

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

07 mars 2022

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Gouverner, c'est choisir

Le continent européen est une nouvelle fois le terrain d'affrontements meurtriers qui rappellent les 10 ans de guerre aux Balkans à la fin du siècle précédent. Un épisode où l'Union européenne et les Etats-Unis s'étaient déjà opposés à la Russie, notamment sur la question de la souveraineté du Kosovo et de la place de la Serbie. Une Serbie qui, bien que candidate à l'adhésion à l'Union Européenne, est d'ailleurs le seul pays européen à ne pas imposer de sanctions à Moscou.

Un fait: la Russie semble s'inscrire aujourd'hui dans une vision géopolitique de long terme. Assurée du soutien calculé de la Chine, elle s'arrime à l'Asie, « continent du 21ème siècle » comme nous nous en avons eu l'intuition en 2012, à travers cette alliance eurasiennne sino-russe. Et l'Ukraine fait les frais de ce retour de l'Histoire dans laquelle s'affrontent 2 visions du monde. Des conceptions de l'organisation de nos sociétés qui rappellent les tiraillements d'est en ouest sur les questions sociétales au sein même de l'Europe ces dernières années.

Un certain sentiment d'impuissance ou d'inadéquation des moyens militaires a ravivé le débat sur les budgets des Armées. Un constat de faiblesse, confirmé par la dernière mission parlementaire de la commission de la Défense nationale française. Les allocations destinées à la Défense devraient donc augmenter dans les prochains arbitrages budgétaires. Un défi, à l'heure où la France a déjà atteint un niveau extrême de dépenses publiques au sortir de la pandémie et alors que l'unité de l'Union Européenne risque de se fissurer quant au calendrier et aux modalités du retour au Pacte de stabilité et de croissance. Or, si ces investissements militaires se font aux dépens des mesures sociales, la cohésion nationale pourrait à nouveau être menacée sur fond de crise énergétique. Une solution résiderait dans un financement mutualisé dans le cadre d'émissions supranationales. Mais cela représenterait un danger de perte de maîtrise d'un élément régalien fondamental, notamment pour la France qui est la seule puissance nucléaire de l'Union depuis le Brexit et qui siège de façon permanente, en son nom, au conseil de sécurité des Nations Unies. Pourtant, alors même que la France assure la Présidence du Conseil de l'Union Européenne, il semble qu'on assiste à un changement historique à la fois dans les principes de l'Union et dans les doctrines de pays membres ; l'Union fournira des armes et matériels à des belligérants sur des théâtres d'opérations, l'Allemagne investira 100Mds€ pour moderniser son armée et la Suède rompt avec la neutralité !

La poudrière des Balkans pourrait à nouveau s'enflammer à l'occasion du conflit ukrainien, alors que l'entité serbe de Bosnie Herzégovine montre des signes de provocation à visée sécessionniste. L'afflux de réfugiés d'Ukraine vers les différents pays frontaliers pourrait par ailleurs exacerber aussi des tensions multiples. Autant d'éléments de nature à ralentir un retour au monde d'avant... et créer les conditions d'un embryon de défense européenne au prix d'abandons de souveraineté.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution
des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	04/03/22	10/11/21	T-12 mois	10/11/21	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,093	1,148	1,197	-4,8	-8,7
€ / £	0,826	0,856	0,861	-3,5	-4,1
€ / Yen	125,55	130,75	129,24	-4,0	-2,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	118	83	67	42,9	77,0
Indice CRB*	623	570	487	9,2	27,8
Prix de l'once d'Or	1 967	1 848	1 701	6,4	15,6
Prix de la tonne de cuivre	10 674	9 533	8 908	12,0	19,8
Indice Baltic Dry**	2 148	2 861	1 779	-24,9	20,7
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 747	4 536	2 869	4,7	65,5

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

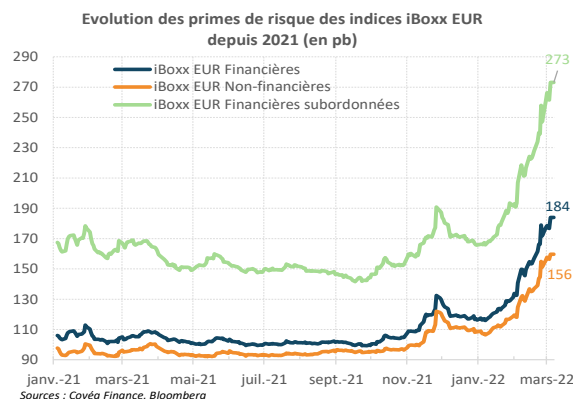
L'analyse des marchés :

La semaine a été marquée par une baisse sensible de l'ensemble des taux souverains, effaçant ainsi la totalité des hausses observées depuis fin janvier. La volatilité est extrême en Europe, avec des amplitudes de baisse de taux sur une même journée supérieures à celles observées pendant la crise de l'Euro. Le taux allemand à 10 ans repasse ainsi en territoire négatif à -0,07% en baisse de 27 pbs sur la semaine. Le mouvement est encore plus notable sur la partie courte de la courbe alors que les attentes de normalisation de la politique monétaire de la BCE sont revues à la baisse, même si le conflit accentue l'inflation. Les taux réels européens ont d'ailleurs atteint des plus bas historiques à -2,6% sur l'Allemagne 10 ans, avec des points morts d'inflation en hausse à 2.4%.

