

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion & Recherche Economique

04 avril 2022

## Kim et le Grand jeu\*

Le conflit en Ukraine et l'examen des votes des résolutions de l'ONU ont fait apparaître le partage, en termes de populations concernées, entre les masses qui s'alignent sur l'ancien ordre et celles qui traduisent le ressenti du nouveau visage de la mondialisation. Un fait : avec l'Inde qui n'a pas condamné fermement la Russie (sa neutralité est dans la ligne historique de sa tradition diplomatique de « non alignés\*\* ») et la Chine, qui s'est abstenue aussi, c'est plus du tiers de la population mondiale qui n'est pas concerné par les mesures de rétorsion envers la Fédération de Russie.

L'Inde se rappelle à nous à l'ONU. Elle devrait aussi apparaître comme un recours pour combler le manque de blés russes et ukrainiens. Elle ambitionne en effet d'exporter 10Mtonnes dans l'année contre 6Mtonnes précédemment. L'Inde est le 2ème producteur de blé avec 14% de la production mondiale. Une position obtenue grâce à la « Révolution verte » lancée en 1966 et sur laquelle le gouvernement Modi veut capitaliser en favorisant l'exportation par des mesures volontaristes. Il faut noter que malgré la pandémie qui a causé un accroissement considérable des inégalités d'une société déjà cloisonnée, le parti nationaliste hindou au pouvoir a renforcé son avance lors des dernières élections régionales sur fond de tension avec son voisin, le Pakistan, autre puissance nucléaire. Un rival avec lequel les escarmouches sont nombreuses sur la ligne de partage du Cachemire, et les provocations régulières. La dernière en date faisait état d'un tir accidentel de missile...

Dans le grand jeu géostratégique qui se joue, l'Inde est confrontée à des dilemmes. Elle est l'alliée à la fois des Etats-Unis, de l'Europe et...de la Russie, son principal fournisseur de matériel militaire (85% de son arsenal) avec qui elle a de nombreux échanges de technologies. Du matériel nécessaire pour faire face à son problème chinois ! En conflit avec la Chine sur la ligne de démarcation tibétaine du Ladakh, l'armée indienne est sous la pression d'incursions de la zone démilitarisée. Des éléments qui l'avaient conduite à écorner sa neutralité et rentrer dans l'alliance quadripartite du QUAD (voir le suivi d'avril 2021 « La canonnière ») au côté des Etats-Unis, du Japon et de l'Australie. Mais il n'est toutefois pas question d'un alignement intégral avec les pays occidentaux. Sans s'afficher comme un pays qui aiderait la Russie à contourner les sanctions en accroissant significativement ses importations d'hydrocarbures et en prenant le risque de subir des « sanctions secondaires » américaines, elle ne veut pas renoncer à des achats opportunistes de pétrole d'Oural à prix cassés (-30\$ vs Brent) en roupies convertibles en roubles. Des achats qui pourraient emprunter SPFS, le système russe de messagerie financière alternatif à Swift...

Sur fond de remise en cause du multilatéralisme, notre environnement semble bien celui d'un monde coupé en 2 dans lequel les non-alignés auront aujourd'hui à choisir.

\* Kim : roman de Rudyard Kipling (1901) sur fond de la lutte d'influence entre les empires russe et anglais en Asie centrale. Une rivalité appelée Grand Jeu qui dura de 1813 à 1907.

\*\* Non alignés : mouvement né pendant la guerre froide (conférence de Bandung en 1955) sous l'inspiration de Messieurs Nasser, Tito et Nehru, soucieux de ne s'aligner ni sur les Etats-Unis, ni sur l'URSS.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



### Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis  
Europe  
Asie

### Focus de la semaine

« ...un monde coupé en deux... »



Sources : Covéa Finance, Bloomberg  
Base 100 au 04/04/2017

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	01/04/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,104	1,109	1,178	-0,4 ↓	-6,2 ↓
€ / £	0,842	0,844	0,851	-0,2 ↓	-1,1 ↓
€ / Yen	135,30	131,54	130,27	2,9 ↑	3,9 ↑
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	104	107	65	-2,1 ↓	60,9 ↑
Indice CRB*	633	626	505	1,1 ↑	25,3 ↑
Prix de l'once d'Or	1 919	1 943	1 727	-1,2 ↓	11,2 ↑
Prix de la tonne de cuivre	10 354	10 243	8 790	1,1 ↑	17,8 ↑
Indice Baltic Dry**	2 357	2 588	2 072	-8,9 ↓	13,8 ↑
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 434	4 540	2 869	-2,3 ↓	54,6 ↑

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 sur les marchés obligataires débute par les négociations entre la Russie et l'Ukraine qui alimentent les espoirs d'un accord de cessez-le-feu et renforcent l'optimisme des investisseurs financiers. Dans un deuxième temps, la baisse du cours du pétrole suite à l'annonce de la mise sur le marché d'une partie des réserves stratégiques des Etats-Unis inverse la tendance. Aux Etats-Unis, sur la maturité 10 ans, après un point haut à 2,55%, le taux à 10 ans termine à 2,38%, en baisse de 8 pb. La courbe est inversée sur le segment 2 ans-10 ans, avec un écart de -8 pb entre ces deux maturités. En zone euro, les taux à 10 ans de l'Allemagne et de l'Italie sont en baisse de 2 pb à 0,56% et à 2,09%, tandis que ceux de la France et de l'Espagne sont en hausse de 2 pb à 1,02% et à 1,47%.

