

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

11 avril 2023

## Le retour à la parité

La bipolarisation du monde se structure. Elle prend une forme essentiellement militaire à l'« ouest » avec le resserrement des liens autour de l'OTAN alors même que les politiques de relance occidentales n'apparaissent pas très collaboratives, à l'image de l'IRA américaine. Elle prend une forme plus commerciale dans le « grand sud » à travers les nombreuses candidatures d'adhésions aux diverses communautés économiques régionales dont celle de l'Arabie saoudite comme « état partenaire » de l'Organisation de Coopération de Shanghai n'est pas la moins surprenante. Et cette constitution d'un pôle autour de la Chine s'accompagne d'un mouvement croissant de dédollarisation. Un mouvement qui s'étend d'ailleurs au-delà de ces organisations de collaborations. Pour preuve, le dernier accord entre le Brésil et la Chine prévoit, en effet, l'adoption du Yuan et du Real pour leurs flux commerciaux bilatéraux (150Mds\$) à travers deux banques désignées, en charge des opérations de change et donc sans transiter par une facturation en dollar. Un aboutissement, alors que le commerce « sud-sud » a fortement progressé depuis une décennie : les exportations de maïs en provenance du Brésil vers la Chine devraient dépasser celles des Etats-Unis cette année. Dans le même temps, les banques brésiliennes sont incitées à joindre le système de paiement chinois CIPS, le concurrent du réseau SWIFT...

On assiste donc à un grand mouvement de déconnexion du dollar, à l'image de la volonté de l'Association des Nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) de passer à des règlements en monnaies locales à travers leur propre système (Regional Payment Connect). Ces initiatives traduisent toutes une volonté à la fois de ne pas se trouver piégé dans un accès au dollar ou dans son système de paiement international, mais aussi de ne pas souffrir de l'extraterritorialité du droit américain en la matière, et de sanctions unilatérales de Washington. Une volonté qui s'est déjà traduite de façon symbolique dans la perte d'exclusivité qu'avait la devise américaine sur les marchés au comptant et à terme du pétrole et du gaz au profit de la Roupie, du Dirham, de la Livre turque, du Yuan ou de l'or.

Ainsi, peut-on constater que la bipolarisation du monde s'accompagne d'une certaine multiplicité des devises utilisées.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



### Sommaire

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

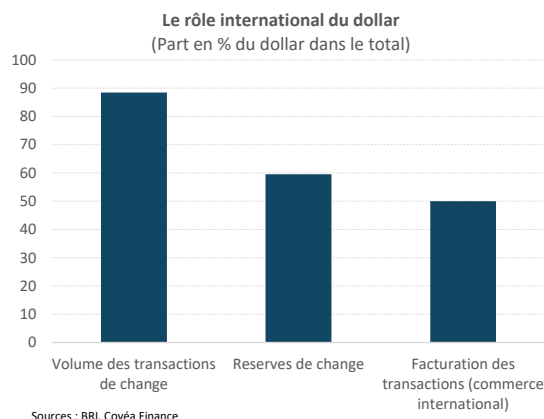
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

#### Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

### Focus de la semaine

« ...une multiplicité des devises utilisées... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	07/04/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois
<b>Marché des changes</b>					
€ / \$	1,091	1,067	1,088	2,2	0,2
€ / £	0,878	0,876	0,832	0,3	5,5
€ / Yen	144,09	140,67	134,83	2,4	6,9
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	85	73	101	16,7	-15,4
Indice CRB*	546	543	633	0,6	-13,8
Prix de l'once d'Or	2 012	1 974	1 934	1,9	4,0
Prix de la tonne de cuivre	8 800	8 580	10 312	2,6	-14,7
Indice Baltic Dry**	1 560	1 535	2 061	1,6	-24,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	957	910	4264	5,2	-77,6

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 :

Au cours de la semaine, les taux souverains sont en baisse d'environ 10 points de base (pbs) en zone euro et aux Etats-Unis. Les indicateurs d'emplois de mercredi et jeudi, plus faibles qu'attendus, sont les catalyseurs de ce mouvement. Au Japon, M. Ueda a officiellement pris ce weekend ses fonctions de gouverneur de la Banque du Japon (BoJ). Il a, entre autres, déclaré ce dimanche que le contrôle actuel de la courbe des taux était approprié selon lui, compte tenu des conditions actuelles économiques, financières et de prix. Le taux 10 ans japonais a lui progressé de 12 pbs sur la semaine, à 0.45%, revenant à quelques points de base de la borne haute fixée par la BoJ.