Aux Etats-Unis, la baisse sur le taux 10 ans est de même ampleur qu'en Europe (-27 pbs à 1.71%), mais le mouvement est limité sur le 2 ans, à -12 pbs du fait du maintien des prévisions de hausses de taux de la Fed, ancrées par le dernier discours de J Powell.

Le différentiel de politique monétaire entre les deux zones et la sortie des investisseurs de l'Euro, renforcent le dollar qui clôture la semaine à 1,09.

Enfin, sur le crédit, le marché primaire est quasiment à l'arrêt, avec une liquidité fortement réduite. Les primes de risques sont à l'écartement surtout sur le marché du Haut-rendement dont l'indice synthétique ITraxx cross-over approche des 400 pbs à 398 pbs. Sur la catégorie investissement l'écartement se limite pour le moment à 15 pbs.



Le Focus de la semaine : de nouveaux risques sur le système bancaire européen .

Alors que les banques commencent à tirer les premiers bénéfices liés à la sortie du Covid, la crise actuelle les met à nouveau dans une situation délicate. C'est ce que traduit la sous-performance actuelle des dettes senior et subordonnées .

Certes, leurs expositions directes en Russie et Ukraine à travers leurs filiales locales et leur activité de banque commerciale ou d'investissement ne concernent que quelques banques, et l'amélioration de la qualité de leur bilan en termes de liquidités et de fonds propres, devraient leur permettre de faire face au risque de pertes sur les montants engagés.

Cependant, de nouveaux risques prennent le dessus. Tout d'abord, la mise en place et la gestion de sanctions renforcées contre la Russie, peuvent déclencher des risques opérationnels affectant le système bancaire global, en même temps que des risques de réputation sur certaines opérations. Les implications de l'arrêt des transactions avec les banques russes sont encore inconnues et pourraient menacer la stabilité financière.

A cela s'ajoute des revenus sous pression : le ralentissement probable de la croissance impactera à la baisse leur activité. De surcroît, le coût du risque devrait progresser avec des clients fragilisés par un probable ralentissement économique, la perte de leurs débouchés en Russie et Ukraine, et des matières premières toujours plus chères. Enfin, l'aversion pour le risque empêchera les banques de se délester des milliards d'euros de prêts pour LBO dans lesquels elles se sont engagées et qui en temps normal sont le plus souvent revendus aux investisseurs.

La capacité des banques et du système bancaire dans son ensemble à faire face à cette situation inédite est scrutée de près par les régulateurs. Les filiales des banques russes en Europe sont autrement à risque : la BCE a déjà estimé que la filiale européenne de la banque russe Sberbank (13 Md€ d'actifs), qui fait face à d'importantes demandes de retraits en Autriche et dans ces autres implantations en Europe de l'Est, est sur le point de faire défaut, déclenchant ainsi la garantie des déposants de 100.000 euros.

Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	04/03/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	10/11/21	31/12/21	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
BCE - Taux Repo	0,00	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	0,00		
Banque d'Angleterre	0,50	0,50	0,10	0,25	0,10	0,00	0,40	0,25	0,40	0,40		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans												
Etats-Unis	1,73	1,96	1,55	1,51	1,56	-23	18	22	17	25	25	42
Allemagne	-0,07	0,23	-0,25	-0,18	-0,31	-30	18	11	24	68	23	23
France	0,43	0,71	0,11	0,20	-0,06	-27	32	24	50	105	59	59
Italie	1,54	1,83	0,94	1,17	0,74	-30	60	37	80	165	72	72
Royaume-Uni	1,21	1,46	0,93	0,97	0,73	-25	28	24	48	16	24	24
Japon	0,16	0,21	0,06	0,07	0,13	-5	10	9	3	20	68	68
Crédit												
Indice Itraxx Main	82,6	67,6	48,9	47,8	48,5	15,0	33,7	34,9	34,1			
Indice Itraxx Crossover	398,8	332,1	248,0	241,7	250,6	66,8	150,8	157,1	148,3			

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) est en baisse de plus de 10%. Malgré de l'optimisme en début de semaine, le conflit en Ukraine s'est intensifié. Nous sommes au douzième jour d'un conflit qui semble s'enliser. Le Kremlin a mentionné samedi que les sanctions économiques occidentales s'apparentaient à une déclaration de guerre.

En termes de performances sectorielles, le secteur de la santé a limité sa baisse à -5%, dans un contexte de recherche de valeurs peu sensibles au cycle.

A l'inverse, les investisseurs, avertis au risque, ont vendu les banques à cause de l'exposition du secteur à la Russie, l'exclusion de banques russes du réseau SWIFT et la crainte de hausses des provisions pour créances douteuses si le contexte macroéconomique venait à se dégrader.

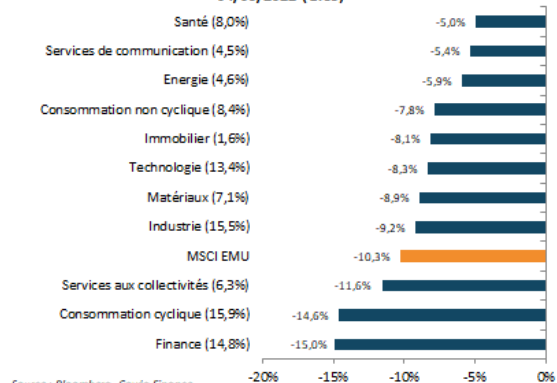
Les sociétés exposées au secteur de la défense ont été recherchées, expliquant la hausse du titre Thales de 17% et celle de Dassault Aviation. En bas du classement, nous trouvons des valeurs exposées à la Russie telles la banque Raffaisen, la société italienne de service au collectivités Uniper et les cycliques telles Faurecia.

