

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

9 mai 2022

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Mélanésie

Le fait que les échanges commerciaux internationaux progressent à un rythme inférieur à celui de la production mondiale ont réveillé les esprits quant à la constatation de la remise en cause du multilatéralisme et la mise en place d'une régionalisation des relations économiques et financières. Un phénomène identifié dans nos Perspectives Économiques et Financières il y a déjà une décennie et... confirmé dans les toutes dernières perspectives de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC).

En écho, l'étude des décomptes des différentes résolutions de l'ONU sur les condamnations de la Russie proposées aux votes des membres, traduit une certaine désoccidentalisation des volontés et aspirations d'une partie du monde, y compris de grandes démocraties. Un constat aux effets aussi déstabilisateurs que ceux des chaînes de production émiettées à travers leurs blocages logistiques. Un changement dans les forces en présence qui accompagne notre diagnostic d'un monde bipolaire où se font face Etats-Unis et Chine, avec la Russie en challenger.

Pendant que les attentions se portent sur l'Ukraine, la Chine poursuit sa politique d'influence dans sa zone : Taiwan n'est plus reconnue que par 14 pays (la cité du Vatican, quelques pays d'Amérique centrale et quelques îles indépendantes du Pacifique \*). C'est d'ailleurs dans l'océan pacifique que les relations bilatérales se remodèlent. Ainsi, les îles Salomon (28450 km<sup>2</sup> / 685.000 habitants) ont signé le mois dernier (2 ans après avoir rompu leurs relations diplomatiques avec Taiwan) un accord de sécurité avec la Chine, l'autorisant à construire une base navale sur son territoire et y faire résider policiers et militaires. Un entrisme en Pacifique sud mélanésien, au large de l'Australie, qui sonne à la fois comme une réponse à l'AUKUS, l'accord militaire tripartite formé par l'Australie, les Etats-Unis et le Royaume-Uni, et comme la poursuite de la stratégie d'isolement de Taiwan.

Ces informations contribuent, comme beaucoup d'autres, à nous bâtir une compréhension du monde de nature à étayer une allocation d'actifs capable de résister aux bouleversements en cours. Une compréhension que nous confrontons aussi à celle des entreprises que nous accompagnons comme actionnaire ou créancier. Le monde est complexe. Pouvoir le décrypter suppose une observation attentive et une analyse de tous les aspects qui l'animent. Une exigence au service de nos clients.

\* Les 14 pays qui reconnaissent Taiwan : le Vatican, le Guatemala, le Honduras, le Belize, le Paraguay, Haïti, Saint-Christophe-et-Niévès, Sainte-Lucie, Saint-Vincent-et-les-Grenadines, les îles Marshall, Nauru, Palau, Tuvalu, l'Eswatini.

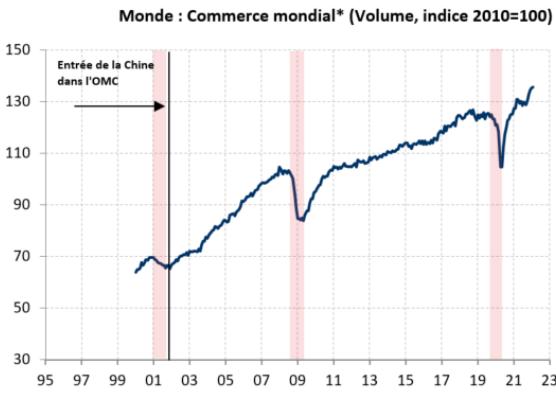
**Francis Jaisson**

Directeur général délégué en charge des gestions



### Focus de la semaine

« ...bâtir une compréhension du monde... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	06/05/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€/\$	1,055	1,109	1,207	-4,9 <span style="color:red">↓</span>	-12,5 <span style="color:red">↓</span>
€/£	0,855	0,844	0,868	1,4 <span style="color:green">↑</span>	-1,5 <span style="color:red">↓</span>
€/Yen	137,71	131,54	131,62	4,7 <span style="color:green">↑</span>	4,6 <span style="color:green">↑</span>
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	112	107	68	5,4 <span style="color:green">↑</span>	65,1 <span style="color:green">↑</span>
Indice CRB*	633	626	542	1,1 <span style="color:green">↑</span>	16,8 <span style="color:green">↑</span>
Prix de l'once d'Or	1 883	1 943	1 816	-3,1 <span style="color:red">↓</span>	3,7 <span style="color:green">↑</span>
Prix de la tonne de cuivre	9 415	10 243	10 092	-8,1 <span style="color:red">↓</span>	-6,7 <span style="color:red">↓</span>
Indice Baltic Dry**	2 718	2 588	3 212	5,0 <span style="color:green">↑</span>	-15,4 <span style="color:red">↓</span>
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 177	4 540	2 869	-8,0 <span style="color:red">↓</span>	46 <span style="color:green">↑</span>

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

## Analyse de l'évolution des marchés

### Obligataire : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

Vive tension sur les taux européens et américains. Les rendements se sont fortement tendus cette semaine après le FOMC\* et la réunion de la BOE\*\*. Le 10 ans américain a dépassé les 3,15% et le 10 ans français est à plus de 1,65%.