Sur le marché du crédit, les primes de risque sont stables pour l'indice crédit de catégorie Investissement (IG) à 187 pbs, soit un taux de 4.26%, et s'écartent de 19 pbs sur l'indice crédit Haut rendement (HR) à 515 pbs, soit un taux de 7.56%. Le marché primaire s'est limité à deux émissions : une dette senior Telecom Italia et une dette hybride d'Orange.

### Le Focus de la semaine : Point d'étape sur le marché européen du crédit catégorie Haut rendement (HR)

Au cours du premier trimestre de l'année, le marché des obligations d'entreprises haut rendement affiche une performance de +3.18%. Ce marché, représenté par l'Iboxx Euro High Yield, offre en moyenne un taux de rendement de 7.37% pour une maturité moyenne de 3.0 ans.

Depuis le début de l'année, le taux souverain allemand d'une maturité équivalente a baissé de 13 pbs, à 2.45%, après avoir connu un plus haut à 2.98% le 6 mars.

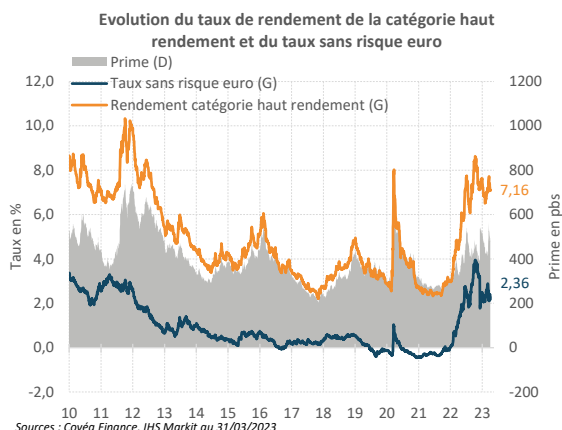
Les primes de risque ont évolué en deux temps. En début d'année, une réduction des primes de risque s'opère sous l'effet de taux de rendement à l'achat attractifs et d'un afflux de liquidités disponibles. Les publications de résultats par les entreprises couplées à un ralentissement de la hausse de l'inflation encouragent le mouvement. Puis dans un second temps, les événements dans le secteur bancaire aux Etats-Unis et en Suisse se traduisent par un écartement rapide des primes de risque. A ce stade, le mouvement semble s'interrompre à la suite des différentes mesures prises par les autorités américaines et suisses.

Au final, sur le trimestre, les primes de risque sur le segment HR se resserrent de 14 pbs, à 515 pbs, avec de fortes disparités selon les secteurs. En effet, une large majorité des secteurs affiche un resserrement des primes de risque. Les trois principaux contributeurs sont les secteurs de l'Automobile, la Chimie et le Transport, respectivement de 60 pbs (à 399 pbs), 50 pbs (à 488 pbs) et 47 pbs (à 398 pbs). Mais ce mouvement est compensé en partie par deux secteurs essentiellement : les primes de risque des secteurs de l'Immobilier et de la dette subordonnée Bancaire s'écartent respectivement de 150 pbs (à 1657 pbs) et 108 pbs (à 660 pbs).

Dans ce contexte, le volume d'émissions s'élève à 183 Mds€ pour l'IG et 26 Mds€ pour le HR. Après deux mois très intenses, le marché primaire se tarie nettement à la suite des événements dans le secteur bancaire. Une reprise poussive est observée fin mars, avec des émetteurs de notation allant de BB+ à BB-.

La publication du 7 avril de la Banque de France sur le financement des entreprises met en lumière la possibilité pour certaines entreprises d'arbitrer leur mode de financement, entre dette bancaire et dette obligataire. En effet, la note indique un taux moyen des crédits bancaires à 3.68% en février, inférieur au coût de financement moyen en dettes obligataires à 4.31%.

Dans un environnement où le coût de financement s'accroît, il convient de rester attentif sur la qualité de crédit des émetteurs.