En termes géographiques, la Norvège domine le classement grâce au secteur énergétique, tout comme le Danemark et la Suisse dont les cotes sont exposées au secteur de la santé.

A l'inverse, l'Autriche et la Finlande continuent de souffrir du fait de leur proximité économique et géographique avec l'Europe de l'Est.

Enfin l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap affiche une baisse un peu plus limitée que les grands indices sur la semaine, tout en conservant son avance depuis le début de l'année.

Performances sectorielles du MSCI EMU du 25/02/2022 au 04/03/2022 (GICS)



Le Focus de la semaine : l'essor de l'externalisation des services informatiques ou « cloud computing »

Les thèmes porteurs d'avenir et notamment les sociétés qui permettent le changement sont au cœur de nos Perspectives Economiques et Financières.

A ce titre, le « cloud computing » permet la transformation numérique des entreprises. Il correspond à l'accès aux services informatiques (serveurs, stockage, mise en réseau, logiciels) via Internet ou un réseau privé (le nuage ou « cloud »), à partir d'un fournisseur.

Le « cloud computing » enregistre une croissance de ses revenus d'au moins 30% par an depuis plus de 10 ans et représente en 2021 un marché de plus de 170 milliards de dollars. Plus aucun secteur n'échappe à cette transition. Ainsi, Stellantis a annoncé en janvier 2022 un partenariat avec Amazon pour le stockage de données en ligne pour ses véhicules connectés. Renault a fait de même un an plus tôt avec Google de même que LVMH dans le luxe ou Carrefour dans la distribution. Dans le secteur bancaire, Société Générale a commencé à migrer des données sur les plateformes de Microsoft.

L'engouement des entreprises pour les services de « cloud » s'explique d'une part par l'essor des visioconférences ainsi que des services de streaming. C'est pourquoi les dépenses vers les grands noms de la technologie tels Zoom ou Salesforce.com dépassent celles vers les fabricants traditionnels de matériel informatique. D'autre part, l'externalisation du stockage de données est un important moteur d'économies sur les dépenses informatiques des entreprises. Ainsi, la centralisation des serveurs et l'automatisation des tâches de maintenance autrefois réalisées par des informaticiens permettent d'importantes économies d'échelle. Le marché n'en est qu'à ses débuts. Selon le dirigeant d'Amazon Web Services, la grande majorité de l'activité informatique des entreprises n'a pas encore réalisé cette transition ; seulement 15% des dépenses informatiques ont migré vers le « cloud ».

Pourtant, les derniers événements tragiques en Ukraine et la cyberguerre nous rappellent les enjeux de sécurité informatique des entreprises et les faiblesses concomitantes à la délocalisation des serveurs.

Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	04/03/22	J-7	10/11/21	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	127,3	141,9	155,2	154,1	132,9	-10,3	↓	-18,0	↓	-4,2
MSCI EMU Mid Cap	906	998	1 096	1 094	977	-9,2	↓	-17,4	↓	-7,3
MSCI EMU Small Cap	397,0	448,3	504,3	487,4	450,6	-11,4	↓	-21,3	↓	-11,9
MSCI Europe	141,1	151,7	160,1	161,7	136,6	-6,9	↓	-11,9	↓	3,3
France CAC40	6 062	6 752	7 045	7 153	5 831	-10,2	↓	-14,0	↓	4,0
Allemagne DAX30	5 517	6 137	6 789	6 696	6 063	-10,11	↓	-18,7	↓	-9,0
Italie MIB	22 465	25 773	27 561	27 445	23 093	-12,8	↓	-18,5	↓	-2,7
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	6 987	7 489	7 340	7 385	6 651	-6,7	↓	-4,8	↓	5,1
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 460	8 914	8 572	8 777	7 722	-5,1	↓	-1,3	↓	9,6

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

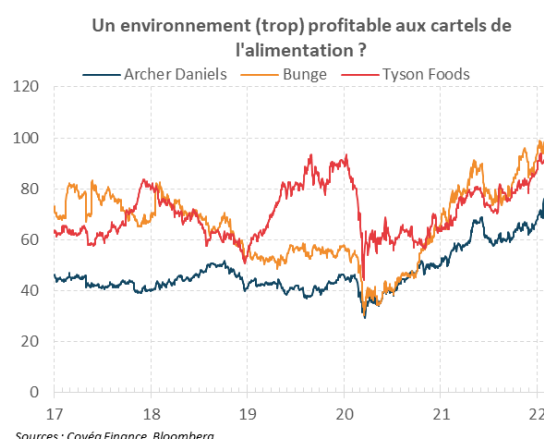
L'analyse des marchés :

En **Asie**, les principaux marchés ont clôturé la semaine sur des notes contrastées. Les marchés des grandes économies sont orientés à la baisse, notamment le Japon, Hong Kong et la Chine ainsi que l'Inde. A contrario, l'Australie affiche la meilleure performance grâce à son exposition aux matières premières, avec des valeurs comme Woodside Petroleum, Santos, BHP et Rio Tinto qui progressent fortement. La Malaisie, l'Indonésie et la Thaïlande bénéficient également de leurs expositions aux matières premières (huile de palme, charbon et gaz naturel). Du côté des baisses, le marché japonais est pénalisé par sa forte sensibilité au secteur de la consommation cyclique qui représente plus de 20% de l'indice Nikkei 300. Les événements en cours aggravent les tensions sur les approvisionnements énergétiques, influant sur les changements structurels qui redéfinissent les priorités stratégiques des Etats. Dans ce cadre, le président coréen MOON Jae-In a donné l'autorisation de réactiver des réacteurs nucléaires fermés, motivant cette décision par des impératifs stratégiques.

