

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

28 mars 2022

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Dettes d'honneur

Le rapport annuel de la Cour des Comptes met en lumière sans surprise la dégradation des finances publiques françaises : la dette publique à 113.5% du PIB en 2021 est 16 points plus haut qu'en 2019 et le déficit structurel représente le double de son niveau d'avant crise. Si ce déficit structurel est toujours source de différences selon les institutions (en 2019, il était de 2.2% selon les services de l'Etat, 2.3% selon la Commission européenne, 2.1% selon l'OCDE et 2.5% selon le FMI), il traduit bien la dégradation de la situation de nos finances publiques indépendamment de l'impact de la conjoncture.

Au-delà du constat de notre endettement dont l'ampleur même est constitutive de sa propre insoutenabilité, la situation de notre dette au regard de celle de nos partenaires dans l'Union européenne et la zone euro fait peser un risque de divergence croissant avec les pays membres et de rupture de la cohésion européenne. Car l'écart de trajectoire entre les 2 membres que sont la France et l'Allemagne est de nature à refaire surgir le spectre de l'éclatement de la zone euro. Ainsi, les prochaines discussions, sous la Présidence française du Conseil de l'Union européenne, autour de la renégociation du pacte de stabilité et de croissance, après ces 2 années exceptionnelles, devraient traduire ces oppositions intestines. Elles stigmatiseront l'opposition entre les pays soucieux de conserver des objectifs de « sérieux » budgétaire et ceux refusant les mesures d'austérité correctrices pour revenir aux engagements fondateurs de la monnaie unique.

La dette pose la question de la solidarité européenne. Elle remet aussi à jour la notion de souveraineté, ce « caractère d'un Etat qui n'est soumis à aucun autre Etat ». Or, à l'heure des quêtes de souveraineté, la dette porte bel et bien en elle la dépendance à l'épargne des autres, souvent non résidentes (pays, entreprises, ménages). Une dépendance rendue possible depuis des décennies par la libre circulation des capitaux. Plus récemment, l'assurance d'un acheteur complaisant et supranational, la BCE, de notre dette « souveraine » a pu laisser croire que ce lien entre dette et liberté était rompu. La fin des programmes d'achats d'actifs, la remontée des taux d'intérêt et la concurrence des Etats émetteurs, sur fond de transitions en tout genre, pourraient rendre douloureux le renouvellement des dettes des débiteurs les plus faibles...

### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

**Francis Jaisson**

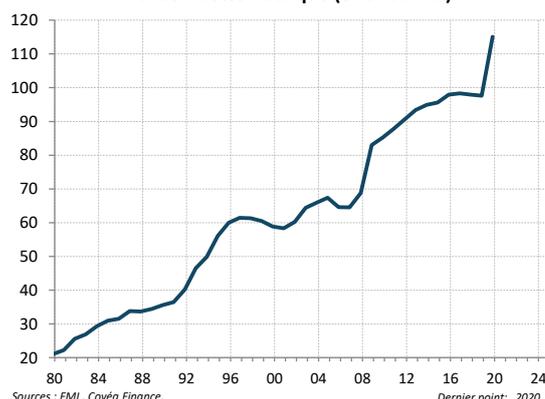
Directeur général délégué en charge des gestions



### Focus de la semaine

« La dette pose la question de la solidarité européenne »

France : Dette Publique (en % du PIB)



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	25/03/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,098	1,109	1,176	-1,0	-6,6
€ / £	0,833	0,844	0,857	-1,2	-2,7
€ / Yen	134,04	131,54	128,45	1,9	4,4
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	121	107	62	13,1	94,8
Indice CRB*	634	626	506	1,3	25,3
Prix de l'once d'Or	1 954	1 943	1 725	0,6	13,3
Prix de la tonne de cuivre	10 267	10 243	8 780	0,2	16,9
Indice Baltic Dry**	2 544	2 588	2 172	-1,7	17,1
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 :

Les hausses de taux sont importantes sur la semaine : +31 pb sur le 10 ans américain à 2.46%, +17pb sur le 10 ans français à 1%. L'OAT 10 ans n'avait pas atteint ce niveau depuis février 2018. Le mouvement trouve son origine dans les nouvelles tensions sur les prix des matières premières et dans le discours de J. Powell qui contribue à renforcer les anticipations de hausse de taux Fed funds, désormais attendus par le marché à 2.50% en fin d'année. Dans cette configuration, la courbe américaine est totalement plate sur un niveau de 2.60% du 3 au 30 ans. L'Europe suit le mouvement dans une moindre mesure. Là aussi, le marché révisé ses attentes et voit à présent des taux de dépôts proches de 0% en fin d'année.

Sur le marché du crédit, on note, pour la première fois depuis plusieurs semaines, une reprise d'activité sur le marché primaire avec 24Md€ d'émissions rencontrant une bonne demande de la part des investisseurs .

### Le Focus de la semaine : Remontée des taux de défaut en Europe

L'invasion de l'Ukraine par la Russie commence à avoir des effets concrets sur les taux de défaut des entreprises. Le dernier rapport de l'agence de notation Moody's, pour le mois de février, fait état de dix événements de défaut dont huit concernent des banques ukrainiennes.

Ces événements de défaut sont consécutifs à l'arrêt de l'activité économique du pays et à l'intervention de l'Etat ukrainien imposant un contrôle des capitaux.

Le taux de défaut 12 mois glissant de la catégorie spéculative (notation inférieure à Baa3) amorce un changement de tendance et remonte ainsi à 2% fin février.