Sur le marché du crédit, en Europe, les primes de risques diminuent de 7 pb à 130 pb pour la catégorie investissement et de 20 pb pour le haut rendement à 393 pb. Le marché primaire reste actif avec un total de 10 Mds€ émis sur la semaine, en ralentissement comparés aux 22 Mds€ émis la semaine précédente.

### Le Focus de la semaine : Taxonomie et obligations vertes

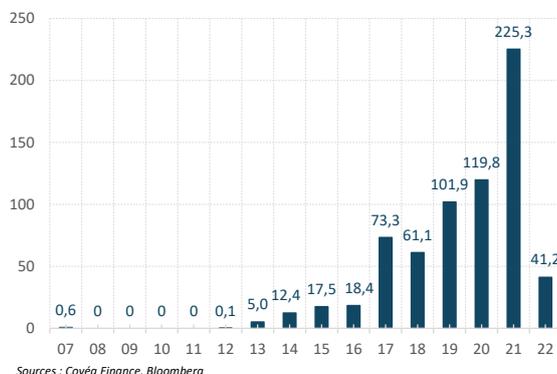
La taxonomie de l'Union Européenne classe les activités économiques selon leur contribution « positive » à l'environnement. Son objectif est d'orienter les flux financiers. Le 2 février 2022, la Commission Européenne a adopté l'acte délégué, complément à la Taxonomie de l'Union Européenne, qui intègre le gaz et le nucléaire comme « énergies de transition ». A cette même date, le texte a été transmis au Parlement Européen et au Conseil, qui disposent de quatre mois pour exprimer d'éventuelles objections avant que l'acte délégué entre en vigueur et s'applique. L'objection au texte de la Commission est possible dans les conditions suivantes :

- un vote à la majorité qualifiée renforcée pour le Conseil, soit au moins 20 États membres, représentant au moins 65% de la population de l'Union Européenne,
- ou un vote à la majorité de ses membres, soit au moins 353 députés, en plénière pour le Parlement européen.

Au travers de la taxonomie, se joue la possibilité d'émettre des obligations destinées à financer un projet « vert ». Le volume de ces émissions, libellées en euros, est en progression chaque année depuis 2007 pour atteindre 223,7 Mds€ en 2021, soit 6,5% des obligations émises libellées en euros. Le développement du gisement en euros devrait s'accélérer en parallèle de la transition énergétique. Le plan de relance de l'Union Européenne décidé à la suite de la pandémie, NGEU (Next Generation European Union), est financé en partie via des obligations vertes. L'intégration du gaz et du nucléaire dans la taxonomie pourrait également participer à cette dynamique. La volonté de l'Union Européenne de réduire ses approvisionnements en gaz en provenance de Russie implique de lourds investissements tels que la construction de nouveaux terminaux de regazéification et de nouvelles infrastructures de transport de gaz. De plus, le projet français de construction de six nouvelles centrales nucléaires pourrait également être financé sous ce format.

On notera que la « prime verte » perçue au travers de l'écart de rendement entre les émissions souveraines allemandes 2031, vertes et non vertes, qui présentent par ailleurs des caractéristiques en tous points comparables, s'établit désormais à 2 pb. Ce modeste écart de rendement reflète la demande pour ces titres mais aussi la considération de la Banque Centrale Européenne à leur égard. Cette dernière a annoncé en juillet 2021 à la suite de sa revue stratégique que les obligations vertes feraient l'objet d'un traitement distinct dans le cadre de futurs programmes d'achats d'actifs.

Montant d'obligations vertes libellées en euros émis par année (en Mds €)



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Matthieu Ohana

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)		
	01/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	17/03/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y	
<b>Taux directeurs</b>												
Réserve Fédérale Américaine	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,25			
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	0,75	0,75	0,75	0,25	0,10	0,00	0,00	0,50	0,65			
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
<b>Taux 10 ans</b>												
Etats-Unis	2,38	2,47	2,17	1,51	1,67	-9	21	87	71	-8	5	
Allemagne	0,56	0,59	0,39	-0,18	-0,33	-3	17	73	88	63	11	
France	1,02	1,02	0,84	0,20	-0,08	1	19	82	110	104	42	
Italie	2,09	2,08	1,90	1,17	0,63	1	19	92	146	177	47	
Royaume-Uni	1,61	1,70	1,57	0,97	0,80	-9	4	64	81	24	13	
Japon	0,23	0,24	0,21	0,07	0,11	-1	2	15	11	25	73	
<b>Crédit</b>												
Indice Itraxx Main	72,2	79,9	70,2	47,8	50,4	-7,7	2,1	24,5	21,8			
Indice Itraxx Crossover	338,4	368,5	334,3	241,7	245,2	-30,1	4,1	96,7	93,2			