Aux **Etats Unis**, le S&P 500 termine en baisse de 1,3%, fragilisé par la détérioration de l'environnement géopolitique. Il résiste toutefois mieux que certaines zones, bénéficiant de rapatriements de capitaux. Cela se traduit par des disparités sectorielles très fortes avec des valeurs exposées à l'énergie en large surperformance. On notera que dans la distribution, Target et Nordstrom se sont distingués par des publications de résultats remarquables, Costco faisant également état de ventes et de marges solides. A l'inverse, les financières baissent lourdement, impactées par l'incertitude sur les risques mondiaux et par la trajectoire baissière des rendements américains, cela malgré les déclarations de Jérôme Powell qui confirme vouloir procéder à plusieurs remontées de taux. Les valeurs technologiques et notamment les semi-conducteurs souffrent des craintes d'une aggravation des difficultés d'approvisionnement, de même que le secteur de l'automobile (constructeurs et équipementiers) dont l'exposition aux matières premières est considérable. Les valeurs liées aux paiements (Visa, Mastercard et Paypal) sont aussi touchées par la dégradation des perspectives sur les échanges mondiaux.

Le Focus de la semaine : L'inflation des prix alimentaires : des coûts qui progressent, des cartels trop puissants et des politiques qui s'inquiètent !

Impactés par des coûts en forte progression, les prix alimentaires à la production affichent encore une hausse de 14,3 % en janvier. L'indice des prix alimentaires à la consommation suit cette tendance, progressant de 7%. La sous-catégorie dans laquelle les prix ont le plus augmenté est celle des protéines animales regroupant les viandes, la volaille, les poissons et les œufs, en hausse de 12,2 %. Le président Joe Biden s'est exprimé sur ce sujet dans une allocution du 3 janvier, pointant notamment la structure oligopolistique de ce marché qui entraîne des pratiques délictueuses allant jusqu'à des ententes défavorables aux éleveurs, aux agriculteurs et aux consommateurs. En effet, ce secteur, dominé par 4 grandes entreprises de transformation et de conditionnement (Cargill, Tyson, JBS et National Beef) concentre 85% du marché de la viande de bœuf et 54% de celui du poulet. Signe de ce pouvoir de fixation des prix, Tyson Foods a dernièrement publié une hausse de ses ventes de 24% (volumes stable, mais prix moyens en hausse de près de 20%). Dans le but de renforcer la concurrence, l'administration américaine souhaite mobiliser un milliard de dollars pour soutenir le développement d'infrastructures de transformation et de conditionnement « indépendantes ». Mais ce sujet de l'inflation alimentaire et de la concentration du pouvoir de fixation des prix dans les mains de quelques entreprises a traversé les frontières. Ainsi, la Chine stigmatise de son côté les 4 grands courtiers de matières premières agricoles qui se partagent entre 75% et 90% des échanges de blé, de maïs et de soja. L'administration chinoise, qui a fait de la sécurité alimentaire une de ses nombreuses priorités, souhaite voir émerger un leader national, Cofco (qui va reprendre les capacités de broyage de Sinograin) pour enrayer la dépendance aux groupes américains Archer Daniels Midland, Bunge et Cargill, ainsi qu'au français Louis-Dreyfus. Deux Etats, mais un même combat : contenir l'inflation alimentaire qui est source d'instabilité politique, un sujet qui passe par le retour de la sphère publique dans l'organisation des échanges et qui est d'autant plus critique avec la crise Ukrainienne et les conséquences évoquées la semaine dernière sur les prix des matières premières agricoles. Un axe important de la déclinaison de nos perspectives économiques et financières autour des changements structurels qui redéfinissent les priorités des Etats.



Nourit Teboul

Gérante Actions Amérique



Jean Paul Poggi-Pizzini

Gérant Actions Emergents



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	04/03/22	J-7	10/11/2021	31/12/21	T-12 mois	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	4 329	4 385	4 647	4 766	3 768	-1,3	-6,8	-9,2	14,9	1,3	-1,5	-5,9	26,5
Etats-Unis - Dow Jones	33 615	34 059	36 080	36 338	30 924	-1,3	-6,8	-7,5	8,7	1,3	-1,5	-4,1	19,7
Etats-Unis - Nasdaq	13 313	13 695	15 623	15 645	12 723	-2,8	-14,8	-14,9	4,6	-0,2	-9,9	-11,8	15,2
Japon Nikkei 300	378	396	422	420	378	-4,6	-10,5	-10,0	0,0	-2,0	-7,1	-7,0	2,4
Corée du Sud KOSPI	2 713	2 677	2 930	2 993	2 651	1,4	-7,4	-9,3	2,3	2,3	-5,2	-8,7	3,8
Chine - Shanghai	3 448	3 373	3 507	3 640	3 373	2,2	-1,7	-5,3	2,2	5,3	5,0	-0,8	15,4
Hong Kong Hang Seng	21 905	22 767	24 813	23 398	29 237	-3,8	-11,7	-6,4	-25,1	-0,9	-7,6	-2,8	-18,5
Marchés Emergents - MSCI	1 145	1 172	1 274	1 232	1 346	-2,3	-10,2	-7,1	-15,0	0,3	-5,0	-3,7	-6,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Guerre en Ukraine : les nouveaux défis du secteur aérien

La pandémie de Covid-19 a été dévastatrice pour le secteur aérien ces deux dernières années. D'après l'Organisation de l'aviation civile internationale, en 2021 la pandémie a entraîné une réduction globale de 40% des sièges offerts par les compagnies aériennes et de 49% des passagers (soit une baisse de 2,7 milliards de passagers) par rapport à 2019. En Europe, le coefficient de remplissage des compagnies aériennes européennes était de 61,3% et 61,7% en moyenne en 2020 et 2021 contre 85,3% en 2019¹.