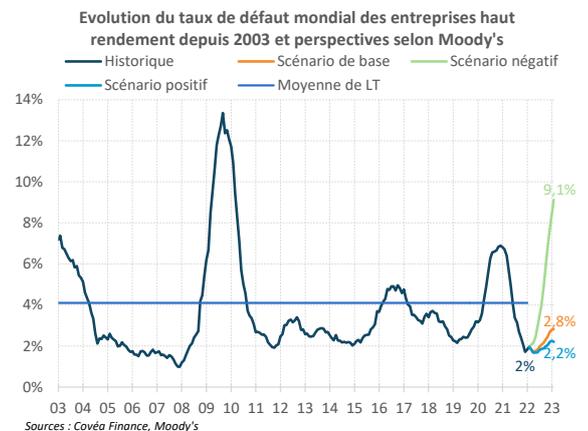
Ce niveau reste toutefois très inférieur à la moyenne de long terme qui se situe à 4.1%.

A ce stade, deux secteurs sont particulièrement contributeurs à cette tendance : les banques ukrainiennes donc et le secteur de la construction chinois. L'agence de notation anticipe dans son scénario central une poursuite de la hausse des défauts jusqu'à 2.8% à horizon 1 an avec un point haut des taux de défaut en Europe à 3.1%.

Cependant, les risques à ce scénario apparaissent importants. D'une part, les mesures de contrôle des capitaux et les sanctions pourraient entraîner davantage de défauts en Ukraine mais aussi en Russie, y compris de la part d'entreprises pourtant saines financièrement. Certains paiements de coupons d'émetteurs russes tels que Severstal, entreprise sidérurgique, ou Uralkali, producteur de potasse, sont, par exemple, aujourd'hui bloqués en raison de sanctions frappant certains actionnaires ou dirigeants.

Dans le cas d'une série de défauts d'émetteurs russes, Moody's prévoit une remontée du taux global à 9.1% et à 12.4% pour l'Europe.

Au-delà de ce risque localisé mais qui peut connaître des développements inattendus par effet de dominos, les conséquences de l'invasion et des sanctions risquent de dégrader plus globalement les conditions financières et de déstabiliser les entreprises les plus fragiles.



Sources : Covéo Finance, Moody's

**Eric Le Coz**

Responsable équipe Gestion Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)		
	25/03/22	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	2,47	2,15	2,17	1,51	1,63	32	30	96	84	20	11	
Allemagne	0,59	0,37	0,39	-0,18	-0,38	21	20	76	97	73	11	
France	1,02	0,83	0,84	0,20	-0,14	19	18	82	115	112	46	
Italie	2,08	1,89	1,90	1,17	0,58	19	18	91	150	189	50	
Royaume-Uni	1,70	1,50	1,57	0,97	0,73	20	13	72	97	29	18	
Japon	0,24	0,21	0,21	0,07	0,09	3	3	17	15	26	73	
<b>Crédit</b>												
Indice Itraxx Main	79,9	70,4	70,2	47,8	54,5	9,5	9,7	32,1	25,3			
Indice Itraxx Crossover	368,5	339,5	334,3	241,7	271,2	29,1	34,2	126,8	97,4			

Sources : Bloomberg, Covéo 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 :

Après le fort rebond des dernières semaines du MSCI Europe qui lui a permis de revenir au niveau pré-invasion de l'Ukraine, celui-ci marque une pause, en recul de -0.2% pour une performance annuelle de -6.3%. Les marchés européens restent soutenus par les performances positives de la Norvège et du Royaume-Uni, qui bénéficient du poids important des sociétés pétrolières. Le MSCI Euro recule plus fortement sur la semaine, de -1%, confirmant la tendance aperçue depuis le début d'année. Il est en recul de -10.3%.

L'activité des entreprises a été marquée par de premiers avertissements conséquents pour l'industrie, comme les sociétés Palfinger, société autrichienne d'engins de manutention, souffrant de l'activité en Russie, tant pour des raisons de vente que de disponibilités d'équipements. Ces annonces traduisent évidemment un environnement qui se dégrade nettement en Europe ces dernières semaines et pointent la nécessité d'être vigilants tant sur les débouchés des entreprises en Russie et en Ukraine que sur les conséquences des sanctions sur les approvisionnements des entreprises.

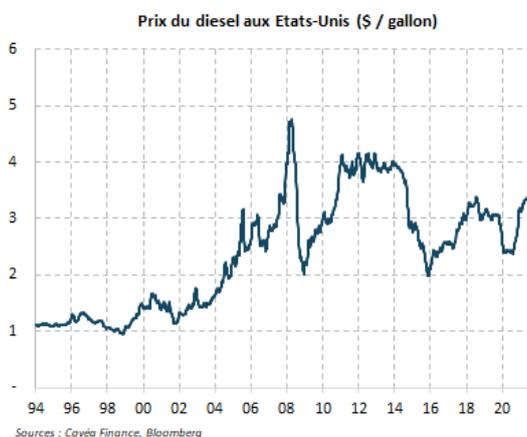
### Le Focus de la semaine : Le diesel, risque d'amplification de la crise énergétique ?

Les automobilistes qui vont chercher leur diesel à la pompe, ont sûrement été surpris ces derniers jours : le prix de ce dernier s'affiche au-dessus de celui de l'essence. Une situation exceptionnelle, conséquence directe de l'évolution des prix de l'énergie depuis la survenance de la pandémie.

