

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

19 avril 2022

## Flux du 1er trimestre 2022 : un changement de direction ? Les interrogations des investisseurs américains

Les flux sur fonds (OPC et ETF) de droit américain sont positifs depuis le début de l'année. Dans un environnement économique et politique incertain, les allocations sont très marquées. En synthèse, la hausse des taux de la FED et les tensions inflationnistes amplifiées par le conflit ukrainien incitent les investisseurs américains, sur les 3 premiers mois de l'année, à vendre leurs obligations d'entreprise et à acheter des actions américaines.

Les fonds investis sur les marchés obligataires avaient collecté près de 1100 Mds\$ entre 2020 et 2021. Cette tendance s'inverse complètement au début de l'année 2022 avec des sorties qui atteignent -75 Mds\$ sur le trimestre. Ce sont les fonds investis sur les obligations américaines qui subissent les rachats les plus importants (-59 Mds\$), et principalement au travers des obligations d'entreprise (-49 Mds\$), dont -33 Mds\$ pour celles à haut rendement. Les investisseurs délaissent le crédit aux entreprises au profit de la dette souveraine américaine. De leur côté, les obligations internationales et émergentes enregistrent également des sorties.

Les fonds d'actions collectent 118 Mds\$ sur le trimestre. Les investisseurs privilégient toujours les actifs risqués mais avec une plus grande discrimination sectorielle et géographique. Dans un monde en guerre, les investisseurs américains se réfugient sur leurs actions domestiques (+75 Mds\$) et délaissent l'Europe. Les choix d'allocation se traduisent par des achats d'ETF (+140 Mds\$) et des ventes d'OPC (-22 Mds\$), accentuant toujours le poids de la gestion passive. Sur le plan sectoriel, les expositions à l'énergie et les matières premières concentrent la majorité des flux et traduisent la volonté des investisseurs de se protéger contre le risque inflationniste. A l'inverse, les fonds à biais croissance sont délaissés, pénalisés par les hausses des taux d'intérêt de la FED. Les actions émergentes enregistrent une collecte importante en dépit de la paralysie du marché des valeurs russes et de leur retrait des grands indices émergents. Les investisseurs américains misent ainsi sur les autres pays producteurs de matières premières, notamment latino-américains, premiers bénéficiaires de la crise actuelle.

Les marchés très volatils attirent également des expositions aux stratégies alternatives (+15 Mds\$). Ces fonds alternatifs sont majoritairement des fonds à effet de levier permettant d'amplifier les performances boursières à la hausse comme à la baisse. Ils sont très prisés par les particuliers américains dont l'activité boursière est vigoureuse depuis les confinements de 2020. Par ailleurs, les fonds de matières premières récoltent +21 Mds\$ de souscriptions nettes, soutenus à la fois par la perspective de la poursuite de la flambée des matières premières et énergies mais aussi par la recherche de protection que peuvent offrir les fonds sur l'or et les métaux précieux.

### Sommaire

#### Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

#### Suivi Macroéconomique p5

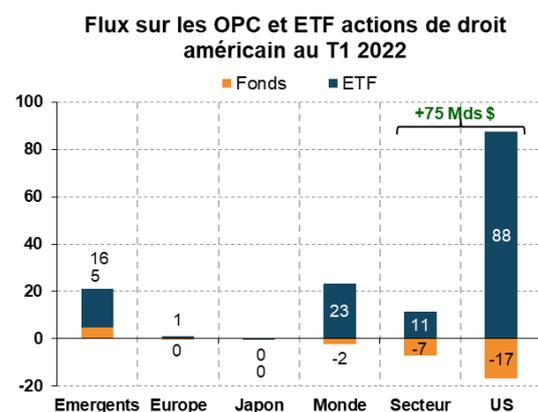
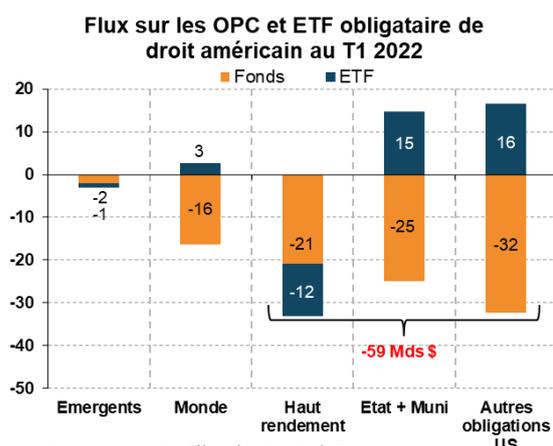
Etats-Unis  
Europe  
Asie

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



### Focus de la semaine



# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine écoulée se caractérise par une remontée des taux par paliers. Ces mouvements s'effectuent au gré des publications des chiffres d'inflation américaine et britannique, des informations sur le conflit en Ukraine et des réunions de banquiers centraux. Les taux sont en hausse de 14 pb en Allemagne, au Royaume Uni et aux Etats Unis, plaçant leurs taux 10 ans respectifs à 0.84%, 1.89% et 2.83%. L'écart de rendement entre la France et l'Allemagne sur le taux à 10 ans se resserre de 6 pb à 49 pb, compte tenu des sondages sur le résultat final de l'élection présidentielle. L'Italie profite de ce mouvement, avec un resserrement de 5 pb de l'écart de rendement entre le BTP et le Bund, à 164 pb.