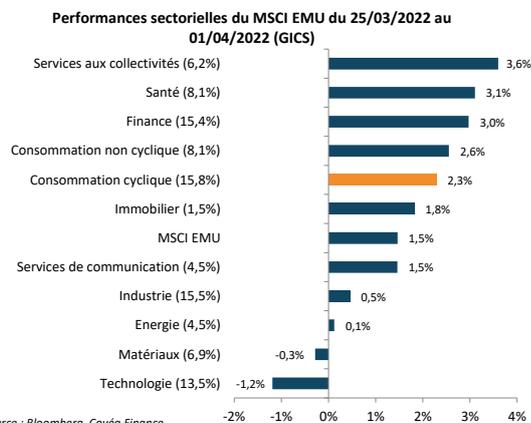
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# 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) affichent une performance de +1,50%, entre espoirs de détente du conflit Ukrainien et exigences russes sur le paiement du gaz en roubles. Le secteur des services aux collectivités (+3,6%) arrive en tête du classement compte tenu de l'affaiblissement du risque politique après l'annonce du gouvernement espagnol de ne pas appliquer de rétroactivité sur le plafonnement du cours de l'électricité. La Santé (+3,1%) est tirée par le rebond des sociétés Medtech qui bénéficient de l'accélération des cas covid. A l'inverse, le secteur de la technologie (-1,2%) se replie sur la semaine traduisant toujours une prudence par rapport aux sociétés à haut multiple de valorisation. La sphère des paiements baisse en particulier sur l'annonce par Apple d'internaliser ses paiements. Autre secteur dans le rouge cette semaine, celui des Matériaux (-0,3%) pénalisé par le recul d'Arcelor dans le contexte de la grève des camionneurs espagnols et de CRH, une cimenterie pour laquelle la hausse des coûts de l'énergie pourrait peser sur les marges. En termes géographiques, le Danemark (+5%) bénéficie de la forte pondération du secteur de la santé (Novo Nordisk +6%, Coloplast +7%, Demant +10%) et la Finlande (+3%) reflète la forte hausse de Neste (+18%) qui vient de nommer son nouveau directeur général et rassure sur ses marges de raffinage de diesel renouvelable. A contrario, la Norvège (-1%) termine la semaine en négatif, pénalisée par la dépréciation de la couronne norvégienne dans le contexte du repli du baril de pétrole.



### Le Focus de la semaine : L'atout de l'indépendance énergétique des entreprises

Nous poursuivons cette semaine notre analyse des conséquences du conflit ukrainien. Après avoir exposé la dépendance énergétique de nombreux pays qui pourraient maintenant se préparer à d'éventuels plans de rationnement du gaz face au risque de tarissement des approvisionnements en gaz russe, c'est au tour des entreprises de communiquer sur le sujet. Les industries à forte intensité énergétique sont les premières victimes de l'envolée du coût de l'énergie. L'inflation est telle que certaines sociétés sont contraintes de stopper leur production comme ce fut le cas pour quelques usines d'Arcelor Mittal dans la production d'acier ou de Norsk Hydro dans la production d'aluminium, exacerbant parfois des situations de pénurie. Dans ce contexte d'incertitude sur l'approvisionnement énergétique, le degré d'autosuffisance des sociétés constitue un réel avantage concurrentiel. Smurfit Kappa, leader européen de l'emballage cartonné favorise la pénétration croissante de la biomasse dans sa combinaison énergétique pour renforcer son indépendance énergétique. Les producteurs de pâte à papier tels qu'UPM et Stora Enso utilisent la liqueur noire, un sous-produit de leur production constitué principalement de lignine liquéfiée, en tant que fioul. Dans le cas d'UPM, cette technique permet d'assurer 70% de ses besoins en carburant. Le groupe peut aussi se targuer d'être le deuxième plus important producteur d'électricité en Finlande après Fortum, grâce à un portefeuille d'actifs énergétiques constitué de barrages hydrauliques et de centrales nucléaires qui permet au groupe de satisfaire en interne 80% de sa consommation d'électricité. Ces sociétés capables de s'adapter à l'environnement inflationniste correspondent à l'un de nos thèmes d'investissement majeurs déclinés dans nos perspectives économiques et financières.

Grégoire Du Mesnil du Buisson

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	01/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	140,1	138,1	138,8	154,1	140,5	1,5	↑	1,0	↑	-9,0	↓	-0,2	↓
MSCI EMU Mid Cap	997	984	985	1 094	1 011	1,3	↑	1,2	↑	-8,9	↓	-1,4	↓
MSCI EMU Small Cap	443,5	438,3	443,3	487,4	466,8	1,2	↑	0,0	↑	-9,0	↓	-5,0	↓
MSCI Europe	153,0	151,4	150,4	161,7	143,2	1,0	↑	1,7	↑	-5,4	↓	6,9	↑
France CAC40	6 684	6 554	6 613	7 153	6 103	2,0	↑	1,1	↑	-6,6	↓	9,5	↑
Allemagne DAX30	6 083	6 023	6 058	6 696	6 510	0,98	↑	0,4	↑	-9,2	↓	-6,6	↓
Italie MIB	25 163	24 559	24 124	27 445	24 710	2,5	↑	4,3	↑	-8,3	↓	1,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 538	7 483	7 385	7 385	6 737	0,7	↑	2,1	↑	2,1	↑	11,9	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 952	8 982	8 756	8 777	7 914	-0,3	↓	2,2	↑	2,0	↑	13,1	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