Les stocks des produits distillés ont commencé l'année à des niveaux extrêmement bas, notamment celui du diesel, et surtout en Europe. Ils étaient inférieurs de 8% à la moyenne des 5 dernières années. L'Europe est structurellement importatrice de produits diesel, elle importe principalement de Russie et d'Arabie Saoudite. La France, par exemple, importait un quart de son diesel de Russie en 2020, selon l'Union Française des Industries Pétrolières. La crise en Ukraine, et ses conséquences, aggrave donc cette pénurie, qui induit donc une hausse des prix, mais, plus grave, qui fait porter aussi le risque de rationnement à venir de ce carburant essentiel. En Europe, si le diesel est aussi important c'est qu'il représente plus de 40% du parc automobile européen. Il s'agit donc d'un sujet important pour les ménages, en particulier. Surtout, comme ailleurs, y compris aux Etats-Unis, il est essentiel à de nombreuses industries :

le fret, notamment, repose sur le diesel, les véhicules pour les industries de la construction, de la pêche et de l'agriculture. Sans ce combustible, l'impact sur la croissance sera violent, ces industries seront partiellement à l'arrêt. Et pour certaines, cela s'ajoutera aux situations critiques de ces filières. D'autant que les alternatives ne sont pas légions, et que le temps manque en raison du niveau de stocks. Certains, comme TotalEnergies, ont déjà annoncé vouloir se fournir ailleurs, notamment en Arabie Saoudite. Mais son président a aussi suggéré que cela concernait surtout la France. Pour les autres pays, la situation risque d'être compliquée, notamment en Allemagne. L'Allemagne, dont la dépendance à la Russie s'étend également fortement au diesel, pas seulement au gaz. BP et Shell ont annoncé, il y a quelques jours, ne plus vouloir s'engager à y livrer des cargos de diesel, de peur de ne pouvoir les remplir. Plus généralement, ces approvisionnements alternatifs, qui doivent respecter les normes environnementales européennes, ne sont pas légions et surtout, cela se fera au détriment d'autres zones, comme l'Amérique Latine ou l'Asie, comme pour le gaz. La pénurie risque donc de se propager et de toucher durement l'économie mondiale.

Restera alors pour les pays à imposer des rationnements, qui, comme le soulignait le ministre allemand de l'économie la semaine dernière, seront des décisions politiques. Le retour de mesures comme dans les années 1970 ne sont plus inimaginables comme les limitations de vitesse sur les autoroutes. En tout état de cause, la crise du diesel risque d'être un nouvel événement négatif pour la croissance mondiale, et particulièrement européenne. L'inflation s'en trouve renforcée, et les perspectives de croissance s'assombrissent. La pression exercée sur les banques centrales sera d'autant plus importante. Le rebond récent des marchés actions est donc à mettre en perspective des challenges importants auxquels l'économie fait face et que nous avons décrits dans nos perspectives économiques et financières.



Jacques-André Nadal

Responsable du Pôle Gestion Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	25/03/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois		
MSCI EMU	138,1	139,5	138,8	154,1	136,8	-1,0	↓	-0,5	↓	1,0	↑
MSCI EMU Mid Cap	984	993	985	1 094	985	-0,9	↓	-0,1	↓	-0,1	↓
MSCI EMU Small Cap	438,3	443,0	443,3	487,4	452,4	-1,1	↓	-1,1	↓	-3,1	↓
MSCI Europe	151,4	151,8	150,4	161,7	140,3	-0,2	↓	0,7	↑	8,0	↑
France CAC40	6 554	6 620	6 613	7 153	5 952	-1,0	↓	-0,9	↓	10,1	↑
Allemagne DAX30	6 023	6 069	6 058	6 696	6 307	-0,74	↓	-0,6	↓	-4,5	↓
Italie MIB	24 559	24 222	24 124	27 445	24 219	1,4	↑	1,8	↑	1,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 483	7 405	7 385	7 385	6 675	1,1	↑	1,3	↑	12,1	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 982	8 830	8 756	8 777	7 793	1,7	↑	2,6	↑	15,3	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

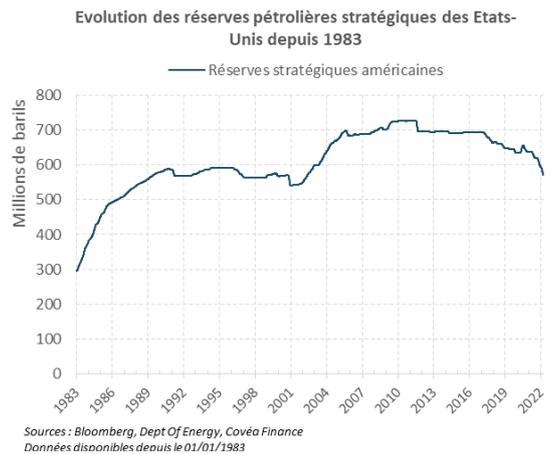
### L'analyse des marchés :

Portés par les secteurs de l'énergie, des matières premières et de la finance, les **marchés asiatiques** ont poursuivi leur progression sur la semaine (Japon, Australie, Taiwan, Corée). En Chine, le marché est resté soutenu par les déclarations récentes des autorités en faveur d'un assouplissement de la pression réglementaire envers les entreprises technologiques et des plans de soutien aux promoteurs immobiliers. L'important programme de rachat d'actions annoncé par Alibaba (+\$10 milliards à \$25 milliards) a permis à ces valeurs de rebondir très sensiblement. Dans un contexte d'approvisionnement énergétique en recomposition, la Chine s'emploie à réduire sa dépendance en gaz naturel américain et australien (50% de ses importations) en s'appuyant sur les ressources russes : Power of Siberia 2, d'une capacité de 50 mds m3/a, devrait être opérationnel cet été et plus que doubler les volumes de Power of Siberia (38 Mds m3/a). En outre, des négociations concernant la construction de 4 autres gazoducs russes ont été entamées et confirment un changement radical de la géopolitique de l'énergie.