Sur le marché du crédit, on constate peu de mouvement sur les primes de risque. Compte tenu du contexte et en amont des publications par les entreprises des résultats du 1er trimestre, le marché primaire n'a pas enregistré d'émission significative. Sur le marché du haut rendement, aucune émission n'est enregistrée depuis plus de 2 mois, soit la période la plus longue depuis 2011.

### Le Focus de la semaine : Les marchés du haut rendement en Europe et aux Etats-Unis

Les marchés du haut rendement européen et américain ont des caractéristiques différentes. Outre une taille trois fois supérieure au marché européen (1 494 Mds\$ versus 473 Mds€), le marché américain bénéficie d'un gisement d'émetteurs plus important (2157 contre 885). D'une qualité crédit équivalente, la maturité moyenne est significativement inférieure en Europe (3.5 ans contre 4.0 ans). Enfin, des biais sectoriels contribuent à leurs disparités. En Europe, les secteurs des Services aux télécommunications, des Banques et de l'Automobile sont surreprésentés tandis qu'aux Etats-Unis, les Médias, la Santé et le Pétrole et Gaz y occupent une place prépondérante.

Ces marchés ont connu, depuis le début de l'année, un net réajustement. Leurs rendements se sont accrus de +229 pb à 6.50% aux Etats-Unis et +177 pb à +4.84% en Europe.

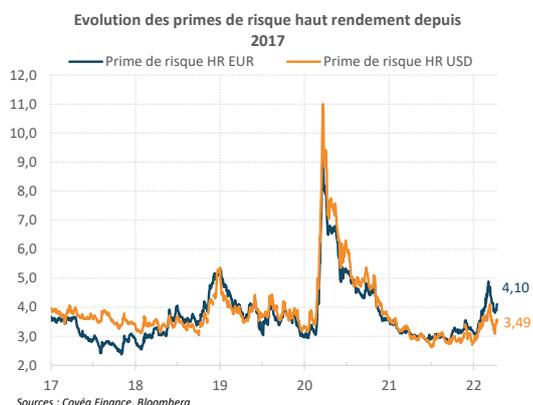
Cette hausse est la résultante de 2 facteurs successifs: d'une part une remontée des taux d'intérêt et d'autre part un écartement des primes de risque.

Sur les maturités correspondantes, le mouvement de remontée des taux souverains est de +158 pb aux Etats Unis et de +99 pb en Europe.

Les primes de risque ont, elles, progressé de +66 pb, à 349 pb aux Etats-Unis et +92 pb, à 410 pb en Europe. Ce mouvement a connu un point culminant en Europe à +171 pb le 8 mars et aux Etats Unis de 128 pb le 15 mars. En comparant le niveau actuel des primes de risque avec la moyenne sur 10 ans, on constate que ces deux marchés se trouvent au-dessus de leurs moyennes respectives, de 9 pb aux Etats-Unis et de 10 pb en Europe.

Ce mouvement sur les primes de risque reflète les risques que font peser les pressions inflationnistes persistantes sur la consommation et les marges des entreprises, notamment. Ces développements sont de nature à détériorer la qualité de crédit des émetteurs.

Le segment du haut rendement, qui rassemble les émetteurs les plus endettés et donc les plus sensibles à la hausse des taux et des primes sera donc à surveiller attentivement dans les mois qui viennent.



Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	14/04/22	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	2,83	2,66	2,17	1,51	1,63	17	66	132	120	37	9
Allemagne	0,84	0,68	0,39	-0,18	-0,26	16	46	102	110	80	17
France	1,33	1,23	0,84	0,20	0,00	11	50	114	134	125	44
Italie	2,48	2,33	1,90	1,17	0,79	15	58	131	169	205	50
Royaume-Uni	1,89	1,73	1,57	0,97	0,80	16	32	92	109	34	16
Japon	0,23	0,23	0,21	0,07	0,09	0	3	16	14	29	71
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	78,8	76,7	70,2	47,8	50,7	2,1	8,6	31,0	28,0		
Indice Itraxx Crossover	374,8	365,8	334,3	241,7	247,2	9,0	40,5	133,1	127,6		