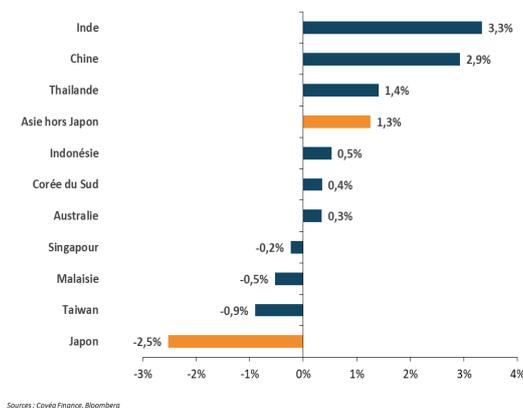
### L'analyse des marchés :

**En Asie**, forte divergence de performances au cours de la semaine en fonction de la représentation plus ou moins importante des secteurs bancaires, de l'énergie et des matières premières dans les indices. L'Inde est le marché le plus performant, tiré par les valeurs bancaires et les producteurs d'électricité, susceptibles de bénéficier d'importations d'énergies fossiles à moindre coûts en provenance de Russie (cf focus ci-dessous). Les marchés chinois sont tirés par le secteur de l'énergie et par un rebond des valeurs immobilières en anticipation d'un assouplissement monétaire et l'abandon du projet de mise en place d'une taxe foncière résidentielle. Parmi les baisses, les valeurs Japonaises sont impactées par la hausse des coûts de l'énergie, tandis que des prises de profits sur les valeurs technologiques font reculer le marché Taiwanais.

Au Japon, nous notons que le Premier Ministre M. Kishida a déclaré devant le parlement ne pas vouloir se retirer du projet Sakhaline-2 (présence de Mitsui et Mitsubishi au consortium, aux côtés de Gazprom) qualifiant ce projet d'important pour la sécurité énergétique du pays, susceptible d'apporter du gaz naturel liquéfié "à long terme, peu coûteux et stable". Le gouvernement a aussi annoncé son intention de maintenir ses approvisionnements en provenance de Russie (Sakhalin 1 et Arctic LNG 2).

**Aux Etats Unis**, Wall Street est restée stable après deux semaines de fort rebond ayant ramené l'indice à seulement 4% de ses récents sommets historiques. Malgré les perspectives d'un resserrement monétaire plus agressif, les investisseurs ont été confortés par des chiffres économiques robustes et le maintien de discussions entre la Russie et l'Ukraine. En outre, les prix du pétrole se sont repliés de 12%, après que le président Biden ait confirmé que les Etats-Unis allaient libérer 180 millions de barils de leur réserve stratégique (équivalents à deux jours de consommation mondiale) et que l'OPEP+ s'en tiendrait à l'accord existant de production. En termes sectoriels, les valeurs défensives (consommation courante, services publics, immobilier) ont été très recherchées et surperforment l'indice général. A l'inverse, l'énergie et les matières premières ont subi des prises de bénéfices sensibles, tandis que les valeurs financières se replient en lien avec la baisse des rendements obligataires et l'aplatissement continu de la courbe des taux (désormais proche d'une inversion). Suite à un incident de production majeur survenu chez son principal fournisseur de puces mémoire (le Japonais Kioxia), Apple explore de nouvelles sources d'approvisionnement et teste des échantillons fournis par Yangtze Memory (leader chinois). Cette initiative pourrait déboucher sur une source moins chère et plus proche des principaux sites de productions d'iPhones (assemblés en Chine par Foxconn et Pegatron), tout en renforçant sa position « politique » sur le plus grand marché de smartphones du monde. Toutefois, cette initiative met clairement Apple en porte-à-faux avec la stratégie américaine d'endiguement de l'ascension technologique chinoise. En conséquence, l'évolution des négociations avec Yangtze devrait être riche d'enseignements sur l'état des relations commerciales sino américaines.

Performances des principaux indices asiatiques en Euro du 25/03/2022 au 01/04/2022 (en %)



### Le Focus de la semaine : Le difficile, mais nécessaire équilibre de la position diplomatique indienne

Allié de la Russie, son principal fournisseur d'armes, mais aussi des Etats-Unis et de l'Europe, ses partenaires de l'Indo-Pacifique, le premier ministre Indien, Narendra Modi s'est refusé à condamner le coup de force de Vladimir Poutine. Rien n'a fait changer d'avis Modi ; ni la pression de Joe Biden, ni l'appel poignant lancé par l'ambassadeur d'Ukraine en Inde, Igor Polikha, qui avait imploré New Delhi d'apporter un soutien clair à son pays et souligné que le premier ministre indien faisait partie des rares dirigeants que le président Poutine écoute. Il est vrai que l'Inde a beaucoup à perdre à froisser son allié russe. Face à une Chine de plus en plus belliqueuse, et avec qui l'Inde est en conflit ouvert sur sa frontière himalayenne, le pays dépend à 85% d'un équipement militaire d'origine russe. L'Inde est également le troisième plus grand consommateur mondial de pétrole. En 2021, l'Inde avait acheté environ 12 millions de barils de pétrole à la Russie, soit seulement 2% de ses importations totales. Mais sur mars et avril 2022, New Delhi a déjà conclu des contrats pour six millions de barils avec Moscou. La Russie propose un pétrole avec un rabais d'environ 30 dollars par rapport au prix du Brent, une aubaine pour un premier ministre Modi sous haute pression politique, du fait de l'accélération de l'inflation. Enfin, l'Inde est également une vieille civilisation avec une mémoire, et au-delà de la position officielle, une grande partie de la population a pris fait et cause pour la Russie. En 1971, la Russie était le seul pays à soutenir l'Inde dans la guerre contre le Pakistan.