Dans un contexte géopolitique toujours très incertain, les **actions américaines** progressent de 1,8% malgré les inquiétudes persistantes concernant la nécessité pour la Réserve fédérale de relever ses taux d'intérêt de manière plus agressive. En termes sectoriels, l'énergie (suite au rebond de 7,3% des cours du WTI) et les matières premières sont en hausse sensible. Les valeurs de technologie (semi-conducteurs) et de services de communication (internet), largement portées par les GAFAM, surperforment aussi l'indice général. En revanche, malgré la forte hausse des rendements obligataires, les financières souffrent de l'aplatissement de la courbe des taux. Du point de vue des entreprises, nous notons les interventions d'Intel et de Micron devant la commission du commerce du Sénat pour obtenir un soutien accru de l'Etat pour faciliter la relocalisation de la production de semi-conducteurs. De son côté, Nvidia a ouvert la voie à une possible production de ses puces via Intel sur le sol américain.

### Le Focus de la semaine : Les conséquences de la baisse des réserves stratégiques américaines de pétrole sur la production à moyen terme

Depuis le choc pétrolier de 1973, les états membres de l'OCDE sont encouragés à détenir des stocks stratégiques de pétrole représentant 90 jours d'importation. Cette mesure est destinée à pouvoir absorber d'éventuels chocs tant sur l'offre que sur la demande. Depuis plusieurs années aux États Unis, nous assistons à une baisse des réserves stratégiques de pétrole, étant passées de plus de 700 millions de barils au pic en 2010 à 571.3 au 23 mars (soit 68 jours ou 25% plus bas que les préconisations de l'Agence Internationale de l'Energie). En 2018, le Congrès, via le bipartisan Budget Act a décidé de rendre possible une baisse des réserves stratégiques de 58 millions de barils sur 8 ans. En 2019 et 2020 c'est environ 15 millions de barils qui ont été vendus, mais face au déficit d'offre et d'une demande dynamique, le mouvement s'est accéléré récemment avec 18 millions de barils vendus depuis le début de l'année 2022 (soit l'équivalent d'un peu moins d'une journée de demande de pétrole aux Etats-Unis). Ces barils vendus permettent certes de soulager temporairement et à la marge la tension existante sur le marché, mais devront aussi être « remis » en réserve par les sociétés qui les ont achetés (obligation leur est faite de retourner ces barils à terme). Il semble donc nécessaire que la production américaine croisse à nouveau à l'avenir. La production s'élève aujourd'hui à 11.6 millions de barils par jour soit 1.5 millions en-dessous du niveau de pré-pandémie. Les prévisions font état d'une croissance de la production de 1 million de barils par jour d'ici fin 2022. Ces prévisions paraissent optimistes au regard des problèmes d'approvisionnement en sable, en produits chimiques mais aussi du sous-investissement ces dernières années dans les appareils de forage et dans les équipements de production et de transport. Par ailleurs, les équipes de forage expérimentées sont peu nombreuses et le recrutement n'est pas aisé. La production devrait croître de manière plus importante en 2023. A ce titre, nous notons que le retrait récent de la candidature de Sarah Raskin au poste de vice-présidente de la Fed (partisane de mesures sur la sphère bancaire contraignant plus fortement les financements des industries pétrolières et gazières) devrait permettre, à court terme, de donner les moyens financiers pour appuyer les intérêts stratégiques américains, au dépend des enjeux climatiques de long terme.



Sophie Pons

Gérante Actions Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
						en devise locale			en €												
	25/03/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	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	4 543	4 463	4 412	4 766	3 910	1,8	↑	3,0	↑	-4,7	↓	16,2	↑	2,4	↑	4,0	↑	-1,3	↓	24,5	↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 861	34 755	34 481	36 338	32 619	0,3	↑	1,1	↑	-4,1	↓	6,9	↑	0,9	↑	2,1	↑	-0,7	↓	14,5	↑
Etats-Unis - Nasdaq	14 169	13 894	13 615	15 645	12 978	2,0	↑	4,1	↑	-9,4	↓	9,2	↑	2,6	↑	5,1	↑	-6,2	↓	16,9	↑
Japon Nikkei 300	418	403	401	420	418	3,8	↑	4,4	↑	-0,3	↓	0,0	↔	2,0	↑	2,4	↑	-2,7	↓	-4,2	↓
Corée du Sud KOSPI	2 730	2 707	2 695	2 993	2 730	0,8	↑	1,3	↑	-8,8	↓	0,0	↑	0,7	↑	0,9	↑	-8,7	↓	-0,3	↓
Chine - Shanghai	3 212	3 215	3 224	3 640	3 215	-0,1	↓	-0,4	↓	-11,7	↓	-0,1	↓	0,1	↑	0,1	↑	-9,0	↓	10,1	↑
Hong Kong Hang Seng	21 405	21 412	19 532	23 398	27 900	0,0	↓	9,6	↑	-8,5	↓	-23,3	↓	0,5	↑	10,6	↑	-5,7	↓	-18,4	↓
Marchés Emergents - MSCI	1 125	1 123	1 121	1 232	1 288	0,2	↑	0,4	↑	-8,7	↓	-12,7	↓	0,8	↑	1,4	↑	-5,5	↓	-6,5	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### La guerre en Ukraine perturbe les chaînes d'approvisionnement et augmente les coûts dans l'industrie