Sources : Covéa Finance, IHS Markit ou 31/03/2023

Nicolas Vienne

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	06/04/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Réserve Fédérale Américaine	5,00	5,00	4,75	4,50	0,50	0,00	0,25	0,50	4,50		
BCE - Taux Repo	3,50	3,50	3,50	2,50	0,00	0,00	0,00	1,00	3,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,00	3,00	3,00	2,00	-0,50	0,00	0,00	1,00	3,50		
Banque d'Angleterre	4,25	4,25	4,00	3,50	0,75	0,00	0,25	0,75	3,50		
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	3,31	3,55	3,43	3,87	2,60	-24	-12	-57	71	-53	25
Allemagne	2,18	2,37	2,11	2,57	0,65	-19	7	-39	154	-36	9
France	2,70	2,88	2,68	3,12	1,18	-18	2	-41	152	2	42
Italie	4,03	4,24	4,05	4,72	2,30	-20	-2	-68	173	94	24
Royaume-Uni	3,43	3,52	3,28	3,67	1,70	-9	15	-24	173	8	33
Japon	0,47	0,33	0,29	0,42	0,25	14	18	5	23	52	84
<b>Crédit</b>											
Indice Itraxx Main	88,2	87,9	100,5	90,6	75,7	0,3	-12,4	-2,4	12,5		
Indice Itraxx Crossover	458,9	452,9	493,0	474,1	359,5	6,0	-34,1	-15,2	99,4		

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

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché actions de la zone euro (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire, dividendes non réinvestis) est resté quasiment stable (-0.1%). La semaine a été marquée par la décision des grands pays exportateurs de pétrole d'une réduction de leur production dès le mois de mai. Ainsi le secteur qui a affiché la meilleure performance est celui de l'énergie, porté par la hausse des prix de baril qui s'est apprécié de +7%.

La semaine a été également marquée par des indicateurs manufacturiers en berne. Le secteur de l'industrie a reculé de 2.6%, les acteurs du segment de la construction ont eux aussi pâti d'un environnement plus difficile (Kingspan, Saint Gobain, Rockwool). A contrario, le secteur des services aux collectivités, de la santé et encore de la consommation non cyclique ont enregistré de bonnes performances car les investisseurs ont recherché des sociétés avec les meilleures visibilité sur les résultats.

Plus spécifiquement, le titre Sodexo (+10,3%) s'est distingué après avoir ajusté à la hausse ses objectifs de croissance 2023 et avoir annoncé la prochaine séparation de sa division tickets restaurants ; ceci va permettre de recentrer la société sur l'activité de restauration collective.

En termes géographiques, les actions anglaises affichent une bonne performance hebdomadaire grâce à la hausse des grandes valeurs pétrolières. En revanche, les indices locaux suédois et irlandais ont terminé la semaine en baisse d'environ 3% à cause de leur exposition importante aux sociétés de biens d'équipements industriels et de matériaux de construction respectivement.

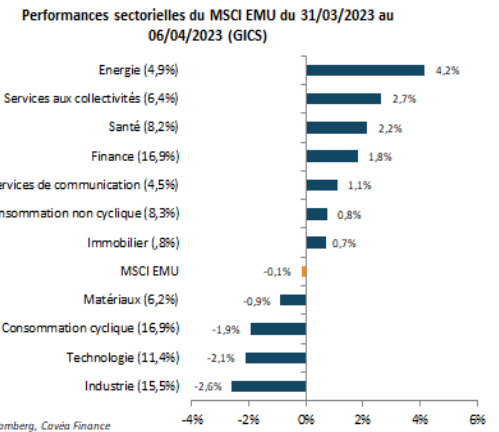
Enfin, l'indice des petites et moyennes valeurs MSCI EMU Small Cap est en baisse de 1.1% sur la semaine. En 2023, les petites valeurs affichent une hausse de 7%, de moindre ampleur que celle des grandes valeurs. Dans un contexte de marché volatile, les investisseurs se montrent plus prudents sur les titres moins liquides.

### Le Focus de la semaine : La décarbonation du transport maritime, pilier de la transition énergétique

La transition vers un monde décarboné est un des changements structurels que nous déclinons au sein de nos Perspectives Economiques et Financières. A ce titre, illustrons cette tendance au travers de la réduction de la consommation d'énergie des navires. La voie maritime assure en effet 90% des volumes d'échanges mondiaux et est responsable de 3% des émissions mondiales de carbone; son efficacité énergétique est donc inséparable de celle des chaînes d'approvisionnement.