Jean-Paul Poggi-Pizzini

Gérant Actions Emergents



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	01/04/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	17/03/2022	31/12/20	sur 12 mois	J-7	17/03/2022	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 546	4 543	4 412	4 766	4 020	0,1	3,0	-4,6	13,1	-0,5	3,5	-1,8	20,6
Etats-Unis - Dow Jones	34 818	34 861	34 481	36 338	33 153	-0,1	1,0	-4,2	5,0	-0,7	1,4	-1,3	12,0
Etats-Unis - Nasdaq	14 262	14 169	13 615	15 645	13 480	0,7	4,8	-8,8	5,8	0,1	5,2	-6,1	12,8
Japon Nikkei 300	415	420	401	420	415	-1,3	3,4	-1,3	0,0	-2,2	0,5	-4,5	-3,7
Corée du Sud KOSPI	2 740	2 730	2 695	2 993	2 758	0,4	1,7	-8,5	-0,7	0,3	1,2	-8,4	-2,0
Chine - Shanghai	3 283	3 283	3 224	3 640	3 283	0,0	1,8	-9,8	0,0	-0,3	2,0	-7,3	10,0
Hong Kong Hang Seng	22 040	21 405	19 532	23 398	28 939	3,0	12,8	-5,8	-23,8	2,3	13,1	-3,5	-19,4
Marchés Emergents - MSCI	1 146	1 125	1 121	1 232	1 335	1,9	2,2	-7,0	-14,2	1,3	2,7	-4,2	-8,5

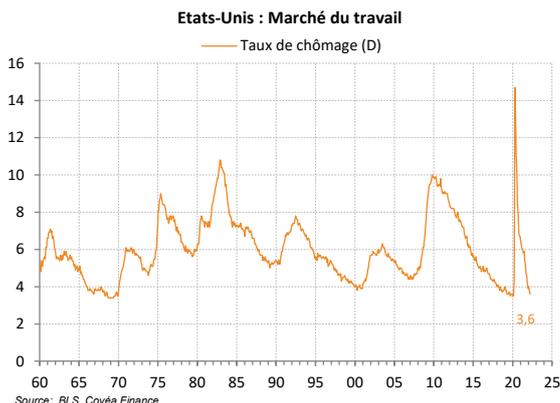
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le marché du travail et l'orientation des prix décrivent une économie en tension »

**Le rapport d'emploi du mois de mars confirme la solidité du marché du travail en ce début d'année. Les créations de postes ont atteint 431 000 emplois, et l'estimation de février a été révisée en hausse (750 000 contre 678 000 en première estimation).** La vigueur des embauches concerne particulièrement les services aux entreprises (102 000) et le loisir et tourisme (112 000) mais la construction et le secteur manufacturier affichent également de bonnes performances avec respectivement 19 000 et 38 000 nouveaux postes. Le taux de chômage poursuit son recul à désormais 3,6% de la population active, après 3,8%, tandis que le taux de participation maintient sa tendance haussière initiée fin 2021 (62,4%, après 62,3%). Ces développements témoignent d'une tension croissante sur le marché du travail qui se révèle dans les rémunérations. Le salaire horaire progresse de 0,4% sur le mois et affiche un taux de croissance annuel de 5,6%, après 5,2% en février.



**Du côté du consommateur, l'indicateur de confiance du Conference Board a progressé en mars (107,2, après 105,7), à rebours de l'indice de l'Université du Michigan qui affiche une dynamique baissière ces derniers mois.** Cette divergence est le reflet de l'accent mis dans l'enquête du Conference Board sur la situation du marché du travail, situation très tendue actuellement. L'indice *labor differential*, qui jauge la facilité à trouver un emploi, atteint un nouveau point haut historique en mars. Il faut toutefois noter que si l'évaluation de la situation présente s'est améliorée, les anticipations à 6 mois se détériorent, ce qui suggère des craintes sur l'orientation future de l'activité et des prix. Les anticipations d'inflation à un an atteignent en effet un nouveau point haut depuis 1987 à 7,9%.

**Les données de consommation et de revenu de février témoignent de ces pressions inflationnistes.** Si la consommation a progressé en valeur de 0,2% sur le mois, cela reflète une hausse de 0,6% des prix, les volumes consommés se repliant en fait de 0,4% en glissement mensuel. De même le revenu disponible réel enregistre un 7ème mois consécutif de baisse (-0,2% en glissement mensuel), malgré une dynamique de revenus nominaux toujours solide. Le taux d'épargne des ménages progresse légèrement à 6,3% du revenu disponible, après 6,1% en janvier.