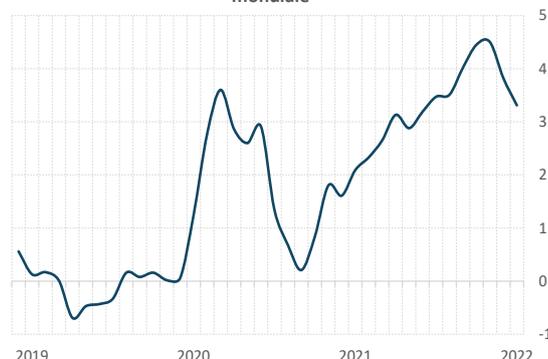
La flambée des prix de l'énergie, les coûts plus élevés des transports et des matières premières, et la pénurie de certains intrants posent de nouveaux défis pour le secteur industriel. Selon l'enquête sur les entreprises de la Commission européenne, plus de 50% des entreprises industrielles de l'Union Européenne sont actuellement confrontées à une pénurie de matériaux et d'équipements limitant ainsi leur production.

Par exemple, d'après le cabinet S&P Global Mobility, la guerre en Ukraine devrait empêcher la production de 2,6 millions de véhicules utilitaires légers en 2022 et 2023 dans le monde. En effet, l'industrie automobile a été affectée par l'aggravation de la pénurie de semi-conducteurs et a rencontré des problèmes d'approvisionnement liés aux composants en provenance d'Ukraine. La production de semi-conducteurs nécessite deux matériaux critiques : le néon et le palladium. Le néon, qui est un gaz indispensable au fonctionnement des lasers pour graver les puces, est produit pour moitié en Ukraine. La Russie fournit 37% de l'offre mondiale de palladium utilisé pour le placage et la finition des semi-conducteurs. Aussi, l'Ukraine représente 7% des importations de faisceaux de câbles utilisés par les constructeurs automobiles européens, forçant certains d'entre eux (Volkswagen) à suspendre leur production pendant une dizaine de jours en mars.

Dans le secteur des équipements industriels et des machines-outils, qui avait connu un vif rebond en 2021, de nouvelles tensions sur les chaînes d'approvisionnement sont présentes. Les fabricants de machines-outils, qui importent des composants en provenance d'Asie, sont confrontés à des coûts de fret élevés, l'invasion russe de l'Ukraine ayant conduit à la hausse des tarifs des conteneurs et des coûts d'assurance. A titre d'exemple, l'indice « *Shanghai Containerized Freight Index* » était de 4 587 dollars en moyenne au mois de mars, soit une augmentation de 73% par rapport à l'année précédente.

Dans le secteur des produits pour l'industrie du bâtiment, on note de nouvelles contraintes sur les sociétés qui produisent des matériaux de construction en aluminium et en verre. Ces sociétés doivent en effet aujourd'hui faire face au prix élevé de l'aluminium (il a atteint près de 4 000 dollars par tonne au mois de mars, un record), ce qui devrait affecter leurs coûts de production, augmenter leurs besoins en fonds de roulement et leurs dettes à court terme. Il existe aussi des goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement du verre. La production de verre européen est actuellement entre les mains de cinq grandes entreprises, et l'une d'entre elles possède plusieurs usines en Ukraine.

Indice de pression sur la chaîne d'approvisionnement mondiale



Sources : Covéa Finance, Federal Bank of New York Global Supply Chain Pressure Index.

**Victor Labate**

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

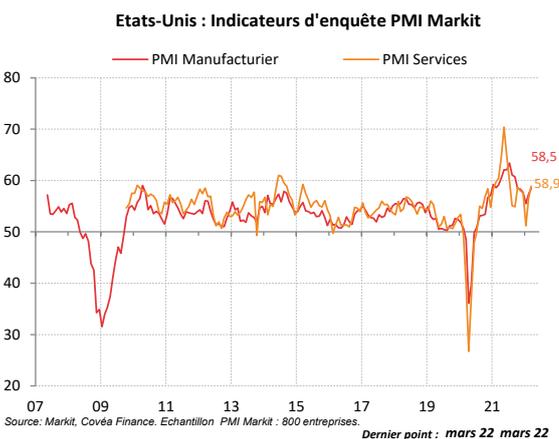
« Les données d'enquête restent bien orientées en dépit des craintes liées au conflit en Ukraine »

**Les indicateurs d'enquête auprès des entreprises font part d'un certain rebond de l'activité en mars, consécutif à l'amélioration des conditions sanitaires.** Contrairement au sentiment relevé en Europe, il semble que les conséquences de la guerre en Ukraine ne pèsent pas à ce stade sur l'appréciation de la dynamique d'activité. L'indicateur d'enquête manufacturier de la Fed de Richmond enregistre ainsi un net redressement sur le mois et s'établit à +13, contre +1 en février. Le rapport est largement favorable avec des hausses prononcées des composantes nouvelles commandes et livraisons, et dans une moindre mesure de l'emploi. Par ailleurs l'indicateur PMI manufacturier, publié par Markit, s'inscrit également en hausse à 58,5 (57,3 en février), un niveau décrivant une croissance robuste de l'activité. Markit indique que l'assouplissement des contraintes sanitaires a compensé les inquiétudes concernant la guerre en Ukraine. De

même l'indice PMI dans le secteur des services progresse à 58,9, après 56,5 en février. Les sous-composantes prix payés et délais de livraison suggèrent des difficultés d'approvisionnement toujours prégnantes.