La Fed a monté ses taux directeurs de 50bps, première fois depuis 20 ans et a confirmé son souhait de diminuer la taille de son bilan tout en excluant d'autres hausses d'une plus grande ampleur. La BOE a également remonté ses taux de 25bp pour atteindre 1% et s'attend à une récession à venir.

Plusieurs membres de la BCE se sont exprimés également pour une hausse rapide des taux directeurs, ceux-ci pourraient être positifs d'ici la fin de l'année.

Le marché du crédit est également sous tension puisque les rendements de la catégorie investissement et de la catégorie haut rendement ont continué de s'écartier. Par ailleurs, les émissions du marché primaire européen restent très en-deçà de l'année dernière puisque seuls 4,5Mds€ (contre 3,5Mds€ la semaine précédente) ont été émis avec deux émetteurs cette semaine.

#### Le Focus de la semaine : Tension sur les taux souverains périphériques

Tandis que la Federal Reserve vient de remonter ses taux directeurs de 50pb ce mercredi et annonce de nouvelles hausses à venir, les taux des pays de la zone euro poursuivent leur remontée et en particulier ceux des émetteurs périphériques tels que l'Italie et l'Espagne.

La BCE a pris tardivement la mesure durable de l'inflation en zone Euro mais a enfin annoncé l'arrêt de son programme d'achat d'actifs ainsi que la hausse à venir de ses taux directeurs. Les taux longs de la zone Euro se sont tendus avec un mouvement d'aplatissement sur toutes les maturités. Un autre phénomène s'est accéléré depuis plusieurs semaines, ce sont les écarts de rendement entre les différents pays de la zone. L'Italie, en particulier, s'est particulièrement écartée des taux longs allemands. Ainsi, en fin d'année dernière, l'écart de rendement entre l'Italie et l'Allemagne était de 135pb, il est aujourd'hui à plus de 200pb.

Bien que cela ne fasse pas partie du mandat de la Banque Centrale, le fait que les écarts de rendement entre les pays de la zone se détériorent pose problème. La fragmentation des marchés de taux de la zone euro pourrait perturber le début du processus de normalisation monétaire. La BCE peut, d'ores et déjà, dans son programme de réinvestissement d'actifs, revoir sa clé de répartition et favoriser les pays les plus fragiles et les plus endettés.

Certains responsables de la BCE ont émis également la possibilité d'utiliser un nouvel outil spécifique de soutien pour éviter un dérapage des taux périphériques, mais à ce stade rien n'a encore été mis au point. La flexibilité intégrée en particulier dans le PEPP\*\*\* pendant la crise du Covid, pourrait se répercuter sur d'autres outils. Au-delà de ces orientations générales, les responsables de la BCE sont toutefois restés délibérément vagues pour maintenir une "ambiguïté constructive" concernant les déclencheurs et les caractéristiques d'un filet de sécurité potentiel.

\* FOMC : Federal Open Market Committee

\*\* Bank of England

\*\*\* PEPP : Pandemic Emergency Purchase Program, programme d'achat d'actifs lancé en 2020 par la BCE pour lutter contre la crise économique.



Xavier Chapon



Responsable du pôle Gestion Taux

Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pb)				Pente* (en pb)	
	06/05/22	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
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	1,00	0,50	0,50	0,25	0,25	0,50	↑	0,50	↑	0,75	↑
BCE - Taux Repo	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	➡
Banque d'Angleterre	1,00	0,75	0,75	0,25	0,10	0,25	↑	0,25	↑	0,75	↑
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	➡	0,00	➡	0,00	➡
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,13	2,93	2,17	1,51	1,57	19	↑	96	↑	162	↑
Allemagne	1,13	0,94	0,39	-0,18	-0,23	19	↑	75	↑	131	↑
France	1,66	1,46	0,84	0,20	0,15	20	↑	82	↑	146	↑
Italie	3,14	2,77	1,90	1,17	0,92	36	↑	123	↑	196	↑
Royaume-Uni	2,00	1,91	1,57	0,97	0,79	9	↑	43	↑	102	↑
Japon	0,24	0,23	0,21	0,07	0,09	1	↑	4	↑	17	↑
Crédit											
Indice Itraxx Main	96,4	90,2	70,2	47,8	51,0	6,3	↑	26,3	↑	48,7	↑
Indice Itraxx Crossover	462,2	427,7	334,3	241,7	254,0	34,6	↑	127,9	↑	220,5	↑

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## 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) clôture en baisse de plus de 4%. Outre les resserrements monétaires des banques centrales, la baisse s'explique par l'intensification des sanctions contre la Russie, comme le montre la décision du G7 d'imposer un embargo sur le pétrole russe.

D'autre part le gouvernement chinois maintient sa politique zéro Covid ; ainsi, plusieurs sociétés ont mentionné une nette dégradation de leur activité au mois d'avril.