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

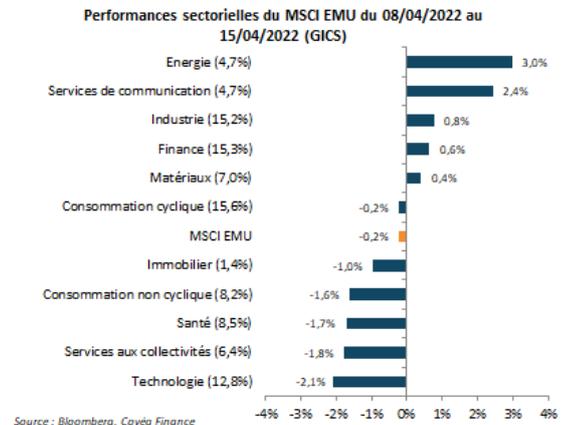
# Analyse de l'évolution des marchés

## 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 modeste (-0,2%) en cette veille de week-end pascal. Le contexte géopolitique favorise le secteur de l'Énergie (+3,0%) en lien avec la vigueur des cours du baril de pétrole alors que les valeurs de communication (+2,4%) profitent de marques d'intérêt autour du rachat de Telecom Italia. La hausse des taux d'intérêt pénalise les valeurs de croissance comme la Technologie (-2,1%) et les Services aux collectivités (-1,8%) en raison de l'endettement et de la hausse du coût de l'énergie. En témoigne le recul de 2,6% de l'indice danois du fait de ses expositions dans le segment des énergies renouvelables. Notons également la bonne performance des titres associés à la sphère des transports et loisirs grâce à des chiffres de trafic aérien qui s'améliorent et des niveaux de réservations pour l'été qui confirment cette tendance. Aéroport de Paris (+11,6%) et Ryanair (+8,6%) en sont de bons exemples.

Enfin, depuis le début de l'année, l'indice MSCI Europe (-5,0%) résiste mieux que celui des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (-6,7%) et du MSCI EMU (10,4%).



### Le Focus de la semaine : Multiplication des placements secondaires, un signal faible ?

Cette semaine, nous souhaitons apporter un éclairage sur la multiplication des placements secondaires observés au cours des dernières semaines sur les valeurs européennes. Alors que l'activité sur le marché primaire s'est effondrée depuis le début du conflit, des investisseurs ont cédé des participations importantes au cours des dernières semaines. Plus rare, certains placements se sont réalisés durant la séance de bourse alors que traditionnellement, ils le sont après clôture. Ces opérations concernent principalement des valeurs allemandes à l'image des blocs cédés sur E.On le 6 avril et Airbus le 8 avril (cotée en France et en Allemagne), soit plus de 0,5% du capital pour chacune des sociétés et 2 fois le volume quotidien négocié habituellement. Le 13 avril, les opérations sur Deutsche Bank et la Commerzbank ont été remarquables de par leur ampleur. Ces cessions de participations de 5% du capital pour chacune, soit près de 2 milliards d'euros pour l'ensemble, représentent plus de 3 fois le volume quotidien; les cours des deux banques se sont repliés de près de 10% à la clôture. Pour mémoire, fin janvier, un autre fonds américain, Cerberus, avait déjà liquidé sa participation dans la Deutsche Bank après 5 ans de présence au capital. Quelles peuvent être les motivations justifiant de tels mouvements ? La perception des investisseurs américains sur les perspectives économiques de l'Europe face aux conséquences du conflit en Ukraine se dégradent. Les fragilités de l'Allemagne, poumon économique de l'Europe, particulièrement dépendante de la fourniture d'énergie russe, apparaissent de façon criante. Selon les principaux instituts de perspectives économiques allemands, la menace d'un embargo total sur les hydrocarbures russes pourraient affecter le PIB outre-Rhin au titre de 2022 et mener à une récession sévère l'année prochaine. Ces éléments permettent d'ailleurs de mieux comprendre les réticences de l'Allemagne au durcissement des sanctions déjà à l'œuvre à l'égard de la Russie. La compétitivité de la principale économie européenne serait mise à mal, notamment dans les secteurs industriels.

L'autre élément pouvant expliquer ces placements de tailles massives reposerait sur la nécessité de réduire des investissements perdants. Face à volatilité observée sur toutes les classes d'actifs (actions, obligations, matières premières...), certains fonds d'arbitrages affichent des pertes importantes après l'invasion russe en Ukraine. Par ailleurs, dans un contexte d'interruption de cotation du nickel par le LME, les banques ont sans doute resserré leurs politiques de gestion du risque en renforçant les limites par contrepartie dans l'ensemble de leurs activités de marchés, à travers le renforcement des appels de marges.

Aussi, ces ventes seraient la conséquence d'exigence de liquidation de collatéral par les banques en raison de décalages de cours défavorables de positions spéculatives. Ces éléments demeurent encore des hypothèses. Ils sont concomitants aux flux d'investissements sur les OPC et les ETF qui révèlent des retraits importants sur les actions européennes sur les mois de février et mars. Des signaux faibles qui font échos à notre vigilance sur les marchés financiers que nous développons dans nos Perspectives Economiques et Financières.