**Les commandes de biens durables ont fléchi en février, après 4 mois consécutifs de progression.** La contraction mensuelle de 2,2% repose largement sur une chute du secteur aéronautique (-18%), dont les variations peuvent être très marquées. Les commandes de véhicules routiers sont également en retrait (-0,5% après -0,7% en février), confirmant le maintien de difficultés du secteur toujours affectés par les pénuries de composants. Hors transport, les commandes s'inscrivent en baisse (-0,6%) pour la première fois depuis un an.

**Dans l'immobilier, les ventes de logements neufs enregistrent un second mois consécutif de déclin en février** (-2% après -8,4% en janvier). Cette modération intervient après une fin d'année 2021 euphorique, au cours de laquelle le rythme des ventes pourrait avoir atteint un pic. Les prix immobiliers restent très élevés et témoignent d'un marché immobilier caractérisé par un déséquilibre entre offre et demande, malgré l'augmentation récente du nombre de logements neufs disponibles à la vente. La conjonction de prix au plus haut et du rebond significatif des taux hypothécaires en ce début d'année, pourrait toutefois tempérer la demande, ce que peut suggérer la modération des ventes en ce début d'année.



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Ventes logements neufs	Milliers d'unités févr.-22	772	788	828	773
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice mars-22	59,4	62,8	81,5	77,6

\* Du 21/03/2022 au 27/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Les déclarations de Jerome Powell cette semaine devraient par ailleurs contribuer à la poursuite de la remontée des taux.** Le Président de la Réserve fédérale a insisté sur la nécessité d'agir rapidement pour ramener la stabilité des prix. Ces propos renforcent le pivot opéré lors de la réunion de politique monétaire du 16 mars vers une approche plus agressive pour lutter contre l'inflation et suggèrent qu'une hausse de taux de 50 points de base pourrait être annoncée lors de la prochaine réunion du 4 mai.

**Sur le plan commercial, l'administration Biden a renouvelé les exemptions tarifaires pour 352 articles importés en provenance de Chine après l'expiration des exemptions précédentes.** Les articles concernés comprennent certains types de pièces de vélos, de moteurs électriques, de machines, de produits chimiques, de fruits de mer et de sacs de voyage. Par ailleurs, les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont conclu un accord commercial pour mettre fin aux droits de douanes sur l'acier et l'aluminium britannique. Ces taxes de respectivement 25% et 10% avaient été mises en œuvre par l'administration Trump. Le Royaume-Uni mettra fin en parallèle aux droits de douanes sur le whisky, les motos et le tabac américain. De tels accords de désescalade des tensions douanières avaient été conclus ces derniers mois par l'administration Biden avec l'UE et le Japon.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

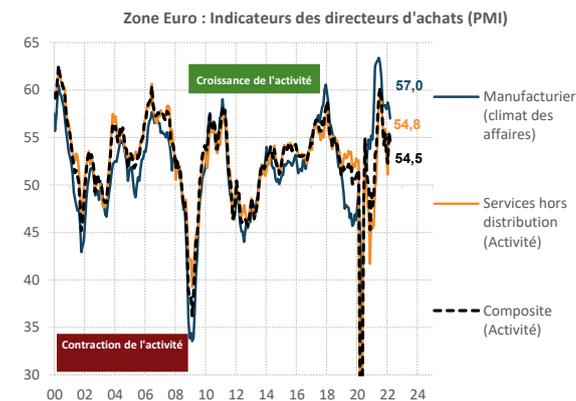


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Les gouvernements européens annoncent de nouveaux soutiens aux ménages face à l'inflation »

**L'indicateur de climat des affaires des directeurs d'achats (l'indice PMI) décrit un ralentissement de la croissance de l'activité en Zone euro au mois de mars.** L'indice composite s'est replié de 55,5 en février à 54,5 en mars, l'impact de la guerre en Ukraine ayant effacé les effets positifs de l'assouplissement des restrictions sanitaires. C'est dans l'industrie manufacturière que le repli a été le plus marqué, l'indicateur ayant été freiné par un fort ralentissement des nouvelles commandes. En parallèle, le PMI des services enregistre une baisse plus modeste, grâce à la hausse de la demande liée à l'assouplissement des restrictions sanitaires. Par pays, la France s'inscrit à contre-courant de la tendance générale, avec un PMI composite en hausse ce mois (+0,7 point), tandis qu'il se replie en Allemagne (-1 point). Les enquêtes nationales du climat des affaires illustrent au contraire une tendance similaire en France et en Allemagne, l'indicateur de l'INSEE et de l'IFO rapportant une contraction de l'activité dans les deux pays. Du côté des consommateurs, le poids des incertitudes et les pressions inflationnistes se traduisent par un recul marqué de la confiance en mars d'après l'enquête de la Commission européenne.



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : mars 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Services	Indice mars-22	54,8	55,5	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice mars-22	57,0	58,2	48,6	60,2
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA% févr.-22	4,4	4,4	7,1	4,3
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice mars-22	82,4	99,1	92,5	100,1
RU	PMI Services	Indice mars-22	61,0	60,5	45,9	56,1
	PMI Manuf.	Indice mars-22	55,5	58,0	50,2	59,2
	Inflation	IPC, NCVS, GA% févr.-22	6,2	5,5	0,9	2,6

\*Du 21/03/2022 au 27/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Les flux mensuels de prêts aux entreprises non financières en Zone euro se redressent quelque peu en février.** L'encours des prêts aux entreprises non financières progresse ainsi de 11,5 Mds€ sur le mois après seulement 2,6 Mds€ en janvier. Cette évolution reste toutefois bien inférieure au flux de 78,9 Md€ enregistré en décembre en lien avec la fin de la période spéciale du TLTRO III. En glissement annuel, la croissance des prêts aux entreprises non financières conserve ainsi une dynamique prononcée à 4,4%. Du côté des ménages, la croissance des prêts reste dominée par les prêts immobiliers malgré un redressement des crédits à la consommation sur le mois.