En termes de performances sectorielles, le secteur de l'énergie a terminé sur une hausse de 4.8%, dans le sillage de la hausse des prix du baril qui a dépassé les 110 dollars. A l'inverse, les investisseurs ont vendu le secteur de la consommation cyclique suite à l'impact de l'inflation sur le comportement du consommateur. De plus, le secteur du luxe a baissé à cause des craintes sur la demande des clients chinois.

Concernant les valeurs, le groupe pharmaceutique espagnol Grifols a progressé de 16% grâce à une bonne publication trimestrielle. Les titres Ubisoft et Umicore ont également été portés par des rumeurs d'OPA. En bas du classement, nous retrouvons des valeurs à hauts multiples comme Nemetschek ou Adyen qui souffrent de la remontée des taux. En outre, la société de commandes de repas en ligne Just Eat a fini en baisse de -23%, pénalisée par les critiques sur sa gouvernance.

En termes géographiques, le Portugal domine le classement grâce à la hausse du cours d'EDP dans le secteur des énergies renouvelables. A l'inverse, l'indice grec termine en baisse de 6% à cause de la faiblesse des banques. Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap évolue en ligne avec les grands indices tout en conservant son avance depuis le début de l'année.

#### Le Focus de la semaine : la capacité d'adaptation des sociétés de biens d'équipements mise à l'épreuve

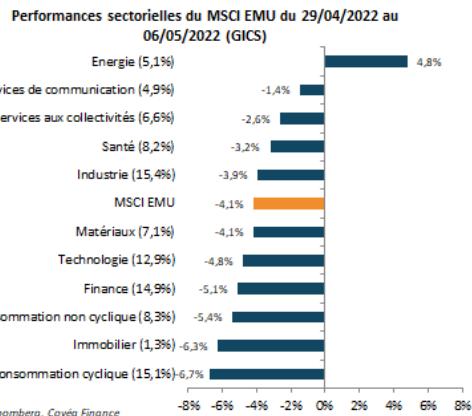
La capacité d'adaptation et notamment celle à préserver les marges par fixation des prix est au cœur des travaux de nos Perspectives Économiques et Financières. A ce titre, le secteur des biens d'équipements fait face à une forte hausse des coûts tels les matières premières et la logistique. Lors des récentes publications des résultats trimestriels, les meilleurs acteurs du secteur ont démontré leurs qualités aux investisseurs.

Par exemple, Schneider et Legrand ont pu passer des hausses de prix proches de 10%. Ainsi, ces deux sociétés ont été parmi les rares acteurs du secteur à pouvoir s'engager sur une cible de marge opérationnelle en 2022, en hausse de surcroît chez Schneider. Dans le contexte volatile des chaînes d'approvisionnement, la visibilité sur les marges est particulièrement recherchée par les investisseurs. Peu endettés, ces acteurs ont aussi une forte capacité à évoluer face aux changements de politique des banques centrales.

Inversement, les sociétés de biens d'équipement exposées à l'équipement de navires commerciaux font face à une concurrence plus marquée ; ainsi, elles mettent du temps à répercuter les hausses de coûts à leurs clients. C'est pourquoi les publications de ces sociétés ont été sanctionnées par les investisseurs. Les contraintes sur les chaînes d'approvisionnement demeurent fortes, retardant la livraison de commandes d'équipement industriel. Ainsi, nous recherchons des sociétés capables de prospérer dans un environnement complexe, ce qui nous pousse à choisir les leaders du secteur des biens d'équipement. A ce titre, Schneider et Assa Abloy ont l'avantage d'occuper des positions largement dominantes sur leurs marchés respectifs.

Actions Europe	06/05/22	Niveaux				J-7	Variation (en %)		
		17/03/22	31/12/21	T-12 mois			dernier pef	31/12/21	sur 12 mois
MSCI EMU	130,6	136,3	138,8	154,1	142,8	-4,1 <span style="color:red">↓</span>	-5,9 <span style="color:red">↓</span>	-15,2 <span style="color:red">↓</span>	-8,5 <span style="color:red">↓</span>
MSCI EMU Mid Cap	948	982	985	1 094	1 026	-3,4 <span style="color:red">↓</span>	-3,8 <span style="color:red">↓</span>	-13,4 <span style="color:red">↓</span>	-7,6 <span style="color:red">↓</span>
MSCI EMU Small Cap	403,4	417,6	443,3	487,4	486,6	-3,4 <span style="color:red">↓</span>	-9,0 <span style="color:red">↓</span>	-17,2 <span style="color:red">↓</span>	-17,1 <span style="color:red">↓</span>
MSCI Europe	143,9	150,5	150,4	161,7	146,0	-4,4 <span style="color:red">↓</span>	-4,3 <span style="color:red">↓</span>	-11,0 <span style="color:red">↓</span>	-1,5 <span style="color:red">↓</span>
France CAC40	6 258	6 534	6 613	7 153	6 357	-4,2 <span style="color:red">↓</span>	-5,4 <span style="color:red">↓</span>	-12,5 <span style="color:red">↓</span>	-1,6 <span style="color:red">↓</span>
Allemagne DAX30	5 653	5 905	6 058	6 696	6 469	-4,25 <span style="color:red">↓</span>	-6,7 <span style="color:red">↓</span>	-15,6 <span style="color:red">↓</span>	-12,6 <span style="color:red">↓</span>
Italie MIB	23 476	24 252	24 124	27 445	24 495	-3,2 <span style="color:red">↓</span>	-2,7 <span style="color:red">↓</span>	-14,5 <span style="color:red">↓</span>	-4,2 <span style="color:red">↓</span>
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 388	7 545	7 385	7 385	7 076	-2,1 <span style="color:red">↓</span>	0,0 <span style="color:green">↑</span>	0,0 <span style="color:green">↑</span>	4,4 <span style="color:green">↑</span>
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 638	8 995	8 756	8 777	8 148	-4,0 <span style="color:red">↓</span>	-1,3 <span style="color:red">↓</span>	-1,6 <span style="color:red">↓</span>	6,0 <span style="color:green">↑</span>