Les lignes aériennes font aujourd'hui face à une nouvelle épreuve avec la guerre en Ukraine.

Premièrement, l'augmentation des prix du pétrole devrait augmenter leurs coûts, le carburant étant l'un des plus importants postes de coûts pour les compagnies aériennes. Notons que le coût par siège kilomètre offert (SKO) pour les compagnies européennes, carburant inclus, était de 9 centimes en moyenne en 2021, avec un prix moyen du kérosène de 74 dollars le baril, contre 5,6 centimes en 2019¹. Le kérosène a franchi les 110 dollars le baril au début du mois de mars 2022 et pourrait continuer à augmenter à la suite des sanctions imposées contre la Russie. Les compagnies aériennes utilisent généralement des contrats de couverture pour se protéger du risque de volatilité du prix du carburant. Cependant ces contrats ne couvrent pas toute la consommation de l'année. Les compagnies devront donc probablement subir des coûts de kérosène plus élevés plus tard cette année.

Deuxièmement, les lignes aériennes ne sont plus autorisées à survoler l'espace aérien russe. En conséquence, les vols vers l'Asie sont plus compliqués et doivent contourner le territoire russe (+2 heures pour un vol Paris- Tokyo à titre d'exemple pour Air France). Ils deviennent aussi plus consommateurs de kérosène et donc plus chers, ce qui pourrait impacter négativement la demande et forcer des compagnies à annuler certaines destinations.

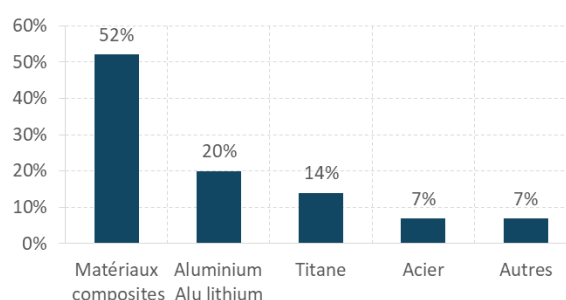
Enfin, comme durant la pandémie, les compagnies aériennes pourraient être amenées à reporter, ou même annuler, des commandes d'avions affectant ainsi l'industrie aéronautique et des avionneurs comme Airbus ou Boeing. Notons qu'Airbus a livré 611 avions en 2021, soit une amélioration de 8% par rapport à 2020. Malgré leur situation financière dégradée, les compagnies aériennes ont continué à commander des avions en 2021 car les nouveaux appareils consomment moins de carburant permettant aux compagnies d'être plus compétitives et de réduire leurs émissions de CO₂. Les livraisons d'Airbus étaient cependant à des niveaux environ 30% inférieurs à ceux d'avant la pandémie.

Au-delà du pétrole, l'industrie aéronautique devra aussi faire face à des coûts de matières premières plus élevés et à des risques au niveau de l'approvisionnement de certains matériaux comme le titane. Il contribue à la baisse du poids des avions et se retrouve dans un grand nombre d'endroits (ailes, ailerons sur la queue, moteurs, trains d'atterrissage, etc.). Le prix de l'aluminium² a augmenté de près de 32% depuis le début de l'année. Le titane représente un pourcentage important des matériaux utilisés pour construire un avion moderne (14% pour l'Airbus A350, 15% pour le Boeing 787).

Au-delà du prix, le conflit pose au la question de l'approvisionnement. La société minière Russe VSPMO contrôle 25% du marché du titane et elle est un important fournisseur d'Airbus, Boeing, Safran, Rolls-Royce et Embraer. D'après « l'Airline Monitor », VSPMO fournirait 50% des besoins en titane d'Airbus et 30% de ceux de Boeing. Boeing a annoncé avoir suspendu ses achats de titane russe. Les avionneurs devront donc probablement se tourner vers d'autres fournisseurs pour leur approvisionnement en titane ce qui pourrait conduire à la poursuite de l'envolée du prix de ce métal.

Safran a indiqué dépendre de VSMPO pour 50% de ses approvisionnements en titane (moteurs et trains d'atterrissage) et avoir accru ses stocks de précaution récemment (les stocks déjà constitués permettant de tenir au moins jusqu'à l'automne). A noter qu'à court terme Safran peut poursuivre ses achats russes : le titane n'est pour l'heure pas concerné par un embargo. Safran va accélérer ses approvisionnements auprès de sources alternatives (US, Japon,...) Enfin, on notera que la Russie et l'Ukraine représentent environ 4% de la base installée Propulsion de Safran. Enfin, le groupe fournit également des moteurs sur certains hélicoptères russes.

Repartition des matériaux utilisés dans la construction d'un Airbus A350-900 XWB



Sources: Covéa Finance, Airbus.

¹ : Bloomberg Intelligence, moyenne utilisant des données trimestrielles. Compagnies aériennes: Air France-KLM, Deutsche Lufthansa, IAG, Ryanair, SAS, Norwegian Air Shuttle, Finnair, Wizz Air, Icelandair Group, Turkish Airlines.