**L'Allemagne et l'Italie annoncent de nouvelles mesures de soutien face à l'inflation.** Le gouvernement allemand devrait préciser prochainement le détail d'un second plan d'environ 16 Mds€ d'aide aux ménages, quatre semaines après l'annonce d'un premier plan de taille similaire. Les mesures devraient notamment inclure une baisse sur trois mois des prix des carburants et une hausse temporaire de l'utilisation de charbon. **L'Allemagne s'est notamment engagée à mettre un terme à sa dépendance au gaz naturel russe d'ici l'été 2024** en le substituant notamment à des importations de gaz naturel liquéfié américain. Le pays annonce également ne plus dépendre de la Russie pour son approvisionnement en charbon d'ici l'automne prochain et réduire sa dépendance en pétrole de moitié d'ici la fin de l'été 2022. En Italie, le gouvernement a adopté un plan de 4,4 Mds€ pour soutenir les ménages et les entreprises affectées par la hausse des prix qui sera financé par une taxe sur les profits exceptionnels des entreprises énergétiques.

Du côté de la Commission européenne, la possibilité d'organiser des achats conjoints de gaz naturel à l'échelle européenne et un nouvel assouplissement des règles sur les aides d'Etats visant à permettre au pays de l'UE de soutenir leurs entreprises face à l'inflation sont actuellement en discussion.

**Au Royaume-Uni, l'inflation a poursuivi son accélération en février et a atteint une croissance annuelle de 6,2%** (contre 5,5% le mois précédent), son niveau le plus élevé depuis 30 ans. La croissance des prix de l'énergie reste très élevée (à 22,7%), et devrait accélérer dans les mois à venir en raison de la révision à la hausse par le régulateur des prix de l'électricité, qui devraient augmenter de 54% en avril. Par ailleurs, on note une diffusion des tensions inflationnistes dans l'ensemble de l'économie, avec une inflation sous-jacente qui s'établit à 5,2% en glissement annuel au mois de février, après 4,4% enregistré en janvier. Selon l'OBR, l'organe gouvernemental en charge des projections économiques du gouvernement, les pressions inflationnistes devraient s'intensifier dans les prochains mois pour atteindre 7,4% en moyenne en 2022. Au niveau des autres données économiques, les ventes au détail enregistrent une baisse inattendue de 0,3% en février par rapport à janvier, ce qui semble refléter les effets de la hausse des prix sur la demande, tandis que l'indicateur PMI composite est en léger repli pour le mois de mars. **Face à la hausse des prix, le gouvernement britannique déploie un plan de 9 Mds£ de soutien aux ménages.** A l'occasion de l'annonce budgétaire du printemps, le Chancelier de l'échiquier a dévoilé une baisse de 6 Mds£ des cotisations à la sécurité sociale et une baisse de la taxe sur le carburant à hauteur de 5 centimes par litre pour un coût estimé à 2,4 Mds£. Selon l'OBR, ces mesures de soutien ne compenseraient qu'un sixième de la hausse net des impôts annoncée par le gouvernement sur les deux dernières années et qu'un tiers de la baisse du revenu réel des ménages prévue cette année. Pour financer ces mesures, le gouvernement a bénéficié d'une marge de manœuvre de 50 Mds£ supplémentaires grâce à une croissance économique et des rentrées fiscales plus conséquentes que prévu sur l'année budgétaire 2021-2022. Ces politiques de soutien aux ménages ont été inférieures aux attentes mais de nouvelles annonces pourraient être faites dans ce sens à l'occasion du budget à l'automne. Concernant le conflit russo-ukrainien, le gouvernement britannique a consenti à l'envoi de 6 000 missiles défensifs et 25 m£ pour soutenir l'Ukraine.

**En Russie, le président Vladimir Poutine a annoncé que les pays jugés hostiles devront payer leur approvisionnement en gaz russe en roubles** et non plus en euros ou en dollars. Cette mesure pourrait également concerner prochainement d'autres exportations russes selon le Kremlin. Cette annonce s'est traduite par une hausse des prix du gaz et du pétrole.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



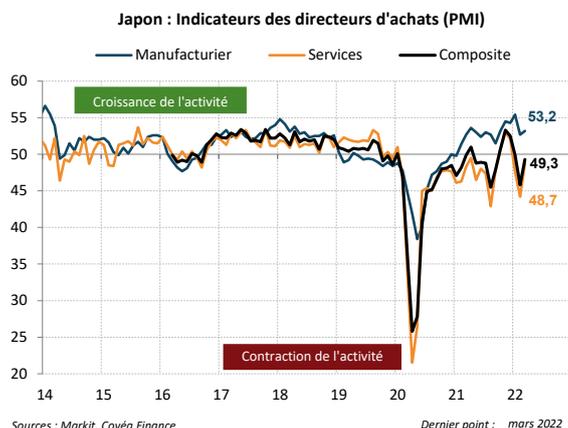
# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La situation sanitaire reste un frein au redressement de l'économie chinoise »