**Samir Ramdane**

Responsable équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	14/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	138,0	136,5	138,8	154,1	141,6	1,1	↑	-0,6	↓	-10,4	↓	-2,6	↓
MSCI EMU Mid Cap	991	978	985	1 094	1 023	1,3	↑	0,6	↑	-9,4	↓	-3,1	↓
MSCI EMU Small Cap	431,4	428,0	443,3	487,4	477,2	0,8	↑	-2,7	↓	-11,5	↓	-9,6	↓
MSCI Europe	153,6	152,0	150,4	161,7	144,5	1,0	↑	2,1	↑	-5,0	↓	6,3	↑
France CAC40	6 589	6 462	6 613	7 153	6 209	2,0	↑	-0,4	↓	-7,9	↓	6,1	↑
Allemagne DAX30	5 951	5 926	6 058	6 696	6 544	0,43	↑	-1,8	↓	-11,1	↓	-9,1	↓
Italie MIB	24 862	24 303	24 124	27 445	24 575	2,3	↑	3,1	↑	-9,4	↓	1,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 616	7 552	7 385	7 385	6 940	0,9	↑	3,1	↑	3,1	↑	9,8	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 196	9 076	8 756	8 777	7 981	1,3	↑	5,0	↑	4,8	↑	15,2	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés ont évolué de façon contrastée, l'Australie, l'Indonésie et le Japon sont tirés par les matériaux et de l'énergie qui bénéficient de la flambée des prix des matières premières tandis qu'en Corée du Sud, les chantiers navals voient leurs perspectives s'améliorer par d'importantes commandes des méthaniers, de super tankers et des navires militaires. En revanche, les marchés fortement exposés à la technologie et la santé comme Taiwan et l'Inde, évoluent en baisse de même que la Chine qui souffre de sa politique « zéro covid ». Sur la semaine, on retiendra notamment les efforts du Japon pour développer des filières de biocarburants pour le transport aérien ainsi que les ambitions du groupe Mitsubishi Heavy Industries dans l'hydrogène avec un objectif de produire, dès 2027, plus de 300 000 tonnes d'hydrogène bleue (à partir de gaz naturel) en collaboration avec l'américain Bakken Energy.

Aux Etats Unis, le S&P 500 se replie de plus de 2% en raison de la tension persistante sur les taux d'intérêts en amont des mesures de durcissement de la politique monétaire de la Fed. Parallèlement, l'enlèvement du conflit en Ukraine et l'extension des sanctions contre la Russie entretiennent les pressions inflationnistes et pèsent sur les perspectives de croissance. En parallèle de leur soutien militaire à l'Ukraine, les autorités américaines font pression sur les gouvernements chinois et indien pour endiguer leurs importations énergétiques russes. Dans ce contexte, les valeurs de croissance dans la technologie (logiciels et services), les communication (internet) et la santé (équipements et instruments) sous-performent de même que les financières qui, malgré la bonne tenue des rendements obligataires et la pentification de la courbe des taux, souffrent des résultats décevants de JP Morgan. L'énergie et les matières premières continuent en revanche de bénéficier de la hausse des prix des sous-jacents et les compagnies aériennes, les sociétés de défense et de consommation (notamment les valeurs de loisirs) sur performant également.

### Le Focus de la semaine : éclairage sur les résultats des grandes banques américaines

Les résultats trimestriels décevants de JP Morgan illustrent les conséquences de la guerre en Ukraine et de la hausse des taux d'intérêt avec :

a) Une hausse des provisions de \$1,5 milliards, permettant, au-delà de régler les pertes de crédit du trimestre, de reconstituer une réserve de \$900 millions, dont \$300 millions associés à des produits dérivés contractés avec des contreparties russes. C'est le premier trimestre de reconstitution des réserves chez JP Morgan après 4 trimestres de baisse.

b) une baisse de 120 pbs du ratio de fonds propres. Ce ratio exprime le rapport entre les fonds propres de la banque et le total de leur activité. Plusieurs éléments sont venus mettre une pression non négligeable sur ce ratio : une croissance forte des actifs moyens pondérés (qui constituent le dénominateur du ratio), consécutive à la réévaluation des risques de marchés et de contreparties à l'issue de ce premier trimestre, ainsi qu'une baisse de \$10 milliards des "autres éléments du résultat global" qui reflètent les variations de juste valeur du portefeuille obligataire (conséquence directe de la hausse des taux). Comme JP Morgan, Citigroup a procédé à une hausse \$1,9 Milliard de ses réserves pour faire face à une détérioration de ses actifs exposés à la Russie. De son côté, Wells Fargo a continué d'être impacté par des charges opérationnelles importantes (salaires notamment), mais le risque de crédit pour cette banque très domestique est resté mieux maîtrisé. A noter toutefois, que ces 2 banques américaines ont également subi une détérioration de 80 pbs de leur ratio de fonds propres, traduisant l'impact des variations importantes de taux et seront donc contraintes dans leurs programmes de rachats d'actions. En outre, au-delà des deux prochains trimestres, le PDG de JP Morgan a souligné les incertitudes induites par une inflation élevée, une persistance des problèmes d'approvisionnement et la guerre en Ukraine. Un tel environnement marqué par des risques de hausse de créances douteuses, de baisse des revenus de capitaux et de modération de la croissance des prêts justifie une prudence à l'égard du secteur bancaire américain.