**Dans l'industrie, l'indice ISM manufacturier se replie légèrement en mars, passant de 58,6 à 57,1,** sous l'effet d'une dégradation des sous composantes production (54,5) et nouvelles commandes (53,8). Les commandes à l'export affichent également une moindre progression. L'impact de la hausse des prix de l'énergie consécutive à la guerre en Ukraine est sensible pour les entreprises du secteur, avec une composante à 87,1, au plus haut depuis juin dernier.

**Le déficit commercial américain s'est légèrement réduit en février** selon l'estimation avancée publiée par le Département du Commerce. Le solde de la balance des biens serait passé de 107,6 Mds\$ en janvier à 106,6 Mds\$, sous l'effet d'une hausse des exportations plus importante que celle des importations (+1,2% contre 0,3% sur le mois). Les exportations ont été dynamiques pour les biens de consommation (+6,3%), et les produits alimentaires (+3,6%), tandis

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Manuf.	Indice	mars-22	57,1	58,6	52,5	60,6
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	mars-22	87,1	75,6	54,0	83,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	mars-22	53,8	61,7	54,0	64,3
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	mars-22	65,4	66,1	61,6	72,8
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	févr.-22	6,2	4,5	0,6	-1,7
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	mars-22	107,2	105,7	101,0	112,7
Taux de chômage	% de la pop. active	mars-22	3,6	3,8	8,1	5,4
Créations nettes d'emplois	Milliers	mars-22	431	750	-774	562
Revenu disponible	Val, CVS, GA%	févr.-22	-1,6	-9,8	6,2	2,2
Dépenses de consommation	Val, CVS, GA%	févr.-22	6,9	5,9	-3,8	7,9
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	mars-22	5,6	5,2	4,9	4,2
PIB	Val, CVS, GA%	T4 21	5,5	4,9	-3,4	5,7

\*Du 28/03/2022 au 03/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

que des baisses sont enregistrées dans les biens intensifs en capital (-1,7%) et les automobiles (-3,4%). Si les flux progressent donc au global, il faut toutefois relever que cette estimation préliminaire est en valeur et reflète vraisemblablement davantage un effet hausse de prix qu'un progrès des volumes.

**L'administration Biden a présenté cette semaine son budget pour l'année fiscale 2023 (octobre 2022- septembre 2023) qui envisage des dépenses à hauteur de 5800 Mds\$. La proposition prévoit une hausse de 4% des dépenses militaires (813 Mds\$ contre 782 Mds\$ en 2022), après une hausse de 1,6% dans la proposition de budget de l'année dernière.** Les dépenses militaires atteindraient un nouveau plus haut historique. Côté recette, le budget comprend une proposition de taux d'imposition minimum de 20 % sur les revenus, y compris les gains non réalisés sur les actifs, pour les ménages américains au patrimoine supérieur à 100 M\$. Cette mesure s'appliquerait aux 0,01 % des ménages les plus riches, selon la Maison Blanche, ce qui représente moins de 20 000 ménages. L'administration prévoit une baisse annuelle d'environ 50 % du déficit américain au cours de l'exercice fiscal 2022, à 1400 Mds\$, en lien avec la diminution des dépenses pour les programmes d'aide Covid-19 et des recettes fiscales en hausse du fait d'une croissance plus forte. Par ailleurs, le budget proposé permettrait de réduire le déficit public d'environ 1000 Mds\$ à horizon 10 ans par rapport à la trajectoire prévue par la loi actuelle. Rappelons toutefois, que ce document a pour objet avant tout de définir les priorités de l'administration en place et n'a aucune chance d'être voté en l'état. La proposition de budget constitue la première étape du processus d'adoption du budget par le Congrès, un processus qui dans le meilleur des cas se terminera à la rentrée prochaine.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La hausse des prix de l'énergie pousse l'inflation vers un nouveau record »

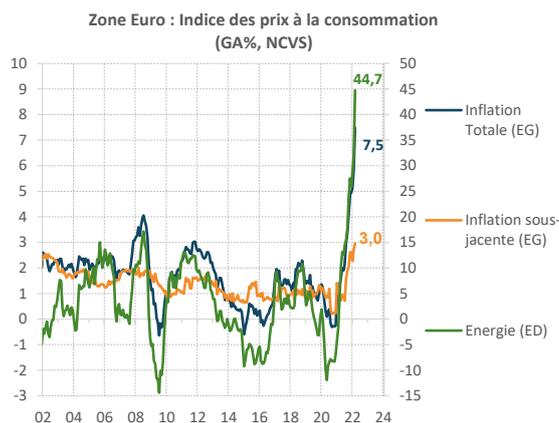
**L'inflation en Zone euro atteint un nouveau plus haut en mars, dépassant largement les attentes des économistes. La croissance annuelle des prix atteint 7,5%, contre 5,9% le mois précédent, un record depuis la création de l'euro.** L'accélération de l'inflation est essentiellement attribuable à la hausse des prix de l'énergie (+45% sur l'année), et dans une moindre mesure de l'alimentation. Alors que ces deux composantes représentent 32% du panier d'inflation, elles expliquent plus de 70% de la croissance annuelle des prix. La hausse des prix se diffuse aussi au reste de l'économie. L'inflation sous-jacente accélère pour atteindre 3% (contre 2,7% le mois précédent). Signe de l'importance des tensions sur les prix de l'énergie, l'écart entre l'inflation sous-jacente et l'inflation totale est le plus élevé depuis le début de la série. **Les dynamiques nationales sont très hétérogènes.** L'inflation atteint 10% en Espagne, 7,6% en