Le secteur maritime peut agir sur plusieurs leviers tels que le recours à des énergies moins carbonées : le Gaz Naturel Liquéfié (GNL), les biocarburants et la propulsion par le vent. Par exemple, la propulsion au Gaz Naturel Liquéfié, l'énergie aujourd'hui la plus « éco-compatible » pour l'industrie, constitue une avancée environnementale. Le GNL permet en effet de supprimer les émissions de soufre et de particules fines. De plus, il réduit de 80% les émissions d'oxyde d'azote et de 20% celles du carbone comparé au très polluant pétrole lourd. En outre, la sobriété - principalement liée à la baisse de vitesse des navires- et la modernisation des équipements contribueront à la décarbonation du secteur. Ainsi, les équipementiers maritimes Alfa Laval et Wärtsilä mettent en place des solutions industrielles déterminantes pour accélérer la transition énergétique, notamment dans le traitement des eaux et déchets rejetés à la mer. Leurs produits, systèmes et logiciels permettent de mesurer et réduire la consommation énergétique du navire commercial et de croisière. Ces sociétés devraient donc bénéficier de commandes soutenues.

Les grands armateurs mondiaux sont également des acteurs essentiels de la transition énergétique du secteur : le danois Maersk s'est ainsi fixé une cible 2030 de baisse de 50% des émissions par conteneur transporté. L'armateur a commandé en 2022 huit porte-conteneurs alimentés par e-methanol auprès des chantiers coréens. Maersk vise une production annuelle de 2 millions de tonnes d'e-methanol en Espagne pour approvisionner sa flotte ; La construction du site de production représente un investissement de près de 10 milliards d'euros et sera partiellement financé par le plan *EU Recovery* attaché à rendre plus durable le transport maritime.



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

**Antoine Peyronnet**

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)					
	06/04/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois		
MSCI EMU	147	147	140	132	137	-0,1	↓	5,4	↑	7,4	↑
MSCI EMU Mid Cap	952	960	921	907	978	-0,9	↓	3,3	↑	-2,7	↓
MSCI EMU Small Cap	404	407	386	370	429	-0,7	↓	4,8	↑	-5,9	↓
MSCI Europe	154	154	147	143	152	0,3	↑	5,3	↑	1,3	↑
France CAC40	7 325	7 322	6 925	6 474	6 499	0,0	↑	5,8	↑	12,7	↑
Allemagne DAX30	6 344	6 370	6 019	5 693	5 957	-0,4	↓	5,4	↑	6,5	↑
Italie MIB	27 214	27 114	25 495	23 856	24 447	0,4	↑	6,7	↑	11,3	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 742	7 632	7 335	7 452	7 588	1,4	↑	5,5	↑	2,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 818	8 682	8 375	8 417	9 101	1,6	↑	5,3	↑	-3,1	↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

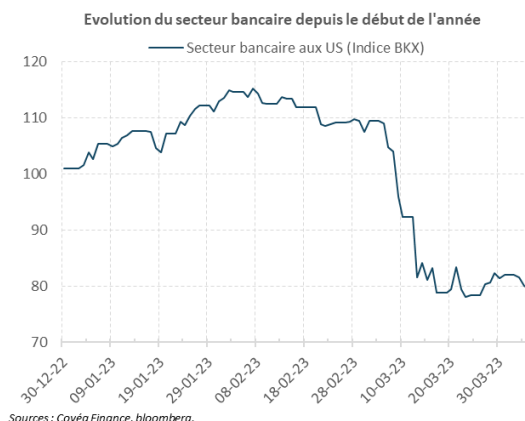
### L'analyse des marchés :

**Les marchés asiatiques** terminent la semaine en légère baisse. La Chine affiche la meilleure performance, tirée notamment par les valeurs immobilières après la publication de données de ventes de logements montrant de légers signes d'amélioration. L'Inde profite de l'annonce surprise d'une pause dans le processus de resserrement monétaire de la part de la banque centrale indienne. A l'inverse, la Thaïlande continue de souffrir d'incertitude politique quand dans le même temps l'inflation montre quelques signes de normalisation, tandis que le Japon pâtit plus fortement que les autres pays de la région des craintes d'une récession mondiale. Dans la sécurisation des chaînes d'approvisionnement : **Ford Motor** a signé un accord avec Vale Indonésie et un producteur chinois de matériaux pour batteries afin d'investir dans un projet de fonderie de nickel en Indonésie pour près de 4,5 milliards de dollars. D'un point de vue diplomatique, l'Australie va interdire TikTok sur les téléphones du gouvernement, invoquant des raisons de sécurité.