Evolution du cours de JP MORGAN CHASE



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	14/04/22	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	4 393	4 500	4 412	4 766	4 125	-2,4 ↓	-0,4 ↓	-7,8 ↓	6,5 ↑	-1,9 ↓	2,0 ↑	-3,2 ↓	17,8 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 451	34 584	34 481	36 338	33 731	-0,4 ↓	-0,1 ↓	-5,2 ↓	2,1 ↑	0,1 ↓	2,3 ↑	-0,4 ↓	13,0 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 351	13 897	13 615	15 645	13 858	-3,9 ↓	-1,9 ↓	-14,7 ↓	-3,7 ↓	-3,5 ↓	0,4 ↑	-10,4 ↓	6,6 ↑
Japon Nikkei 300	403	402	401	420	403	0,2 ↑	0,6 ↑	-3,9 ↓	0,0 ↔	-0,8 ↓	-2,9 ↓	-7,7 ↓	-4,3 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 717	2 696	2 695	2 993	2 719	0,8 ↑	0,8 ↑	-9,2 ↓	-0,1 ↓	0,5 ↑	1,1 ↑	-8,5 ↓	0,1 ↑
Chine - Shanghai	3 226	3 194	3 224	3 640	3 194	1,0 ↑	0,1 ↑	-11,4 ↓	1,0 ↑	1,7 ↑	2,3 ↑	-7,1 ↓	14,7 ↑
Hong Kong Hang Seng	21 518	21 809	19 532	23 398	28 901	-1,3 ↓	10,2 ↑	-8,0 ↓	-25,5 ↓	-0,9 ↓	12,5 ↑	-4,0 ↓	-18,4 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 117	1 126	1 121	1 232	1 337	-0,8 ↓	-0,3 ↓	-9,3 ↓	-16,4 ↓	-0,3 ↓	2,1 ↑	-4,8 ↓	-7,5 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Suivi Macroéconomique

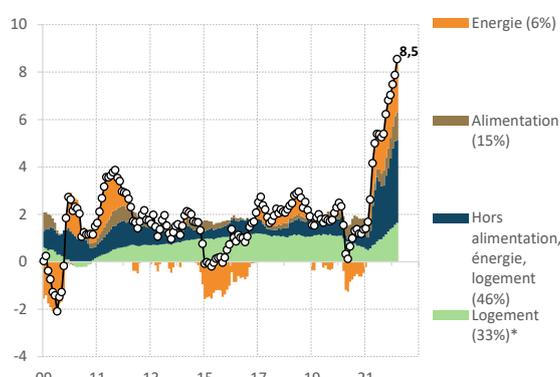
## États-Unis

« L'inflation américaine poursuit sa hausse sous l'effet du bond des prix de l'énergie »

### La flambée des prix de l'énergie a sans surprise conduit à une nouvelle ascension de l'inflation américaine au mois de mars.

L'indice des prix à la consommation affiche une progression mensuelle de 1,2%, la plus forte depuis mars 1980, ce qui pousse la croissance annuelle des prix à 8,5%, après 7,9% en février. Ce nouveau point haut depuis 1991 reflète un bond de 11% sur le mois de la composante énergie (7% de l'indice des prix), dont +18% pour les carburants. L'alimentaire est également en progression (+1% sur le mois) et s'inscrit en croissance de 8,5% en rythme annuel. Hors alimentation et énergie, la dynamique des prix est plus modérée avec une progression mensuelle de 0,3%, la plus faible depuis septembre dernier. Un des facteurs explicatifs de cette moindre progression réside dans les prix des véhicules d'occasion qui se replient de 3,8% en glissement mensuel, après des mois de fortes hausses liées aux difficultés de production du secteur automobile. Les prix des loyers s'inscrivent en hausse de 0,4% en glissement mensuel, un rythme en décélération par rapport aux deux mois précédents. A l'opposé, les services liés au tourisme voient leurs prix augmenter suite à la levée des restrictions sanitaires en début d'année. Les prix des billets d'avion enregistrent une hausse de 11% sur le mois et les hôtels affichent des hausses de prix de 6,7% sur le mois. En rythme annuel, la dynamique haussière de l'inflation sous-jacente s'infléchit quelque peu avec une croissance de 6,5% après 6,4% en février.

Etats-Unis : Contribution à l'inflation (GA%, NCVS)



Sources : BLS, Thomson Reuters, Covéa Finance. Début de la série en 1998 Dernier point : mars-22

### L'impact de l'augmentation des prix de l'énergie est également visible dans les données de ventes au détail.

La progression mensuelle de 0,5% sur le mois en valeur, somme toute modeste, est entièrement liée à la dynamique des ventes de carburants qui s'inscrivent en hausse de 8,9% sur le mois, conséquence du bond des prix (voir supra). Hors carburants, les ventes au détail fléchissent de 0,3% sur le mois. En rythme annuel, la croissance des ventes chute à 6,5%, après 18,2% en février, du fait d'un effet de base défavorable en lien avec les chèques aux ménages qui avaient été versés par l'administration Biden en mars 2021.

**Dans l'industrie, le redressement de l'activité se confirme.** La production industrielle enregistre un troisième mois de hausse (+0,9% en glissement mensuel) avec des gains dans la partie manufacturière, minière et services aux collectivités. Si le dynamisme du manufacturier est généralisé, le rebond de la production automobile est notable (+7,8% en glissement mensuel) et pourrait suggérer un apaisement des difficultés d'approvisionnement.

Du côté des données d'enquête, l'indicateur NFIB de confiance des PME s'est dégradé pour le 3<sup>ème</sup> mois consécutif en mars et s'établit à 93,2 points après 95,7 en février, au plus bas depuis avril 2020. Le recul concerne particulièrement les perspectives sur l'économie et le niveau futur des ventes. Le rapport fait également part d'une nette augmentation au cours des deux derniers mois du nombre d'entreprises réussissant à passer des hausses de prix (72%, contre 61% en janvier). Près d'un tiers des entreprises interrogées déclarent que l'inflation est leur principal défi opérationnel.