Sources : Bloomberg Covéa Finance



Antoine Peyronnet

Gérant OPC Actions Europe



# Analyse de l'évolution des marchés

## Analyse de l'évolution des marchés

### Actions Internationales : le regard du gérant

#### L'analyse des marchés :

En **Asie**, les variations de la semaine sont contrastées mais guère significatives car de nombreux marchés ont été fermés plusieurs jours en raison notamment de la célébration de la « Golden Week ». Le marché japonais, en hausse de 1,6% en devise locale, a été soutenu par les déclarations du Premier Ministre Kishida en faveur d'une réouverture des frontières et du redémarrage des programmes d'énergie nucléaire. Tous les autres marchés asiatiques sont en baisse, en raison non seulement des inquiétudes sur la rapidité et l'ampleur de la hausse des taux américains mais aussi des possibles répercussions du ralentissement chinois sur les économies régionales.

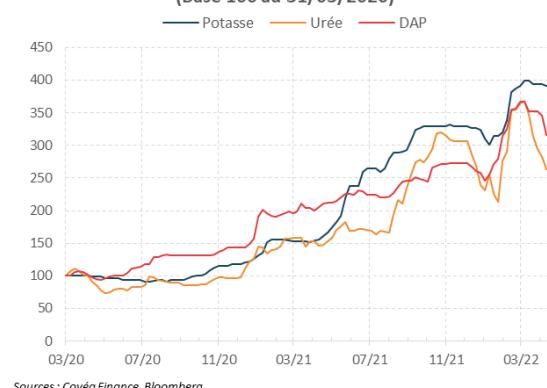
Parallèlement, les tensions commerciales avec la Chine restent vives, notamment autour des ventes d'équipements sensibles : le gouvernement chinois a ainsi ordonné le remplacement des ordinateurs de marques étrangères par des ordinateurs chinois dans toutes les agences gouvernementales (50 Millions d'unités concernées d'ici deux ans) tandis que les autorités britanniques ouvraient deux enquêtes sur les importations de câbles en fibre optique en provenance de Chine sur des soupçons de pratiques anticoncurrentielles (dumping et subventions illégales).

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine à nouveau la semaine en baisse, handicapé par une aggravation des pressions inflationnistes et une Réserve Fédérale résolue à l'endiguer par une politique monétaire restrictive (cf. dernier FOMC). Cette résolution inquiète les investisseurs car elle induit une probabilité plus élevée de récession de l'économie américaine. Parallèlement, la volatilité du marché (indice VIX) revient sur les niveaux relativement élevés de 35%, contre environ 18% en 2021. En termes sectoriels, les pétrolières (hausse de 3,4% du prix du WTI), les financières (hausse des rendements obligataires et pentification de la courbe des taux) et les industrielles (défense et équipements) surperforment l'indice général. A l'inverse, les valeurs de consommation courantes et discrétionnaires (résultats trimestriels décevants) et immobilières (hausse des taux d'intérêts) ont subi des dégagements. La saison de publication des bénéfices touche à sa fin (87% du S&P 500 a publié) avec 67% de surprises positives pour les ventes et 78% pour les bénéfices nets, les meilleures statistiques étant associées aux sociétés technologiques, industrielles et de santé. Les ventes et les bénéfices ont respectivement progressé de 14% et 8% en glissement annuel : les secteurs de l'énergie, des matières premières et de l'immobilier sont en tête.