**En Chine, la dégradation de la situation sanitaire se poursuit, amenant les autorités à imposer de nouvelles restrictions.** Après le confinement de 17 millions d'individus dans la ville de Shenzhen, les autorités chinoises ont annoncé le confinement de 9 millions de personnes supplémentaires à Shenyang. A Shanghai (28 millions d'habitants), les mesures sanitaires se sont à nouveau durcies avec la mise en place d'un confinement en deux étapes pendant neuf jours afin de tester les résidents pour le Covid-19. La moitié Est de la ville sera fermée du 28 mars au 1er avril et la moitié Ouest suivra du 1er avril au 5 avril. Les transports publics seront suspendus et les entreprises et usines devront interrompre leurs activités ou travailler à distance. Ces mesures ont été prises dans le cadre de la stratégie zéro-Covid du gouvernement qui est mise à rude épreuve par la propagation de variants toujours plus infectieux. Ainsi, l'économie chinoise devrait se maintenir en sous-régime dans les prochains mois alors que les incertitudes associées au conflit en Ukraine et à la hausse des prix se cumulent aux difficultés sanitaires.

**Au Japon, les indicateurs de confiance des directeurs d'achats (PMI) progressent quelque peu en mars après le fort déclin de février.** Le PMI composite a en effet atteint 49,3 sur le mois (contre 45,8 en février). Il rapporte donc toujours une légère contraction de l'activité japonaise malgré ce redressement. L'amélioration résulte principalement de l'activité de services dont l'indicateur PMI associé rebondi à 48,7 (contre 44,2 en février), grâce à l'assouplissement des restrictions sanitaires. En revanche, le PMI manufacturier rapporte une progression plus modeste à 53,2 en mars (contre 52,7 en février) mais se maintient confortablement en zone d'expansion malgré un fort recul des commandes à l'exportation qui peut refléter la hausse des coûts et des incertitudes en lien avec le conflit militaire en Ukraine et le rebond de l'épidémie en Chine. En outre, les contraintes d'offre continuent de peser sur l'activité comme l'illustre l'allongement marqué des délais de livraison sur le mois. Les



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : mars 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice mars-22	48,7	44,2	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice mars-22	53,2	52,7	45,8	52,7

\*Du 21/03/2022 au 27/03/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

pressions inflationnistes continuent également de s'intensifier, principalement au niveau des prix des intrants mais aussi de plus en plus au niveau des prix facturés.

**L'inflation poursuit sa progression dans la ville de Tokyo pour atteindre 1,3% en mars en glissement annuel (+0,3 point de pourcentage par rapport à février).** Cette mesure est vue comme un indicateur avancé de l'inflation nationale qui n'est publiée que 3 semaines plus tard. Cette accélération reflète principalement les hausses des prix des produits énergétiques et alimentaires alors que l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) se maintient en territoire négatif à -1% (contre -1,1% en février), surtout en lien avec les effets persistants des mesures gouvernementales de baisse de prix des forfaits téléphoniques (dont une partie devrait se dissiper en avril). Cette hausse des prix reflète aussi la dépréciation marquée de la devise nipponne courant mars qui sera encore tirée à la baisse par **l'intervention « illimitée » de la Banque du Japon sur les marchés dans le cadre de sa politique de contrôle des taux** — 64,5 Mds de Yens de titres ont notamment été achetés le 28 mars pour empêcher le taux souverain à 10 ans d'excéder la limite de 0,25%.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



## Focus Macro : Les Etats-Unis et leurs alliés coordonnent leurs actions dans le cadre de la crise ukrainienne

Les dirigeants du G7, réunis au siège de l'OTAN à Bruxelles le 24 mars, se sont engagés à appliquer intégralement les sanctions annoncées, à collaborer avec d'autres gouvernements pour imposer des sanctions similaires et à empêcher le contournement qui réduirait l'efficacité des sanctions, notamment les transactions sur l'or effectuées par la Banque Centrale russe. **Le même jour, l'Assemblée Générale des Nations Unies s'est à nouveau réunie pour voter une résolution exigeant la cessation immédiate de la guerre en Ukraine.** 140 pays ont voté pour, 38 se sont abstenus, 5 ont voté contre et 10 pays n'ont pas voté. Pour rappel, l'Assemblée Générale s'était déjà réunie le 2 mars dernier pour condamner « l'agression de l'Ukraine ». 12 pays ont changé leur vote par rapport à la résolution votée au début du mois, mais cela ne constitue pas de revirement majeur dans la position de la communauté internationale.

**En outre, les Etats-Unis et l'Union européenne ont trouvé un accord sur une hausse d'au moins 15 Mds de mètres cubes des exportations de gaz naturel liquéfié américaines vers l'UE cette année,** afin de réduire la dépendance énergétique de l'UE à la Russie. Joe Biden, et la présidente de la Commission européenne, Ursula Von der Leyen, ont aussi annoncé la création d'un groupe de travail conjoint visant à renforcer la sécurité énergétique de l'UE et de l'Ukraine en vue des prochains hivers, avec pour objectif à terme des livraisons de 50 Mds de mètres cubes par an.

**Par ailleurs, l'administration Biden a annoncé le 24 mars une nouvelle salve de sanctions individuelles visant 400 personnalités,** dont 328 membres de la Douma russe, une douzaine de membres de l'élite russe, notamment le directeur de la Sberbank et 17 membres du conseil d'administration de la Sovcombank. Les avoirs de ces personnes détenus aux Etats-Unis ou dans une société américaine seront gelés. 48 entreprises de défense russes sont également ciblées par des sanctions leur interdisant l'accès à des technologies et des financements américains.

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.