Allemagne, 7,0% en Italie et 5,1% en France. Les estimations préliminaires suggèrent que les prix de l'énergie demeurent une des principales sources de divergence entre ces pays. Avec cette nouvelle surprise haussière, les projections de la BCE, publiées le 10 mars, sont déjà battues en brèche (la BCE anticipait une inflation moyenne de 5,6% au T1 2022 contre une inflation réalisée de 6,2%).

La hausse de l'inflation même si elle demeure principalement liée à des facteurs exogènes, accroît la pression sur la Banque Centrale Européenne. **Et cela d'autant plus que le marché du travail reste toujours tendu, comme l'illustre la nouvelle baisse du taux de chômage enregistré en février.** Ce dernier atteint 6,8% en Zone euro, un plus bas historique. Le taux de chômage recule en France, en Italie et en Espagne tandis qu'il reste stable sur un niveau très bas en Allemagne (à 3,1%). Dans ce contexte, et alors que les entreprises signalent toujours d'importantes difficultés de recrutement, les ingrédients semblent réunis pour une hausse des pressions salariales. A l'heure actuelle, les tensions salariales demeurent néanmoins contenues, ce qui entraîne, conjointement à la hausse record des prix, une chute des revenus réels.

La BCE va toutefois devoir trouver un équilibre entre une inflation galopante et un choc important sur la consommation et l'activité, lié aux répercussions du conflit russo-ukrainien. **Pour l'instant, la dégradation conjoncturelle est principalement visible à travers les indicateurs de climat des affaires.** L'indicateur de sentiment économique de la Commission Européenne s'inscrit en recul au mois de mars sous l'effet d'une chute brutale de la confiance des consommateurs, inquiets quant à l'évolution de la situation économique au cours de l'année à venir. Le climat des affaires dans le secteur manufacturier recule également, sous l'effet d'un fort recul des perspectives de production à trois mois, mais demeure sur un niveau historiquement élevé. La confiance se maintient dans le secteur des services hors distribution, ce qui suggère que les effets du déconfinement progressif des économies ont pris le pas sur la problématique ukrainienne. Enfin, les anticipations sur l'évolution des prix poursuivent leur hausse pour atteindre un nouveau record.

**Face à l'augmentation des prix, le gouvernement espagnol a annoncé un plan de soutien économique.** Ce dernier, intitulé « Plan national d'adaptation aux conséquences économiques », représente 16 milliards d'euros dont 6 milliards d'euros d'aides directes et 10 milliards d'euros de prêts garantis par l'État.



Sources : Eurostat, Covèa Finance, Thomson Reuters

Dernier point: mars 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Manuf. <small>Indice</small>	mars-22	56,5	58,2	48,6	60,2
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	févr.-22	6,8	6,9	8,0	7,7
	Inflation <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	mars-22	7,5	5,9	0,3	2,6
	Inflation sous-jacente <small>IPCH, NCVS, GA%</small>	mars-22	3,0	2,7	0,7	1,5
AL	PMI Manuf. <small>Indice</small>	mars-22	56,9	58,4	49,1	61,6
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	févr.-22	3,1	3,1	3,9	3,6
	Ventes au détail <small>Vol, CVS, GA%</small>	févr.-22	7,0	10,5	4,4	0,7
FR	PMI Manuf. <small>Indice</small>	mars-22	54,7	57,2	47,8	56,7
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	févr.-22	7,4	7,5	8,0	7,9
	Dépenses de consommation <small>Vol, CVS, GA%</small>	févr.-22	-2,3	-2,8	-3,9	2,7
IT	PMI Manuf. <small>Indice</small>	mars-22	55,8	58,3	48,2	60,3
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	févr.-22	8,5	8,6	9,3	9,5
ES	PMI Manuf. <small>Indice</small>	mars-22	54,2	56,9	47,5	57,0
	Taux de chômage <small>% de la pop. active</small>	févr.-22	12,6	12,8	15,5	14,8
	Ventes au détail <small>Vol, CVS, GA%</small>	févr.-22	0,1	3,0	-6,0	3,1
RU	PMI Manuf. <small>Indice</small>	mars-22	55,2	58,0	50,2	59,2
	PIB <small>Vol, CVS, GA%</small>	T4 21	6,6	6,9	-9,3	7,4