#### Le Focus de la semaine : les risques sur les approvisionnement d'engrais

La Russie est un important producteur et exportateur d'engrais : pour cette raison, les sanctions financières et les perturbations logistiques induites par la guerre en Ukraine créent une incertitude considérable quant à la capacité du monde agricole à se procurer les trois fertilisants essentiels aux cultures céréalières : l'azote, la potasse et le phosphate. Pour les produits azotés, la Russie représente 15% du commerce mondial, et il n'existe pas de capacités de production alternatives capables de compenser les pertes de volumes russes. En outre, l'envolée des prix du gaz naturel (intron essentiel) a entraîné des arrêts de production en Europe et exacerbé la chute de l'offre. Dans le domaine de la potasse, la production biélorusse (18% des échanges mondiaux), déjà soumise aux sanctions de l'UE et des États-Unis, est en baisse de 90% par rapport à 2020 tandis que la production russe (21%), quoique pas encore été sanctionnée, n'a plus accès aux flottes et aux financements occidentaux. Les capacités excédentaires canadiennes de 4 Millions de tonnes sont mobilisables à l'horizon 2023 mais ne représentent que 15% des productions sous embargo et se situent beaucoup plus haut sur la courbe des coûts. Dans les engrains phosphatés (MAP/DAP), la Russie représente 12% du commerce mondial mais exporte aussi de l'ammoniac vers les grands producteurs situés au Maroc, en Turquie et en Inde. Les capacités excédentaires d'ammoniac sont faibles et ne pourront compenser les volumes russes jusqu'à présent acheminés à travers l'Ukraine (pipeline Pivdenny) pour être chargés à Odessa. Au total, la guerre en Ukraine a remis la sécurité alimentaire au centre des priorités des Etats et devrait redessiner durablement les circuits d'approvisionnement mondiaux en engrais. Dans un contexte de rationnement de la demande et d'envolée des prix, les Etats-Unis et le Canada sont les mieux placés, bénéficiant de réserves abondantes de potasse et d'un avantage de coût très important dans la production de produits azotés et phosphatés (ie faible prix du gaz).

Evolution du cours de la potasse, de l'urée et du DAP  
(Base 100 au 31/03/2020)



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Jean Dominique Seta

Responsable Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)					en €										
	06/05/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois								
Etats-Unis - S&P500	4 123	4 132	4 412	4 766	4 202	-0,2	↓	-6,5	↓	-13,5	↓	-1,9	↓	-0,3	↓	-1,8	↓	-6,8	↓	12,2	↑
Etats-Unis - Dow Jones	32 899	32 977	34 481	36 338	34 549	-0,2	↓	-4,6	↓	-9,5	↓	-4,8	↓	-0,3	↓	0,3	↑	-2,4	↓	8,9	↑
Etats-Unis - Nasdaq	12 145	12 335	13 615	15 645	13 633	-1,5	↓	-10,8	↓	-22,4	↓	-10,9	↓	-1,6	↓	-6,2	↓	-16,3	↓	1,9	↑
Japon Nikkei 300	398	403	401	420	398	-1,2	↓	-0,7	↓	-5,2	↓	0,0	►	-1,8	↓	-5,2	↓	-9,9	↓	-4,4	↓
Corée du Sud KOSPI	2 645	2 695	2 695	2 993	2 611	-1,9	↓	-1,9	↓	-11,7	↓	1,3	↑	-2,7	↓	-1,9	↓	-11,2	↓	2,2	↑
Chine - Shanghai	3 002	3 004	3 224	3 640	3 004	-0,1	↓	-6,9	↓	-17,5	↓	-0,1	↓	-1,5	↓	-7,2	↓	-15,7	↓	10,2	↑
Hong Kong Hang Seng	20 002	21 089	19 532	23 398	28 637	-5,2	↓	2,4	↑	-14,5	↓	-30,2	↓	-5,2	↓	7,2	↑	-8,5	↓	-21,0	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 032	1 076	1 121	1 232	1 341	-4,2	↓	-8,0	↓	-16,3	↓	-23,1	↓	-4,2	↓	-3,3	↓	-9,8	↓	-12,0	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

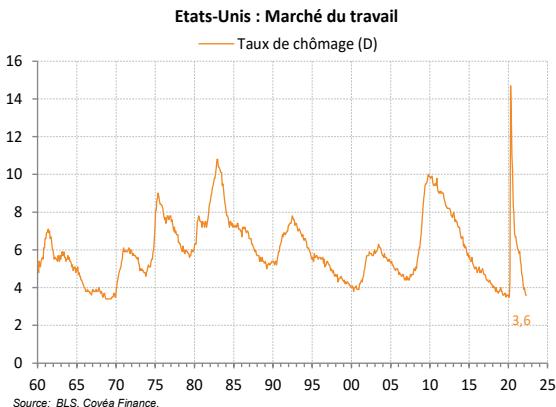
# Suivi Macroéconomique

## Suivi Macroéconomique

### États-Unis

« Confrontée au dérapage de l'inflation, la Réserve fédérale accélère le pas de la normalisation »

**Le comité de politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) a procédé à une hausse des taux directeurs de 50 points de base lors de la réunion du 4 mai**, portant la fourchette cible des taux fed funds à [0,75% ; 1%]. Ce mouvement, largement anticipé suites aux déclarations récentes de membres du comité, intervient après une première hausse de 25 bp en mars. Concernant la trajectoire du resserrement, le Président de la Fed, Jerome Powell, a signalé qu'une augmentation de 50 bp serait envisagée lors des deux prochaines réunions (15 juin et 27 juillet). Il a par contre écarté l'idée d'une hausse de 75 bp, une hypothèse qui n'est pas « activement considérée par le comité ». Les modifications du communiqué de presse, ainsi que les propos de Jerome Powell en conférence de presse, signalent un renforcement de l'inquiétude des banquiers centraux quant au risque inflationniste.