² : LME aluminium.

Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier



Victor Labate

Analyste financier et extra financier

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'emploi s'inscrit encore en forte hausse en février »

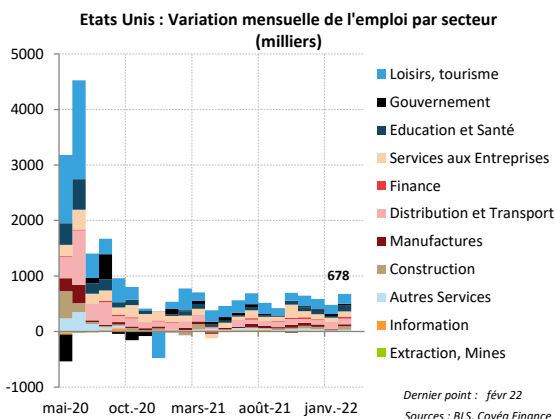
Le marché du travail américain poursuit son amélioration et surprend encore une fois à la hausse au mois de février. Le secteur privé non agricole enregistre 678 000 créations de postes au mois de février. Par rapport au niveau d'avant crise, le marché du travail reste encore en retrait de 1,4% (soit un déficit de 2,1 millions d'emplois). La vigueur des embauches en février a encore concerné essentiellement les services (550 000 créations), et plus particulièrement le secteur du tourisme et du loisir. La construction enregistre également une hausse importante, avec 60 000 emplois créés. L'industrie manufacturière enregistre une dynamique plus modeste, avec 36 000 créations sur le mois. Le taux de chômage poursuit sa décrue et atteint 3,8%, proche du plus bas atteint avant crise. Le taux de participation s'inscrit pour sa part en augmentation et atteint 62,3% en février. Il demeure toutefois inférieur de 1,1 point de pourcentage à son niveau d'avant crise.

Enfin, et pour la première fois depuis juin 2020, les salaires stagnent en février.

A l'occasion de son audition devant le Congrès en vue d'un second mandat au poste de Président de la Réserve fédérale (Fed), **Jerome Powell a confirmé que le comité de politique monétaire est sur le point de relever le taux directeur lors de la réunion du 15 et 16 mars.** M. Powell a cité le niveau d'inflation, un marché du travail extrêmement tendu et une demande forte pour justifier le resserrement monétaire. Il a par ailleurs souligné que le comité reste très attentif au risque de pressions inflationnistes supplémentaires. Concernant le conflit russo-ukrainien et les sanctions mises en place, le Président de la Fed estime qu'il est trop tôt pour juger de leur impact sur l'économie américaine.

Du côté des données d'enquête, à l'image du PMI markit publié la semaine précédente, l'ISM manufacturier progresse en février, passant de 57,6 à 58,6 points, sous l'effet d'une hausse de la composante nouvelles commandes et dans une moindre mesure de la composante production. On peut relever un redressement assez net des commandes à l'export sur le mois. L'emploi fléchit néanmoins et les délais de livraison repartent légèrement en hausse après 3 mois de modération, signe d'une poursuite des difficultés d'approvisionnement. Les prix payés restent également sur des niveaux élevés. **En revanche, l'ISM non manufacturier surprend à la baisse et recule de 2,4 points pour atteindre 56,5 en février.** Bien qu'il s'agisse de son troisième mois consécutif de recul, l'ISM non-manufacturier demeure sur un niveau élevé, indiquant une amélioration du climat des affaires relativement au mois précédent. Le recul de l'indice reflète une moindre progression de l'activité et des nouvelles commandes. Enfin, l'enquête rapporte un recul des embauches sur le mois, à rebours des résultats du rapport d'emploi de février.

Dans l'immobilier, les dépenses de construction ont maintenu leur dynamisme en janvier avec une progression mensuelle de 1,3%. Les croissances relevées en novembre et décembre ont par ailleurs été révisées en hausse. Sur le mois de janvier, la dynamique a été favorable à la fois dans le



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Manuf.	Indice	févr.-22	58,6	57,6	52,5	60,6
ISM Services		févr.-22	56,5	59,9	54,3	62,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	févr.-22	75,6	76,1	54,0	83,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	févr.-22	61,7	57,9	54,0	64,3
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	févr.-22	66,1	64,6	61,6	72,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	janv.-22	13,6	14,6	-10,4	16,8
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	janv.-22	3,7	4,8	0,6	-1,7
Taux de chômage	% de la pop. active	févr.-22	3,8	4,0	8,1	5,4
Créations nettes d'emplois	Milliers	févr.-22	678	481	-774	562
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	févr.-22	5,1	5,5	4,9	4,2

*Du 28/02/2022 au 06/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

résidentiel et le non résidentiel (+1,3% respectivement). On peut relever que la construction progresse ces derniers mois à la fois sur ses jambes résidentielle et, non résidentielle, cette dernière ayant repris une dynamique haussière à partir du S2 2021. En rythme annuel, les dépenses de construction affichent un taux de croissance de plus de 8%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe

