »

Cette semaine, les développements sanitaires occupent de nouveau le devant de l'actualité alors que les nouveaux cas de Covid augmentent tendanciellement en Europe. En Autriche, où le nombre de nouveaux cas dépasse de loin les pics des premières vagues, le gouvernement a décidé de confiner l'ensemble de sa population et a annoncé la vaccination obligatoire à partir du 1er février 2022. En Allemagne, le gouvernement fédéral a annoncé la mise en place de restrictions pour les personnes non-vaccinées dans les Länder les plus touchés.



Au troisième trimestre, les données consolidées pour la Zone euro confirment la reprise de l'emploi. Près de 1,5 million d'emplois ont ainsi été créés en Zone euro au cours du troisième trimestre, soit une progression de 0,9%. Avec ces deux trimestres de création, l'emploi s'approche du niveau du quatrième trimestre 2019 mais demeure inférieur de 0,3% à son niveau d'avant-crise. A l'instar de l'activité, la situation apparaît hautement hétérogène entre les pays. L'emploi demeure ainsi inférieur de 1,8% environ au T4 2019 en Espagne et en Italie tandis qu'il est inférieur de 0,8% en Allemagne. En France, les données avancées suggèrent que l'emploi aurait retrouvé son niveau d'avant-crise (l'emploi salarié privé a dépassé le niveau du T4 2019 au troisième trimestre). Les créations d'emplois en France s'accompagnent également d'une hausse du taux de participation à la population active, ce qui reflète notamment un retour à la recherche d'emploi de personnes considérées comme inactives auparavant. Le taux de participation atteint ainsi 73,5% au troisième trimestre, un plus haut historique. Cette augmentation est plus marquée chez les jeunes, ce qui peut refléter une augmentation des contrats en alternance et des formations. Dans ce contexte, le taux de chômage reste relativement stable au troisième trimestre (à 8,1% selon l'INSEE, contre 8,0% au T2).

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	sept.-21	7,4	7,5	7,6	7,9
	Inflation IPCI, NCVS, GA%	oct.-21	4,1	3,4	1,2	0,3
	Inflation sous-jacente IPCI, NCVS, GA%	oct.-21	2,1	1,9	1,1	0,7
	PIB Vol, CVS, GA%	T3 21	3,7	14,2	1,6	-6,5
RU	Taux de chômage % de la pop. active	août-21	4,3	4,5	3,9	5,1
	Inflation IPC, NCVS, GA%	oct.-21	4,2	3,1	1,8	0,9
	Inflation sous-jacente IPC, NCVS, GA%	oct.-21	3,4	2,9	1,7	1,4

*Du 15/11/2021 au 21/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La seconde estimation de l'inflation en Zone euro confirme la forte accélération en octobre, avec une croissance annuelle des prix qui atteint 4,1% (contre 3,4% le mois précédent). Cette hausse est très largement attribuable à l'accélération des prix de l'énergie, avec une plus forte contribution des prix du carburant, du gaz et de l'électricité. L'inflation sous-jacente reste quasiment stable, à 2,0% (contre 1,9% le mois précédent). Ce niveau élevé traduit des divergences nationales assez importantes. L'inflation sous-jacente allemande atteint 2,8%, en raison notamment des effets de bases liés à la baisse temporaire de TVA au deuxième semestre 2020. Hors Allemagne, la hausse de l'inflation sous-jacente est plus modérée, à environ 1,2%.