**Concernant la politique quantitative, la réduction du bilan débutera le 1er juin**, en deux phases successives: de juin à août, le montant des titres arrivant à maturité qui ne seront pas réinvestis chaque mois sera de 30 Mds\$ pour les titres du Trésor américain et de 17,5 Mds\$ pour les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS). A partir de septembre ces plafonds seront doublés (60 Mds\$ et 35 Mds\$). Ainsi, le bilan se réduira chaque mois d'un montant de 95 Mds\$. Les bons du Trésor (T-Bills) seront utilisés pour compléter les échéances mensuelles si les remboursements de titres long terme arrivant à maturité sont inférieurs aux plafonds de remboursement. La détention de titres par la Fed devrait donc se réduire de plus de 500 Mds\$ en 2022, puis environ 1100 Mds\$ par an. Les membres envisagent également de vendre activement des MBS une fois que la réduction du bilan sera bien engagée. La Fed détient actuellement environ 8500 Mds\$ de titres (5800 Mds\$ de titres du Trésor et 2700 Mds\$ de MBS), contre environ 4000 Mds\$ début 2020.

**Sur le marché du travail, les embauches restent soutenues malgré la pénurie de travailleurs.** L'économie américaine enregistre 428 000 créations de postes en avril, soit la même progression qu'en mars. Le secteur du tourisme et des loisirs poursuit son dynamisme (78 000 emplois créés) mais la vigueur des embauches s'observe également dans l'industrie manufacturière (55 000), les services aux entreprises (41 000) et le commerce de détail (29 000). Le taux de chômage est resté stable à 3,6% de la population active, mais le taux de participation enregistre un repli de 0,2 point à 62,2% de la population active, après plusieurs mois d'amélioration. La croissance des salaires se modère légèrement, avec une progression de 0,3% sur le mois, contre 0,5% en mars. En rythme annuel, le salaire horaire affiche une croissance de 5,5%.

Du côté des données d'enquête, l'indicateur ISM manufacturier s'inscrit en baisse en avril, passant de 57,1 à 55,4 points. La dégradation de l'indice reflète un recul des composantes production et emploi. Cette chute de la composante emploi serait davantage liée à des difficultés de recrutement qu'à une baisse de la demande d'emploi selon les entreprises interrogées. La composante nouvelles commandes est quasiment stable à 53,5 points. Les délais de livraisons s'allongent de nouveau et retrouvent un point haut depuis novembre dernier (67,2).

\*Du 02/05/2022 au 08/05/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Les entreprises mentionnent les confinements en Chine pour expliquer ce regain de perturbations de la chaîne d'approvisionnement. La dégradation de la composante stocks (51,6 après 55,5) semble confirmer ces contraintes sur l'offre.

L'ISM dans le secteur des services enregistre également un recul au mois d'avril et passe de 58,3 à 57,1 sous l'effet d'une forte baisse de la composante nouvelles commandes (de 60,1 à 54,6) alors que la sous composante production augmente légèrement (de 55,5 à 59,1). La diffusion des tensions inflationnistes au secteur des services se confirme avec une composante prix qui atteint un niveau record de 84,6.

**Sébastien Berthelot**

Responsable de la Recherche Economique



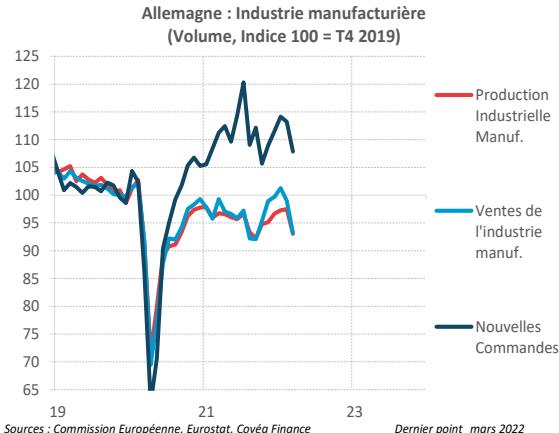
# Suivi Macroéconomique

## Suivi Macroéconomique

### Europe

« L'industrie manufacturière allemande décline en mars »

**La guerre en Ukraine ainsi que les difficultés d'approvisionnement ont pesé sur l'industrie manufacturière en Zone euro.** Au mois d'avril, l'indice PMI manufacturier est en baisse et passe de 53,1 à 50,4. L'indicateur est en retrait en Allemagne, en Espagne et Italie. En France, le PMI manufacturier progresse mais il est soutenu par une augmentation des commandes en prévision des futures hausses de prix. En Allemagne, la sous-composante production est en dessous de 50 ce qui indique une baisse de la production manufacturière pour la 1<sup>ère</sup> fois depuis juin 2020. Cette tendance est confirmée par les chiffres de production industrielle, en baisse en Allemagne (-5% en glissement mensuel), en France (-0,5%) et en Espagne (-1,8%). En Allemagne, la faiblesse de la production se double d'un fléchissement des commandes à l'industrie, en repli de 4,7 % sur le mois, notamment pour les biens d'équipements ce qui signalerait une baisse de l'investissement.