**Aux Etats-Unis**, les indices clôturent la semaine proches de l'équilibre après les publications décevantes d'indicateurs macro-économiques sur le front de l'emploi et de l'activité manufacturière et des services, alimentant les craintes de récession. Dans ce contexte, les investisseurs ont privilégié les segments défensifs de l'indice comme la santé, les services publics ou encore la consommation courante. L'énergie était aussi en forte hausse face aux tensions sur l'offre et la demande après les annonces de baisse de production de l'OPEP+ et la publication de réserves commerciales de pétrole brut américain en recul. Les secteurs les plus sensibles au cycle économique comme le secteur industriel, la consommation cyclique ou encore les semiconducteurs affichaient les baisses les plus marquées. Côté entreprises, on notera la poursuite des annonces de plans de réduction des coûts face à des perspectives économiques incertaines après les annonces de suppression de 2 000 postes chez Walmart, le programme de réduction des coûts de 4 milliards de dollars de Fedex ou encore le plan de réduction des effectifs en cours chez McDonald's.

### Le Focus de la semaine : Qui pour assumer le coût de la faillite de SVB et Signature Bank ?

La FDIC (autorité américaine de garantie des dépôts bancaires) réfléchit à la mise en place d'une contribution exceptionnelle sur les dépôts bancaires afin de faire face aux pertes liées aux faillites de SVB Financial et Signature Bank. Pour rappel, toutes les banques américaines contribuent trimestriellement (via le paiement d'une taxe) à la constitution de réserves pour permettre à la FDIC de faire face à des pertes en cas de faillite d'une ou plusieurs banques (cette contribution est calculée selon le profil de risque et la taille de chaque banque, en pourcentage de la taille totale des passifs, et non pas « que » sur les dépôts garantis). A l'heure actuelle, le fonds de la FDIC dispose de 128 milliards de réserves. Pour maintenir un niveau de réserves élevées, la FDIC envisage donc de réaliser un prélèvement exceptionnel dès le mois de mai. Toutefois, compte tenu de la taille de ce prélèvement (un montant de plus de 20 milliards est évoqué), certains politiques ont déjà alerté sur le risque que cette contribution exceptionnelle ne vienne pénaliser et fragiliser des banques régionales qui souffrent déjà d'une fuite des dépôts ; voire même que cette ponction ne réduise la capacité de financement de l'économie en amputant les résultats et réduisant les fonds propres de banques régionales et communautaires. Les responsables du Trésor et de la FDIC ont rapidement réagi, prenant en compte ces éléments de vigilance. Au regard du fort déplacement des dépôts vers les principaux établissements bancaires, la FDIC envisagerait donc de limiter les effets sur les banques régionales et de ponctionner principalement les établissements systémiques et les grandes banques nationales (entraînant une contribution inégale à la reconstitution des réserves). A ce stade, toutes les hypothèses restent ouvertes sur le coût induit de cette taxe. Toutefois, si elle devait reposer sur les 10, voire même les 25 plus grandes banques américaines, cela pourrait représenter entre 1% et 2% des fonds propres et surtout plus des 10% des résultats annuels. Un élément à surveiller au cours des prochaines semaines.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	06/04/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale			sur 12 mois		en €		
						J-7	14/03/2023	30/12/22	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois	
Etats-Unis - S&P500	4 105	4 051	3 919	3 840	4 500	1,3	4,7	6,9	-8,8	1,2	2,9	4,8	-9,1
Etats-Unis - Dow Jones	33 485	32 859	32 155	33 147	34 584	1,9	4,1	1,0	-3,2	1,7	2,3	-1,0	-3,6
Etats-Unis - Nasdaq	12 088	12 013	11 428	10 466	13 897	0,6	5,8	15,5	-13,0	0,5	3,9	13,2	-13,4
Japon Nikkei 300	411	415	408	401	408	-0,8	0,9	2,6	0,8	-0,3	1,0	0,1	-5,6
Corée du Sud KOSPI	2 459	2 453	2 349	2 280	2 696	0,2	4,7	7,8	-8,8	-1,7	2,0	0,8	-15,5
Chine - Shanghai	3 313	3 261	3 245	3 089	3 237	1,6	2,1	7,2	2,3	1,4	0,3	5,1	-5,5
Hong Kong Hang Seng	20 331	20 309	19 248	19 781	21 809	0,1	5,6	2,8	-6,8	0,0	3,8	0,2	-7,3
Marchés Emergents - MSCI	984	986	945	956	1 126	-0,1	4,2	2,9	-12,6	-0,3	2,4	0,9	-12,9

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Goulot d'étranglement des compétences