Au Royaume-Uni, les données publiées sur la semaine renforcent les arguments en faveur d'une hausse de taux en décembre. Le marché du travail poursuit en effet son amélioration en septembre, avec une nouvelle baisse du taux de chômage, qui atteint désormais 4,3% en moyenne sur les trois derniers mois menant à septembre. Cette baisse traduit la progression continue de l'emploi qui reste néanmoins inférieur de 1,4% au niveau d'avant-crise. En revanche, le taux de participation reste stable à 78,9% (contre 79,8% en janvier 2020). Le marché du travail britannique montre toujours d'importants signes de tension. Le nombre d'emplois vacants atteint un nouveau plus historique à 1,170 million en septembre (contre 1,450 million de chômeurs sur la même période). Les tensions salariales se réduisent quelque peu en septembre. La croissance annuelle des salaires nominaux atteint 3,9% en septembre, après un pic de 7,5% en mai (et contre une croissance moyenne de 3,5% en 2020). Les effets de composition, liés à une plus faible part des emplois à faible salaire dans le total, continuent de tirer le chiffre à la hausse. Corrigé de cet effet, l'institut statistique britannique estime que la croissance des salaires atteindrait 3,4%. **Du côté des prix, l'inflation britannique accélère fortement en octobre et atteint 4,2%. Cette accélération était attendue mais est plus importante que prévu.** Cette hausse est généralisée mais reflète tout de même deux facteurs a priori temporaires : (1) les prix de l'électricité et du gaz, qui sont revus deux fois par an, ont été augmentés en octobre, renforçant ainsi l'accélération des prix de l'énergie et (2) la TVA, qui était passée de 20% à 5% dans l'hôtellerie et la restauration en juillet 2020, est repassée à 12,5% en octobre, entraînant une hausse des prix des services. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente accélère et atteint 3,4% (contre 2,9% le mois précédent). Au cours des mois à venir, l'inflation devrait continuer d'accélérer, sous les effets conjugués des prix des matières premières, des frictions liées aux contraintes d'approvisionnement et à l'augmentation des prix de l'électricité et du gaz (qui fera l'objet d'une nouvelle hausse en avril 2022). **Enfin, malgré l'accélération des prix, les ventes au détail se reprennent au mois d'octobre après plusieurs mois de recul.** Les ventes progressent ainsi de 0,9% relativement au mois précédent, tirées à la hausse par les ventes de textiles et des magasins hors-alimentaires, notamment les magasins de jouets, de sports et d'équipements électroniques. Cette hausse serait partiellement attribuable aux premières dépenses de Noël selon les détaillants interrogés.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

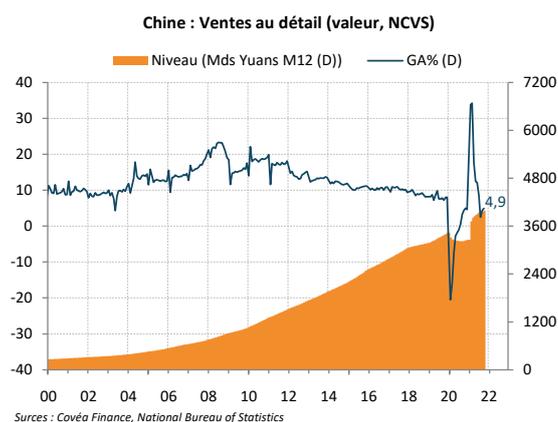
Asie

« Malgré le sursaut des données d'activité, les perspectives restent ternes pour l'économie chinoise »

Après plusieurs mois de ralentissement, les données d'activité chinoises rapportent un certain redressement en octobre. Ces chiffres positifs semblent néanmoins davantage s'expliquer par des facteurs temporaires alors que la tendance devrait rester pénalisée par les contraintes réglementaires, énergétiques et sanitaires. Le léger redressement de la **production industrielle** (3,5% en glissement annuel) reflète surtout la forte dynamique de la production minière sur le mois (6% en GA) qui semble profiter des mesures gouvernementales pour stabiliser l'approvisionnement de charbon. La production manufacturière maintient toutefois une évolution relativement faible (2,5% en GA). Elle reste en effet affectée par les contraintes réglementaires sur les activités polluantes et probablement aussi par la forte hausse des prix de production. Du côté des **ventes au détail**, l'activité se redresse également à 4,9% en GA ce qui peut notamment s'expliquer par la reprise de la restauration pendant la « Golden week » début octobre alors que les contraintes sanitaires, qui ont très probablement affecté la

consommation, sont surtout apparues dans la seconde moitié d'octobre et devraient se maintenir sur les prochains mois. En outre, **l'investissement** progresse sur le mois mais conserve une forte hétérogénéité dans sa ventilation. En effet, l'investissement manufacturier (10,1% en GA) continue de tirer fortement l'ensemble à la hausse ce qui semble refléter l'utilisation des profits réalisés pendant la crise sanitaire ainsi que la volonté d'étendre la numérisation, l'automatisation et la décarbonation de l'activité dans les entreprises. Cette dynamique sera aussi entretenue par les dispositifs de politique monétaire ciblés de la Banque centrale, notamment concernant les investissements verts. Par ailleurs, la Banque centrale chinoise a laissé son principal taux directeur inchangé à 3,85%, mais le rapport trimestriel de politique monétaire publié cette semaine suggère qu'un assouplissement monétaire pourrait intervenir dans les prochains mois.