**Cette dégradation conjoncturelle pèse sur l'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne** qui recule au mois d'avril avec la baisse de toutes ses composantes hormis le secteur des services qui progresse. Le secteur de la construction affiche la plus forte baisse, les entreprises interrogées ayant signalé des difficultés de recrutement et des pénuries de matières premières. Les enquêtes montrent aussi que les anticipations de hausse de prix se diffusent à tous les secteurs. Les tensions inflationnistes devraient donc persister d'autant plus que les prix à la production sont en hausse de 5,3%.

**Dans un contexte où l'incertitude persiste alors que le pouvoir d'achat des ménages recule, les ventes au détail en volume marquent le pas au mois de mars 2022 et reculent de 0,4% en Zone euro.** Le recul est généralisé mais plus prononcé en Espagne (-4%), en France (-1,9%) tandis que l'Allemagne enregistre un recul de 0,1%. **Du côté du marché du travail, le taux de chômage atteint 6,8% en mars**, un niveau historiquement faible qui reflète encore d'importantes tensions sur le marché du travail.

Du côté de la BCE, **F. Villeroy de Galhau (Banque de France) s'est joint à ses collègues d'Europe du Nord en estimant qu'un retour à des taux d'intérêts positifs cette année serait « raisonnable »** dans un contexte de risque de « désancrage » des anticipations d'inflation des agents économiques. Le gouverneur de la Banque de France alerte aussi sur les effets inflationnistes de la dépréciation de l'euro tout en soulignant que la BCE ne dispose pas d'objectifs de taux de change. I. Schnabel, membre du directoire, considère, à l'instar d'autres membres, qu'une fin du programme d'achat dès juin et qu'une hausse de taux en juillet apparaît « possible ». F. Panetta, également membre du directoire, adopte un ton moins restrictif et estime qu'une hausse de taux dès juillet serait hâtive eu égard au degré élevé d'incertitude. Il note toutefois qu'une réduction du soutien monétaire reste appropriée.

**Cette semaine, la Commission européenne a proposé un sixième train de sanctions à l'encontre de la Russie.** Ces nouvelles sanctions prévoient l'exclusion de trois nouvelles banques russes du système de messagerie SWIFT. La Commission prévoit aussi un embargo sur les importations de pétrole et de produits pétroliers en provenance de Russie d'ici à la fin de l'année. Ce dernier point est toutefois loin de faire consensus, en particulier au sein des pays d'Europe de l'Est, particulièrement dépendants des hydrocarbures russes. La Hongrie, dont la voix est nécessaire pour que les sanctions puissent être adoptées, a bloqué la mise en place des sanctions. Dans ce contexte, les négociations battent leur plein. Des dérogations pourraient être mises en place pour la Hongrie, la République tchèque et la Slovaquie, qui pourraient ainsi importer du pétrole russe jusqu'en 2024. La Commission réfléchirait également à des aides aux investissements destinés à améliorer les infrastructures pétrolières et à réduire la dépendance à la Russie. Les négociations se poursuivent au cours de la semaine.

**Le comité de politique monétaire de la Banque d'Angleterre a procédé à 6 voix contre 3 à une hausse du taux directeur de 0,25 point de pourcentage, le portant ainsi à 1,0%.** Les trois membres dissidents se sont prononcés en faveur d'une hausse de 0,50 point de pourcentage. Le comité de politique monétaire note que l'invasion de l'Ukraine par la Russie ainsi que les perturbations des chaînes de valeur liées aux politiques sanitaires chinoises entraînent une intensification des pressions inflationnistes à court terme mais aussi une augmentation du risque de récession à moyen terme. Pour autant, les membres de la BoE considèrent que les tensions sur le marché du travail et la hausse continue du prix des intrants justifient un resserrement monétaire. La plupart des membres du comité sont en faveur d'une poursuite de la hausse des taux, et ce malgré la détérioration des perspectives. En effet, dans ses nouvelles prévisions, réalisées sur la base des trajectoires de taux de marché, la BoE a revu ses projections d'inflation significativement à la hausse, avec une inflation qui atteindra un pic de 10,2% au T4 2022 avant de refluer pour atteindre 1,3% au T2 2025. La BoE anticipe désormais une contraction du PIB en 2023 (-0,3%) et une très faible progression en 2024 (+0,3), liée notamment à une contraction de l'investissement et plus généralement, à un ralentissement de la demande intérieure. Ce scénario central suggère que la trajectoire de taux prévue par les marchés (taux directeur qui atteindrait environ 2,5% à la mi-2023) apparaît trop agressive. En effet, à taux constant (à 1% sur la toute la période de projection), la BoE estime que l'inflation atteindra 2,1% au T2 2025, légèrement au-dessus de la cible des 2%.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