#### Les Etats-Unis ont-ils assez d'employés qualifiés pour relocaliser leur industrie des semi-conducteurs ?

L'industrie des semi-conducteurs, un marché estimé à environ 1000 Md\$ en 2030, est un élément essentiel de la chaîne d'approvisionnement mondiale et un moteur clé de l'innovation et de la croissance économique. Ces dernières années, les États-Unis ont connu un déclin de leurs capacités de fabrication de semi-conducteurs, suscitant des inquiétudes quant à leur capacité à concurrencer d'autres pays, en particulier la Chine. Comme évoqué dans nos Perspectives Economiques et Financières de mars, la part des États-Unis ne représente plus que 12% de la capacité mondiale en 2020 contre 37% en 1990 selon l'Association des semi-conducteurs américaines (SIA). Taïwan, la Corée, la Chine et le Japon détiennent ensemble plus de 70% du marché. Les semi-conducteurs, en dehors de leur grande utilité économique, sont des composants stratégiques notamment dans la défense nationale comme l'a rappelé le conflit en Ukraine.

La relocalisation de l'industrie des semi-conducteurs aux États-Unis nécessitera une approche multidimensionnelle qui comprend, entre autres, des investissements dans la construction de nouvelles usines et le développement d'une main-d'œuvre qualifiée.

Pour cela, les Etats-Unis ont sorti les grands moyens avec le CHIPS Act, un « plan de relocalisation » de 280 Md\$ sur 10 ans, dont 52,7 Md\$ sont dédiés aux semi-conducteurs sous forme de fonds publics. À cela s'ajoute un crédit d'impôt de 25%, soit une enveloppe de 24 Md\$ environ, pour tout investissement dans des usines sur le territoire américain à condition d'en démarrer la construction avant 2027.

#### Deux problèmes majeurs peuvent toutefois se poser si les Etats-Unis veulent respecter leur calendrier : la construction des usines de semi-conducteurs et la formation d'employés qualifiés.

Avec un produit final souvent plus petit qu'un ongle, les usines de semi-conducteurs produisent des merveilles de technologies, considérées comme les plus complexes. Selon Intel, une usine de semi-conducteurs nécessite environ trois ans de construction et 5000 ouvriers. Pour construire une telle usine, 600 000 mètres cubes de béton sont coulés et renforcés par 75 000 tonnes d'acier soit environ deux fois plus que pour la tour du Burj Khalifa à Dubaï, la plus haute du monde à ce jour. Malheureusement, les Etats-Unis font face à une pénurie de béton suite à la relance des projets de construction post-Covid. Avec un marché du travail tendu, la pénurie risque aussi de toucher les ouvriers nécessaires. Après avoir délaissé de nombreuses années son industrie des semi-conducteurs, les ouvriers qualifiés pour construire ces usines complexes ne sont pas légion. Le problème est exacerbé par la concentration des Etats où les usines peuvent être construites.

Une fois les usines achevées et ouvertes, elles seront également confrontées à la concurrence pour un type de qualification très différent : les employés nécessaires pour les faire fonctionner. Bien que les installations actuelles de fabrication de semi-conducteurs soient hautement automatisées, elles nécessitent des ingénieurs et des techniciens en ingénierie pour les faire fonctionner une fois qu'elles sont en place. Selon un rapport du Centre pour la Sécurité des Technologies Emergentes (CSET), un groupe de réflexion de l'université de Georgetown, le besoin serait d'environ 27 000 employés qualifiés supplémentaires par rapport aux 185 000 employés actuels.

Le CSET identifie trois viviers. Tout d'abord, les travailleurs des secteurs adjacents possédant les compétences requises pourraient s'orienter vers l'industrie des semi-conducteurs. Cela permettra probablement de répondre à la demande pour certains emplois peu qualifiés, mais les postes d'ingénieurs plus qualifiés nécessitent généralement une expérience spécifique dans le domaine des semi-conducteurs. Deuxièmement, les diplômés des universités américaines devront être formés pour occuper les nouveaux postes ouverts par les nouvelles usines construites aux États-Unis. Mais la formation demande du temps et, de plus, la majorité des étudiants diplômés des universités américaines dans les domaines concernés sont nés à l'étranger nécessitant une augmentation des visas accordés. Enfin, il faudra recruter à l'étranger des salariés expérimentés dans le domaine de la fabrication des semi-conducteurs (idem). Le CSET évalue que les incitations de la loi *CHIPS Act* pourraient nécessiter l'immigration de plus de 3 500 travailleurs supplémentaires nés à l'étranger au cours de la prochaine décennie.