Sur le plan politique, la semaine dernière a été marquée par la rencontre virtuelle entre Xi Jinping et Joe Biden. Sans surprise, aucun des différends majeurs entre les deux partis n'a été réglé lors de ces échanges. Les objectifs de cette rencontre étaient davantage de renforcer la communication et stabiliser les relations pour éviter toutes dérives conflictuelles. Les deux dirigeants ont également affiché leur volonté de coordonner leur action sur les éléments d'intérêt commun tels que la lutte contre l'épidémie et le changement climatique. Le point de tension le plus saillant semble avoir été la question taiwanaise. Joe Biden aurait averti que les Etats-Unis s'opposent fermement à toute tentative « unilatérale de changer le statu quo ou de porter atteinte à la paix et à la stabilité dans le détroit de Taïwan ». Xi Jinping aurait, pour sa part, déclaré que les partisans de l'indépendance de Taïwan et leurs soutiens « jouent avec le feu » et que s'ils franchissaient les lignes rouges de la Chine, elle devrait « prendre des mesures décisives ». Par ailleurs, dans ce contexte de tensions internationales, le Parti communiste chinois a adopté une résolution sur son histoire, renforçant le pouvoir de Xi Jinping et le plaçant au même niveau que Mao Zedong et Deng Xiaoping.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2019	Moy. 2020	
JP	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	sept.-21	-0,5	-3,2	0,1	1,0
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	sept.-21	-2,3	7,1	-2,7	-10,6
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	oct.-21	0,1	0,2	0,5	0,0
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	oct.-21	-0,7	-0,5	0,6	0,2
	Exportations	Vol, CVS, GA%	oct.-21	11,4	12,5	-5,7	-11,5
	Importations	Vol, CVS, GA%	oct.-21	30,0	35,2	-4,7	-14,1
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	oct.-21	6,1	7,3	5,4	2,9
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	oct.-21	3,5	3,1	5,8	3,4
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	oct.-21	4,9	4,4	8,1	-2,9

*Du 15/11/2021 au 21/11/2021

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, le commerce extérieur reste affecté par les contraintes d'approvisionnement. Les données d'octobre de la Banque du Japon rapportent en effet des exportations atones (-0,1% en glissement mensuel, volume), après le déclin marqué de septembre (-6,6%). Les exportations d'automobiles, qui avaient lourdement chuté en août et septembre, se sont quelque peu reprises sur le mois (+4,8%). Les importations enregistrent en revanche une forte contraction (-5,4%) qui reflète notamment la volatilité des importations de produits pharmaceutiques (dont les vaccins).

Au niveau des prix, l'inflation japonaise s'établit à +0,1% en glissement annuel en octobre, après +0,2% en septembre. L'inflation sous-jacente, qui exclut les produits alimentaires et de l'énergie, s'enfonce en territoire négatif avec -0,7% en octobre, après -0,5% en septembre. Cette faible croissance des prix peut s'expliquer à la fois par des mesures gouvernementales, comprenant notamment la réduction du prix des forfaits téléphoniques à partir de 2021, mais également par des anticipations d'inflation faible très ancrées, qui expliquent en partie pourquoi la hausse des coûts de production ne s'est pas reflétée sur les prix à la consommation.

Enfin, le gouvernement japonais a dévoilé les détails de son plan de relance, d'un montant de 430Mds€, pour faire face aux effets prolongés de la crise du Covid-19. Ce plan s'inscrit dans la volonté du Premier Ministre F. Kishida de mettre en œuvre un « nouveau capitalisme », à travers des mesures majoritairement redistributives. Ainsi, les mineurs provenant des familles les plus modestes recevront une aide de 780€, tandis que les PME qui ont été touchées par la crise pourront recevoir une subvention d'environ 20 000€. Enfin, les salaires mensuels de certaines professions (aides-soignants, infirmiers, personnel des écoles) seront augmentés de 1 à 3 % par rapport aux niveaux actuels.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Eloïse Girard-Desbois

Assistante Recherche économique



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.