\*Du 28/03/2022 au 03/04/2022

Sources : Refinitiv, Covèa Finance

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe

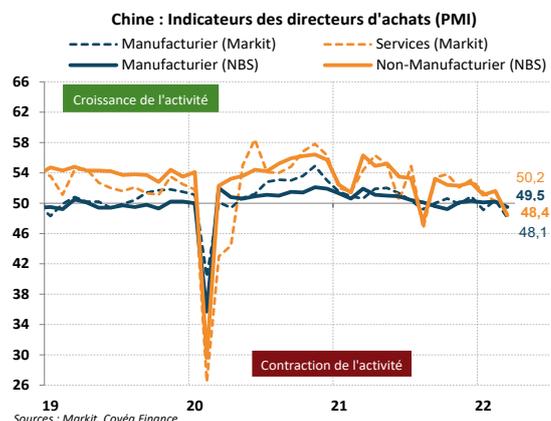


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'économie chinoise s'enlise dans la crise pandémique »

**L'activité économique chinoise décline en mars face à la dégradation sanitaire**, selon l'indicateur de confiance des directeurs d'achat (PMI). Les PMI affichent un recul généralisé sur le mois et se situent désormais en zone de contraction de l'activité (sous le seuil de 50). Du côté de l'industrie, le PMI manufacturier du Bureau national des statistiques chinoises (NBS) atteint 49,5, soit 0,7 point de moins que le mois dernier.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Manuf. Indice	mars-22	54,1	52,7	45,8	52,7
	Taux de chômage % de la pop. act.	févr.-22	2,7	2,8	2,8	2,8
	Ventes au détail Val, NCVS, GA%	févr.-22	-0,8	1,1	1,0	2,7
	Prod. Industrielle Val, CVS, GA%	févr.-22	0,2	-1,2	-10,6	5,8
CH	PMI Non-manufacturier Indice	mars-22	48,4	51,6	52,6	52,9
	PMI Manuf. Indice	mars-22	49,5	50,2	49,9	50,5

\*Du 28/03/2022 au 03/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**L'industrie japonaise reste dégradée en février.** La production industrielle n'a progressé que de 0,1% en glissement mensuel après deux mois de déclin (-1% en décembre et -0,8% en janvier). Cette évolution reste donc modeste et bien en-deçà des attentes. La stabilisation de l'activité est en grande partie liée au secteur automobile, dont la production progresse de 10,9% en glissement mensuel, et des autres machines de transport (+7,9%). Néanmoins, la plupart des autres secteurs restent en recul, dont en particulier l'industrie chimique et pharmaceutique qui décline de 9,6%. D'un point de vue plus prospectif, l'enquête du gouvernement auprès des entreprises industrielles rapporte un optimisme marqué à court terme avec la perspective d'une forte croissance de la production industrielle en mars et avril (surtout concernant les secteurs de l'électronique et des machines).

**La demande japonaise reste également affaiblie par les difficultés sanitaires.** Les ventes au détail s'inscrivent en baisse pour un troisième mois consécutif à -0,8% en glissement mensuel en février alors qu'un redressement était attendu. En revanche, il convient de signaler que les chiffres de croissance pour le mois de janvier ont été significativement revus à la hausse, passant de -1,9% à -0,9%. Parmi les catégories de biens, ce sont les ventes de vêtements qui ont le plus chuté (-5,8%) alors que les ventes de véhicules automobiles, dont la forte volatilité reflète le maintien des problématiques d'approvisionnement, ont augmenté de 2,1% (un maigre rebond après une chute de 7% en janvier). Si la levée des restrictions sanitaires devrait permettre un redressement des ventes en mars, le contexte géopolitique et ses conséquences sur l'inflation pourraient être des freins à la reprise, d'autant que la poursuite de la dépréciation du yen contribue à accentuer ce phénomène. Dans ce contexte, le gouvernement japonais a adopté de nouveaux soutiens budgétaires pour environ 1% du PIB en prolongeant la subvention sur les ventes de carburant et avec de nouvelles subventions pour les ménages les plus modestes.

**Sur le marché du travail, le taux de chômage japonais atteint 2,7% en février** (-0,1 point par rapport à janvier). L'emploi total stagne sur le mois mais le détail des données révèle une disparité entre d'une part le déclin de 0,7% de l'emploi manufacturier en glissement mensuel et d'autre part la progression de 0,2% observée dans le secteur non-manufacturier. Ces évolutions peuvent refléter le maintien des difficultés du secteur industriel exposées plus haut.

**En Australie, les autorités ont présenté leur budget pour l'année budgétaire 2022-23.** Les mesures les plus notables ont été une subvention exceptionnelle aux bénéficiaires de prestations sociales et aux retraités, une extension de la baisse de l'impôt sur les revenus faibles et moyens et une réduction temporaire de moitié de la taxe sur le carburant. Le gouvernement a profité des meilleures performances économiques, et rentrées fiscales associées, pour assouplir sa politique budgétaire. Le déficit budgétaire pour 2021-22 devrait désormais s'établir à 3,5 % du PIB, contre 4,5% dans les estimations de décembre 2021. Pour 2022-23, le déficit est attendu à 3,4 % du PIB, contre 4,4% du PIB précédemment, et la dette devrait atteindre 31,1% du PIB. L'inflation est prévue à 4,25 % en 2021-22, avant de se modérer à 3% en 2022-23. En outre, le ministre australien du Commerce a déclaré que le pays était très proche de la finalisation d'un accord commercial avec l'Inde après dix années de négociation.

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.