### Sur le plan monétaire, la Banque du Canada (BoC) a relevé son taux directeur de 50 points de base (bp) ce qui le porte à 1%.

Les autorités ont aussi annoncé le début de la réduction du bilan de la BoC à partir du 25 avril, par le non réinvestissement de titres arrivant à maturité, ce qui représente environ 4 à 5 Mds de dollars canadiens par mois pour le reste de l'année 2022. Le communiqué du comité de politique monétaire adopte un biais nettement plus restrictif, indiquant que "l'économie se dirige vers une demande excessive et que l'inflation reste bien au-dessus de l'objectif". Ce ton suggère que des hausses supplémentaires de 50 bp sont envisagées.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Indice de confiance NFIB	Indice	mars-22	93,2	95,7	99,6	98,8
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	mars-22	5,5	7,5	-7,2	5,5
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	avr.-22	65,7	59,4	81,5	77,6
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	mars-22	6,9	18,2	0,2	19,4
Inflation	IPC, GA%, NCVS	mars-22	8,5	7,9	1,2	4,7
Inflation sous-jacente	IPC, GA%, NCVS	mars-22	6,5	6,4	1,7	3,6

\*Du 11/04/2022 au 17/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

monétaires ont aussi annoncé le début de la réduction du bilan de la BoC à partir du 25 avril, par le non réinvestissement de titres arrivant à maturité, ce qui représente environ 4 à 5 Mds de dollars canadiens par mois pour le reste de l'année 2022. Le communiqué du comité de politique monétaire adopte un biais nettement plus restrictif, indiquant que "l'économie se dirige vers une demande excessive et que l'inflation reste bien au-dessus de l'objectif". Ce ton suggère que des hausses supplémentaires de 50 bp sont envisagées.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

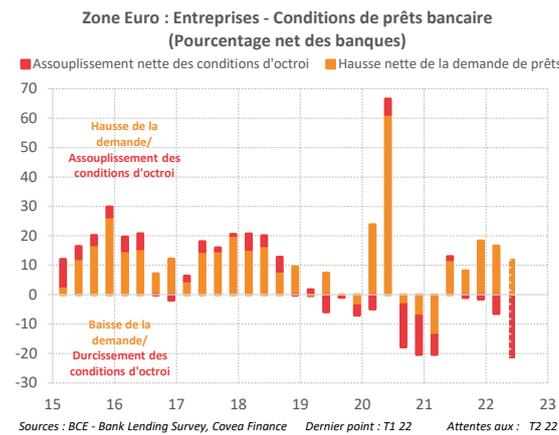
## Europe

« La BCE confirme sa trajectoire de normalisation de la politique monétaire »

**La Banque centrale européenne (BCE) a maintenu le statu quo en avril mais estime que les données à sa disposition depuis la dernière réunion renforcent son anticipation d'un arrêt des achats d'actifs net au cours du troisième trimestre.** La BCE ne précise toutefois pas quand le programme d'achats d'actifs prendra fin exactement. Dans son communiqué et lors de la conférence de presse, la BCE a insisté sur les incertitudes entourant le conflit russo-ukrainien tout en notant que les risques haussiers sur l'inflation avaient augmenté. L'enquête de la BCE sur les anticipations d'inflation des prévisionnistes professionnels, publiée le lendemain de la réunion, a en effet atteint un plus haut historique, avec des anticipations d'inflation à long terme à 2,1%. **Concernant la trajectoire des taux directeurs, Christine Lagarde a rappelé que la hausse sera graduelle et pourrait avoir lieu aussi bien quelques semaines que quelques mois après la fin du programme d'achat.** De ce fait, une hausse au cours du troisième trimestre ne peut être écartée. L'agence Reuters

rapporte que certains membres du comité n'excluraient pas une hausse de taux dès juillet. **Dans son communiqué, la BCE a rajouté deux phrases mentionnant l'importance de la flexibilité, en particulier en ce qui concerne les menaces sur la transmission de sa politique monétaire.** On peut supposer que la BCE insiste par-là sur sa vigilance concernant une éventuelle fragmentation des marchés financiers. Un article de l'agence Bloomberg paru le 8 avril évoquait la préparation d'un nouvel outil monétaire destiné à prévenir les risques sur la stabilité financière. Christine Lagarde a déclaré que la BCE se tenait effectivement prête à concevoir un nouvel instrument en cas de besoin, afin de compléter la force de frappe déjà apportée par la politique de réinvestissement des tombées du PEPP.