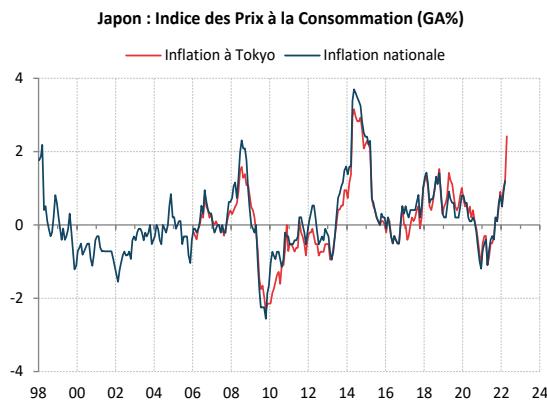
# Suivi Macroéconomique

## Suivi Macroéconomique

### Asie

« Les perspectives économiques restent conditionnées à l'évolution du contexte sanitaire en Chine »

**En Chine, le président Xi Jinping réitère son engagement pour le maintien de la stratégie « zéro-Covid » alors que les restrictions se renforcent à Pékin.** Les autorités ont annoncé vendredi la fermeture de tous les services « non-essentiels » dans le plus gros district de la capitale chinoise, Chaoyang, et de nouvelles campagnes de tests de masse. Les mesures mises en place à Pékin depuis la fin avril (fermeture des écoles, de restaurants, de stations de métro, de complexes sportifs, exigence de montrer un test négatif pour accéder aux espaces publics, ...) n'ont en effet pas permis de baisse significative des contaminations. A Shanghai, si les autorités locales considèrent désormais que l'épidémie est « sous contrôle », les mesures de confinement strictes restent en place et ont même été renforcées dans certains quartiers.



Dans le cadre de la recherche d'autonomie de la Chine vis-à-vis de l'étranger, les autorités ont annoncé que les administrations publiques du pays et les entreprises publiques devront remplacer tous les ordinateurs de marques étrangères par des modèles produits localement et fonctionnant avec des systèmes d'exploitation chinois dans les deux prochaines années.

#### Les pressions inflationnistes sont de plus en plus visibles au Japon.

L'inflation dans la ville de Tokyo a atteint 2,5% en avril en glissement annuel, une accélération marquée après 1,3% en mars mais qui était largement attendue dans la mesure où elle résulte principalement de la fin d'une partie des effets de base liés à la réduction des prix des forfaits téléphoniques par le gouvernement au cours de l'année 2021. Ce mouvement est particulièrement visible au niveau de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) qui repasse en territoire positif à 0,3% en glissement annuel après -1% en mars. Outre cet effet mécanique, la progression de l'inflation reste le reflet de la hausse des prix de produits importés, tels que l'énergie (dont l'inflation reste contenue par des mesures gouvernementales) et l'alimentation, mais aussi du redressement de la demande en lien avec la réouverture de l'économie. L'inflation de la ville de Tokyo peut servir d'indicateur avancé de l'inflation nationale japonaise qui ne sera publiée que le 19 mai – au cours des 3 derniers mois, l'inflation annuelle de Tokyo et celle de l'ensemble du Japon n'ont différé que de 0,1 point de pourcentage.

**La Banque centrale australienne (RBA) annonce une première hausse de taux en plus de 11 ans.** Après avoir décidé de cesser les opérations d'achats d'actifs en février dernier, le Comité de politique monétaire a annoncé, à l'issu de sa réunion de mai, que le taux directeur de la RBA serait monté de 25 points de base à 0,35%. En outre, le gouverneur Philip Lowe a laissé clairement entendre que le resserrement de la politique monétaire se poursuivrait dans les mois à venir face au resserrement du marché du travail et surtout à l'accélération des prix. L'inflation australienne a en effet atteint 5,1% en GA au premier trimestre 2022, bien au-delà de la cible de la banque (entre 2% et 3%), alors que l'inflation sous-jacente a également atteint un niveau élevé à 4%. Contrairement à ce que laissaient entendre les dernières communications de la RBA, elle n'a finalement pas attendu que la croissance des salaires ne dépasse la cible de 3% pour augmenter son taux directeur.

**La Banque centrale indienne (RBI) a également rejoint le bal du resserrement monétaire.** La RBI a annoncé une hausse de 40 points de base de son taux de refinancement qui atteint 4,4%. Il s'agit du premier mouvement de taux depuis la baisse de 40 points de base de mai 2020. En outre, la RBI a annoncé une hausse de 50 points de base du ratio de réserves obligatoires des banques qui atteint ainsi 4,5%. Ces annonces ont quelque peu surpris dans la mesure où elles ont été annoncées à l'occasion d'une réunion qui n'était pas programmée dans le calendrier des réunions de politique monétaire, d'autant que les derniers communiqués n'avaient pas laissé transparaître d'urgence dans la nécessité de monter les taux. Ce resserrement monétaire vise à contenir l'accélération de l'inflation qui a atteint 7% en mars, dépassant ainsi largement la cible d'environ 4%, tirée par les prix de l'énergie et de l'alimentation. Alors que les perspectives restent en faveur d'une accélération des prix, la RBI devrait annoncer d'autres hausses de taux au cours des 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.