Dans l'ensemble, bien que les États-Unis ne disposent peut-être pas actuellement de suffisamment de travailleurs qualifiés pour soutenir une relocalisation à grande échelle de l'industrie des semi-conducteurs, des mesures peuvent être prises pour remédier à cette pénurie et constituer une main-d'œuvre nationale solide dans les années à venir. Cependant, une persistance de la pénurie d'employés qualifiés pourrait entraîner des retards dans les délais de construction, une augmentation des coûts et des problèmes de qualité.

**Benjamin Biyogo**

Analyste financier et extra financier



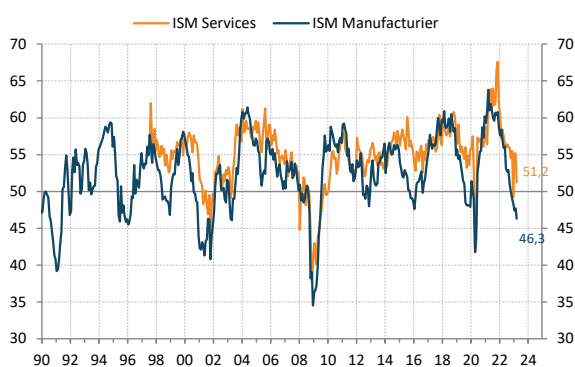
# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le marché du travail résiste à l'affaiblissement de l'activité »

**Les données d'enquêtes auprès des entreprises font part d'une détérioration de la dynamique d'activité.** L'indicateur d'enquête ISM manufacturier s'est de nouveau dégradé en mars, passant de 47,7 à 46,3 points, un niveau au plus bas depuis mai 2020. La composante production progresse légèrement mais demeure en territoire de contraction à 47,8, et les sous-composantes prospectives se dégradent, avec des nouvelles commandes à 44,3 et des carnets de commandes à 43,9. De même, l'emploi s'inscrit en recul et la composante stock est en zone de contraction pour la première fois depuis avril 2021. Dans les services, l'indicateur ISM est également mal orienté. Il s'établit à 51,2 points après 55,1 en février, un niveau qui renvoie encore à une croissance de l'activité, mais qui décrit clairement un affaiblissement de la dynamique. La composante nouvelles commandes perd plus de 10 points à 52,2, et l'emploi recule à 51,3. Les délais de livraisons se contractent (45,8), signe d'une modération de la demande, et la dynamique des prix payés, bien qu'en croissance, se modère à 59,5, après 65,6 en février, un plus bas depuis l'été 2020. Les commentaires des entreprises ne font pas mention à ce stade d'un impact sur leur activité du stress dans le secteur bancaire.

Etats-Unis : Indicateurs ISM



Source: ISM, Covéa Finance. Population interrogée: ISM Manufacturier 300 entreprises, ISM Services 375 entreprises. Dernier point : mars 23

Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ISM Manuf.	Indice mars-23	46,3	47,7	60,7	53,5
ISM Services	Indice mars-23	51,2	55,1	62,4	56,1
ISM Manuf. - Prix payés	Indice mars-23	49,2	51,3	83,8	64,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice mars-23	44,3	47,0	64,3	51,6
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice mars-23	44,8	45,2	72,9	57,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA% févr.-23	16,8	17,1	-3,6	7,3
Taux de chômage	% de la pop. active mars-23	3,5	3,6	5,4	3,6
Créations nettes d'emplois	Milliers mars-23	236	326	606	399
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA% mars-23	4,2	4,6	4,3	5,3

\*Du 03/04/2023 au 09/04/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Concernant le marché du travail, le rapport d'emploi de mars rend compte de créations de postes toujours solides. **L'économie américaine a créé 236 000 emplois, un rythme soutenu bien qu'en décélération par rapport à la moyenne des trois derniers mois (345 000).** L'essentiel des embauches reste concentré dans le secteur du tourisme et loisirs (75 000) ainsi que dans la santé et l'assistance sociale (51 000). Par ailleurs, le secteur public créé 47 000 postes, principalement dans les collectivités locales. En revanche, la construction détruit 9 000 postes sur le mois, et le secteur manufacturier voit l'emploi reculer pour le deuxième mois consécutif (-1000). Les données de salaires et d'heures travaillées suggèrent une poursuite de la lente modération des tensions. Le salaire horaire moyen a progressé de 0,3% en glissement mensuel et sa croissance annuelle fléchit à 4,2%, après 4,6% en février. En parallèle, le nombre d'heures travaillées moyen diminue à 34,4 heures, au plus bas depuis avril 2020, ce qui témoigne d'une demande de main d'œuvre en retrait. Du côté de l'offre, on relève également des signaux de rééquilibrage : le taux de participation à la population active progresse à 62,6%, un niveau au plus haut depuis la crise pandémique, mais toujours nettement en deçà des niveaux de début 2020 (63,3%). Au regard du taux de chômage, de nouveau en baisse à 3,5% de la population active, il sera difficile pour la Réserve fédérale de considérer que les tensions sur le marché du travail se sont suffisamment réduites pour ne pas poursuivre son resserrement monétaire. On peut toutefois relever que les données de ce rapport d'emploi ont été réunies la semaine du 12 mars, soit une période précédant la crise bancaire liée à la faillite de SVB.