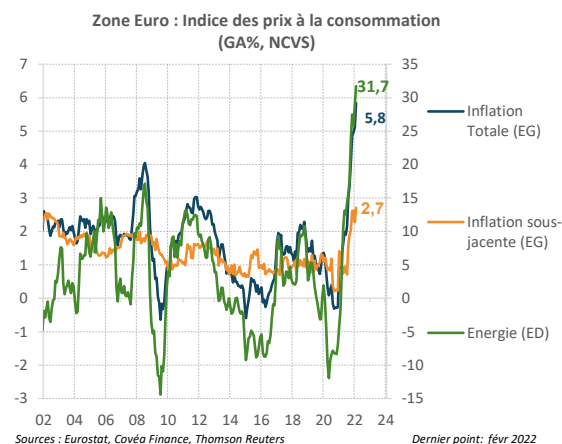


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'inflation surprend encore une fois à la hausse en février »

L'inflation continue d'accélérer et, atteint à 5.8%, un plus haut depuis la création de la Zone euro selon l'estimation préliminaire d'Eurostat de février. Une large partie de l'accélération s'explique toujours par la hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation. Ces deux composantes contribuent à hauteur de 70% à la croissance annuelle alors qu'elles représentent 32% du panier. Néanmoins, les tensions inflationnistes se diffusent également de plus en plus et ce en dépit de la disparition des effets de base liés à la TVA allemande. L'inflation sous-jacente atteint ainsi 2,7%, avec une accélération de la croissance des prix des biens industriels non-énergétiques. Les tensions sur les prix en amont restent par ailleurs très importantes, comme l'illustre la nouvelle hausse des prix à la production industrielle en janvier. Au cours des mois à venir, la très forte accélération des prix de l'énergie devrait continuer d'alimenter cette hausse des prix.



Les tensions sur le marché du travail restent importantes en Zone euro en janvier. Le taux de chômage poursuit sa baisse et atteint 6,8% un plus bas depuis la création de la Zone euro. L'amélioration du marché du travail est généralisée, avec un taux de chômage qui atteint des niveaux historiquement bas en Allemagne (3,1%) et en France (7,0%). Le taux de chômage baisse aussi en Europe du Sud (12,7% en Espagne et 8,8% en Italie) mais reste sur des niveaux élevés relativement aux plus bas atteints à la veille de la grande crise financière. Le taux de participation a par ailleurs retrouvé son niveau d'avant-crise dans la plupart des pays au T3 2021. Malgré ces tensions, les pressions salariales demeurent contenues pour le moment.

Les ventes au détail n'enregistrent qu'une modeste progression en janvier (+0,2%). D'après les informations préliminaires, le rebond des ventes au détail en Allemagne (+2,0% en janvier) semble avoir compensé le recul enregistré en France. Au cours des mois à venir, le pouvoir d'achat des ménages sera érodé par la très forte hausse des prix. Les anticipations d'inflation des ménages se situent d'ailleurs à un plus haut historique.

En France, la production manufacturière progresse au mois de janvier, avec un gain de 1,8% relativement au mois précédent. Cette hausse reflète notamment la très forte progression du secteur de la pharmacie (+20% sur le mois). En revanche, l'industrie du transport recule à nouveau sur le mois et reste en retrait de près de 30% relativement au niveau d'avant-crise. Au total, la production industrielle française manufacturière reste encore en dessous du niveau du quatrième trimestre 2019 (-3,6% environ).

En Allemagne, les flux commerciaux se replient au mois de janvier, mettant fin à plusieurs mois consécutifs de hausse. Le recul des

importations, plus important que celui des exportations, permet une légère hausse de l'excédent commercial. Ce dernier, à 9,4 Mds€ sur le mois, se situe toutefois sur un niveau relativement bas. Comme dans le reste de la Zone euro, le solde commercial allemand est érodé par la nette détérioration des termes de l'échange, lié notamment à la hausse des prix de l'énergie.

Le compte rendu de la réunion de politique monétaire du 3 février 2022 confirme le tournant plus restrictif des membres de la BCE. Un consensus s'est en effet dégagé sur l'augmentation de la probabilité d'une convergence de l'inflation vers sa cible à moyen terme. Dans ce contexte, certains membres ont considéré que les achats nets d'actifs et les taux directeurs négatifs n'étaient plus cohérents avec les données disponibles. Philip Lane, le chef économiste de la BCE, a souligné que les tensions salariales étaient toujours modérées, ce qui a poussé certains membres à noter qu'il n'y avait pour l'instant aucun signe naissant d'inflation d'origine interne (par opposition à une inflation alimentée par les prix de l'énergie et les contraintes sur l'offre). Cependant, d'autres membres ont estimé que les conditions pour un durcissement de la politique monétaire dès février étaient réunies. **Depuis la réunion, l'invasion de l'Ukraine par la Russie, et l'envolée des prix de l'énergie, est venue compliquer la tâche de la BCE.** Face à un choc qui devrait tirer l'inflation à la hausse mais aussi pénaliser la croissance, la BCE va devoir trouver un équilibre. Les dernières déclarations des membres du conseil des gouverneurs ont, en particulier, mis l'accent sur la nécessité de préserver la stabilité des conditions de financement.