**L'enquête trimestrielle de la BCE décrit un durcissement des conditions de crédits dans un contexte de hausse des incertitudes et d'intensification des pressions inflationnistes.** Au premier trimestre 2022, les banques européennes signalent ainsi un durcissement des conditions d'octroi des prêts aux entreprises. Cette tendance concerne principalement l'Espagne (pour le deuxième trimestre consécutif) et dans une moindre mesure l'Italie, tandis que les conditions d'octroi restent stables en France et ne se dégradent que modérément en Allemagne. Au cours du trimestre à venir, les banques européennes anticipent un durcissement des conditions d'octroi de prêts aux entreprises encore plus prononcé et qui concerne cette fois-ci l'ensemble des pays. La demande de prêts de la part des entreprises reste en revanche bien orientée et les banques estiment qu'elle devrait rester positive au cours du deuxième trimestre. Cette demande serait toutefois alimentée par des besoins de financement liés à la hausse des prix et aux perturbations des chaînes d'approvisionnement. En ce qui concerne les prêts immobiliers, les banques européennes anticipent, là aussi, un durcissement des conditions de crédits mais aussi une baisse de la demande.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
AL	ZEW <i>Indice</i>	avr.-22	-41,0	-39,3	40,6	54,9
FR	Indicateur de confiance BdF <i>Indice</i>	mars-22	102,8	106,5	88,8	103,4
IT	Prod. Industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	févr.-22	3,2	-2,2	-11,0	11,7
RU	Taux de chômage <i>% de la pop. active</i>	janv.-22	3,8	3,9	5,1	3,9
	Prod. industrielle <i>Vol, CVS, GA%</i>	févr.-22	1,6	3,1	-8,4	5,1
	Inflation <i>IPC, NCVS, GA%</i>	mars-22	7,0	6,2	0,9	2,6
	Inflation sous-jacente <i>IPC, NCVS, GA%</i>	mars-22	5,7	5,2	1,4	2,4

\* Du 11/04/2022 au 17/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

**Les indicateurs de climat des affaires publiés cette semaine continuent de refléter la dégradation de la confiance consécutive à la crise russo-ukrainienne.** En Allemagne, l'indice de climat des affaires ZEW, construit à partir d'une enquête auprès des experts du secteur financier, décrit une perception encore plus pessimiste de la situation économique présente en avril tandis que les anticipations à six mois restent elles fortement dégradées. En France, l'enquête mensuelle de la Banque de France indique un léger repli de l'activité dans l'industrie en mars, tandis qu'elle progresse à nouveau dans les services (sur fond de normalisation de la situation sanitaire) et stagne dans le bâtiment. L'enquête fait par ailleurs état d'un fort niveau d'incertitudes alors que les difficultés d'approvisionnement repartent à la hausse, accentuées par la guerre en Ukraine ainsi que par les mesures de confinement en Chine.

**Au Royaume-Uni, l'inflation surprend à la hausse en mars et atteint un nouveau point haut, à 7,0% en glissement annuel.** Cette accélération reflète la hausse continue des prix de l'énergie et dans une moindre mesure celle des produits alimentaires. On observe également une diffusion des tensions inflationnistes au reste de l'économie : l'inflation sous-jacente atteint ainsi 5,7% (contre 5,2% le mois précédent). L'inflation devrait à nouveau fortement accélérer le mois prochain lorsque le régulateur britannique mettra en œuvre une hausse de plus de 50% des prix de l'électricité et du gaz. **Le marché du travail reste bien orienté en février. Le taux de chômage recule légèrement pour atteindre 3,8% en moyenne sur les trois derniers mois à février.** La situation sur le marché du travail demeure tendue avec une nouvelle progression des emplois vacants qui, à 1,3 million, atteignent un record historique. Dans ce contexte, la croissance annuelle des salaires reste relativement stable sur des niveaux élevés, à 4,0% en termes nominaux en février. Exprimés en termes réels, les salaires restent toutefois en contraction, avec un repli de 1% relativement à l'année précédente. **Enfin, les indicateurs d'activité mensuels décrivent un ralentissement de l'économie en février.** Dans les services, la réouverture de l'économie britannique a permis un rebond des secteurs les plus exposés à la pandémie (notamment l'hôtellerie et la restauration) qui est toutefois en partie compensé par la contraction du secteur de la santé (en lien avec la normalisation de la situation sanitaire). Dans l'industrie, la production manufacturière se contracte en février, tirée à la baisse par une contreperformance dans le secteur automobile et le secteur de la chimie.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



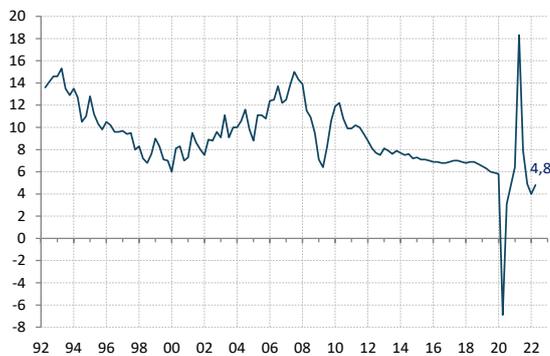
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Le PIB chinois affiche une hausse solide mais la situation sanitaire assombrit les perspectives »

**L'économie chinoise surprend à la hausse au premier trimestre 2022.** Le PIB affiche une croissance de 4,8% en glissement annuel (GA) malgré la dégradation des conditions sanitaires, les pressions inflationnistes et la progression des incertitudes géopolitiques.