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Taux de chômage	% de la pop. active	janv.-22	6,8	7,0	8,0	7,7
	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	janv.-22	8,3	2,7	-0,9	5,1
	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	févr.-22	5,8	5,1	0,3	2,6
	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	févr.-22	2,7	2,3	0,7	1,5
FR	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	janv.-22	-1,5	0,0	-10,7	5,7

*Du 28/02/2022 au 06/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

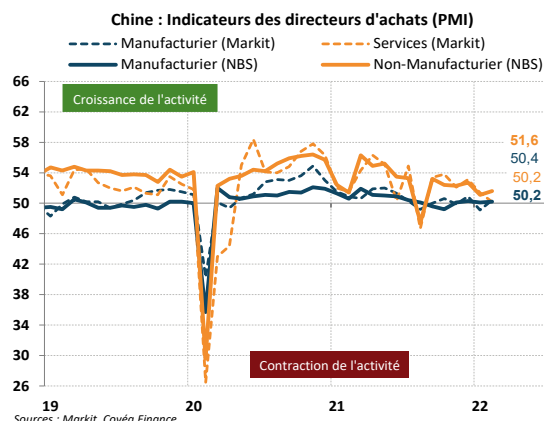
Asie

« Une nouvelle cible de croissance chinoise autour de 5,5% pour l'année 2022 »

La session annuelle de l'Assemblée nationale populaire de Chine a débuté le 5 mars. Cette réunion a été l'occasion pour le Premier ministre Li de fixer les grandes orientations économiques du pays pour 2022. La nouvelle cible de croissance du PIB pour 2022 a été annoncée autour de 5,5%. Elle est donc supérieure aux consensus des prévisions pour la période mais

reste la plus faible cible de croissance proposée depuis 1991. Elle était en effet de 6,5% en moyenne sur le dernier plan quinquennal et de 6% en 2021. En 2022, l'économie devrait bénéficier d'une impulsion budgétaire de 0,8% du PIB après la consolidation de 2021. La crise ukrainienne n'a pas été directement évoquée par le Premier ministre qui a néanmoins fait référence à la progression des risques et défis domestiques et extérieurs pour l'économie chinoise. En outre, les dépenses militaires enregistrent une forte hausse de 7,1% à 229 Mds\$ pour le budget 2022. Notons enfin que cette session de l'Assemblée nationale populaire devrait être l'occasion pour Xi Jinping de débiter son 3^{ème} mandat à la tête du pays.

Les enquêtes PMI, réalisées auprès des directeurs d'achat des entreprises chinoises, surprennent à la hausse en février. Les indices PMI manufacturiers, calculés par le Bureau national des statistiques chinoises (NBS) et par l'agence Caixin, sont désormais à des niveaux rapportant une légère expansion de l'activité, à 50,2 et 50,4 respectivement. Selon l'enquête, l'activité industrielle aurait profité d'une hausse de la demande domestique qui aurait bénéficié de la période du nouvel an lunaire. Cette progression de la demande aurait donc davantage pesé sur l'indice que le ralentissement de la composante production qui résulte également de cette période de congés exceptionnels. Du côté des services, l'activité aurait également tiré profit des célébrations et ce en particulier concernant les secteurs des transports et des loisirs mais les contraintes sanitaires ont continué de peser sur la croissance. Les PMI services du NBS et de Caixin s'inscrivent aussi en légère expansion à 50,5 et 50,2 respectivement.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice févr.-22	44,2	47,6	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice févr.-22	52,7	55,4	45,8	52,7
	Taux de chômage	% de la pop. act. janv.-22	2,8	2,7	2,8	2,8
	Prod. Industrielle	Vol. CVS, GA% janv.-22	-1,8	2,7	-10,6	5,8
CH	PMI Non-manufacturier	Indice févr.-22	51,6	51,1	52,6	52,9
	PMI Manuf.	Indice févr.-22	50,2	50,1	49,9	50,5

* Du 28/02/2022 au 06/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, le marché du travail a été affecté par le renforcement des mesures sanitaires en début d'année. Le taux de chômage est légèrement remonté en janvier et atteint 2,8%, après 2,7% en décembre tandis que le taux de participation s'établit à 61,7%, en baisse de 0,2 point par rapport au mois précédent. Dans le même temps, le ratio des offres d'emplois sur le nombre de candidats offre une vision plus encourageante, s'établissant à 1,2 en janvier, un plus haut depuis avril 2020.

En Australie, la croissance bénéficie du redressement de la consommation. Le PIB a rebondi de 3,4% en glissement trimestriel au T4 2021 après le déclin de 1,9% enregistré au T3. Cette forte croissance a été principalement tirée par la consommation des ménages qui a bénéficié de l'amélioration sanitaire. De fait, les progressions sont très marquées dans les services les plus exposés à l'épidémie tels que la culture et les loisirs, la restauration et l'habillement. En revanche, l'investissement et le commerce extérieur ont contribué négativement à la croissance au T4. Les exportations australiennes se sont maintenues à des niveaux historiquement élevés mais en modération par rapport aux points hauts du T3 2021, notamment en lien avec des perturbations dans le secteur de l'extraction minière. Sur l'ensemble de l'année 2021, l'Australie enregistre ainsi une croissance 4,2%. Début 2022, le retour de l'épidémie devrait freiner quelque peu l'activité mais les perspectives restent très bien orientées en lien avec des ménages qui restent en excès d'épargne, des exportations qui continueront de profiter de la hausse des prix des matières premières dans le contexte actuel et une bonne dynamique industrielle visible au niveau des derniers indicateurs d'enquête.

La Banque centrale Australienne (RBA) maintient sa politique inchangée. En dépit des bonnes performances économiques et de la forte dynamique des prix (inflation à 3,5% au T4 2021), la RBA a maintenu le statu quo à l'occasion de sa réunion de février 2022, après avoir annoncé la fin du programme d'achats d'actifs en janvier. Concernant la hausse des taux, les membres du comité de politique monétaire estiment qu'il est encore trop tôt pour conclure que l'inflation se situe « durablement » dans la fourchette cible qui est entre 2% et 3% alors que la croissance des salaires reste inférieure à la cible de 3% (2,3% au T4 2021).

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.