Chine : PIB (Volume, NCVS, GA%)



Sources : NBS, Thomson Reuters, Covéa Finance (début de la série)

L'activité économique s'inscrit donc en accélération après les 4% du T4 2021. Dans le détail, la croissance a largement bénéficié du dynamisme des investissements qui semblent profiter des assouplissements monétaires opérés en décembre et janvier dernier. L'investissement manufacturier reste particulièrement dynamique en progressant de 11,9% en glissement annuel en mars, surtout tiré par les secteurs à haute et moyenne intensité technologique (machines et équipements électriques, équipements informatiques et de communication,...), alors que l'investissement en infrastructure poursuit son accélération marquée à 11,4% en mars (après 8,7% en janvier/février et seulement 1,3% en décembre), reflétant notamment le soutien gouvernemental. L'investissement dans le secteur immobilier repasse en contraction en mars (-2,4% en GA), en lien avec le recul de la confiance des ménages, mais ce déclin est bien moins prononcé qu'en décembre dernier (-13,1%). Néanmoins, les effets de la dégradation sanitaire sont nettement visibles au niveau des données d'activité de mars. En particulier, les ventes au détail (-3,5% en GA) et le secteur des services (-0,9% en GA) déclinent sur le mois. Aussi, la production industrielle décline à 5%, ce qui reflète surtout le ralentissement de l'activité manufacturière alors que la production minière progresse fortement (+12,2%) grâce au soutien des autorités qui cherchent à contenir les prix en stimulant l'offre. Enfin, les conséquences économiques de la dégradation sanitaire seront probablement encore davantage visibles en avril, avec en particulier les retombés du confinement de Shanghai et d'autres grandes villes de la province de Shanxi.

**Le commerce extérieur reste un moteur de l'économie chinoise avec un excédent de 47,4 Mds\$ en mars.** La croissance des exportations reste très dynamique mais ralentit à +14,7% en glissement annuel en mars après 16,3% en janvier/février. Elle continue ainsi de dépasser les attentes grâce à la vigueur des exportations d'ordinateurs, de téléphones portables, de jouets et de vêtements. En revanche, les importations ont baissé de 0,1% en glissement annuel alors que la dégradation sanitaire et la hausse des prix se répercutent sur la demande domestique. En particulier, les importations de charbon reculent de

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	févr.-22	-0,9	1,1	1,0	2,7
	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	mars-22	9,3	12,2	2,9	4,9
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	mars-22	5,0	7,5	3,4	9,3
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	mars-22	-3,5	6,7	-2,9	12,4
CH	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	mars-22	1,1	1,1	0,8	0,8
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	mars-22	14,6	6,2	3,6	30,0
	Importations	Vol, NCVS, GA%	mars-22	-0,1	10,5	-0,6	30,0
	PIB	Vol, NCVS, GA%	T1 22	4,8	4,0	1,9	8,8

\* Du 11/04/2022 au 19/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

39% en volume (mais progressent de 6,7% en valeur). Concernant les répercussions du conflit russo-ukrainien, notons que les exportations chinoises à destination de la Russie (2% du total des exportations chinoises) ont fortement chuté de 32,4% en glissement mensuel en mars, reflétant le déclin de la demande Russe dans le contexte actuel, alors que les importations de Russie (3% du total des importations chinoises) progressent de 5,8% sur le mois, en lien avec le maintien des relations commerciales malgré le conflit et probablement un effet prix dont les implications du conflit sur les prix des matières premières russes compliquent l'estimation.

**Face à la dégradation des perspectives, la Banque centrale (PBoC) renforce son soutien à l'activité avec une nouvelle baisse de taux.** Elle confirme ainsi un positionnement atypique sur le plan international, alors que la plupart des banques centrales relèvent leur taux. La PBoC a en effet annoncé une baisse généralisée de 25 bp du ratio de réserves obligatoires (RRR) des institutions financières dont le RRR est supérieur à 5% qui sera effective le 25 avril. En complément, la Banque centrale a annoncé une baisse ciblée de 25 bp supplémentaires du RRR pour certaines banques, parmi les plus petites, qui financent en particulier les PME et entreprises agricoles. La moyenne pondérée des RRR des institutions financières devrait ainsi atteindre 8,1% (-0,3 point de pourcentage). Cette baisse du RRR est néanmoins inférieure à celles de juillet et décembre 2021 (50 bp chacune) mais face aux conséquences économiques (i) de la dégradation sanitaire ; (ii) de la hausse des prix ; (iii) du déclin du secteur immobilier et (iv) de la normalisation de la demande internationale, des assouplissements monétaires et budgétaires supplémentaires restent attendus dans les prochains mois conformément à la communication des autorités qui visent une croissance du PIB de 5,5% en 2022. En outre, la décision d'un assouplissement plus modeste que les précédents peut refléter la bonne tenue des données de crédit sur le premier trimestre. En particulier, la croissance des financements agrégés de l'économie (TSF) a accéléré à 10,6% en mars en GA malgré un environnement économique difficile.

**A l'inverse, la Banque centrale de Corée du Sud poursuit sa hausse de taux.** Elle a en effet monté son taux directeur de 25 bp le portant à 1,5%, soit 100 bp de hausse depuis août dernier, et ce malgré l'absence temporaire de gouverneur. Selon le communiqué de la réunion, les membres du comité s'attendent à ce que l'inflation sous-jacente se maintienne autour des 3% pour une durée « considérable » ce qui implique des perspectives d'inflation plus importantes et donc la poursuite du resserrement monétaire dans les prochains trimestres.

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.