Le Bureau des Statistiques du Travail a également publié cette semaine le rapport JOLTS pour le mois de février, sur les démissions, offres d'emploi et licenciements. Le nombre d'offres à pourvoir a enregistré un nouveau recul et est repassé pour la première fois depuis mai 2021 sous le seuil des 10 millions (9,93 millions), suggérant à l'instar du rapport d'emploi, une poursuite du rééquilibrage entre offre et demande de main d'œuvre.

Dans l'immobilier, les dépenses de construction ont reflué de 0,1% en février en valeur, avec une divergence persistante entre le secteur de l'habitation et le non résidentiel. Le résidentiel se contracte pour le 9<sup>ème</sup> mois consécutif (-0,6% en glissement mensuel et -5,5% en rythme annuel), tandis que les dépenses dans le non résidentiel progressent de 0,4% et affichent une croissance annuelle de 16,6%.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



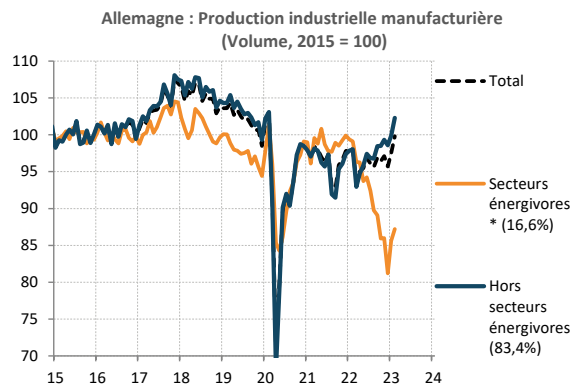
# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Rebond conjoncturel de l'activité industrielle en début d'année »

**L'Allemagne a enregistré un excédent commercial de 16,0 Mds€** (corrigé des variations saisonnières et des jours ouvrés) en février, stable par rapport à janvier. L'Allemagne a dégagé un excédent de 11,1 Mds€ sur les pays de l'Union européenne, dont 10,5 Mds€ avec ses partenaires de la zone euro, et de 4,9 Mds€ avec le reste du monde. Les exportations ont progressé de 4,0% en un mois et les importations de 4,6%. Elles ont notamment été tirées par la demande des Etats-Unis (+9,4%) et chinoise (+10,2%). Les exportations ont progressé de 6,3% en un an et les importations de 2,6%, permettant un net redressement de l'excédent des échanges de biens. Sur un an, les exportations allemandes se sont montrées particulièrement dynamiques en direction des partenaires de la zone euro (+11,2%). Hors Union européenne, les livraisons de marchandises allemandes étaient en hausse de 6,5% sur douze mois, malgré une chute de 59,9% des flux vers la Russie (-14,3% sur le seul mois de février).

**L'activité industrielle allemande s'est redressée en début d'année.** Au mois de février, les commandes manufacturières ont bondi de 4,8% par rapport au mois précédent, après +0,5% en janvier. Dans le même temps, la production industrielle a progressé de 2,0%, après +3,7% le mois précédent, soit une hausse de 5,8% en deux mois. Le secteur automobile (+7,6% en février) a largement participé à ce rebond de l'activité industrielle et la production a aussi progressé (de 1,5%) dans la construction. Dans le secteur manufacturier, la production de biens d'investissement a bondi de 3,4% sur le mois, celle de biens intermédiaires a progressé de 1,8% et l'activité a crû de 1,4% dans les biens de consommation. En revanche, la production d'énergie a reculé de 1,1%. Bénéficiant du repli des prix de l'énergie, la production des secteurs énergivores a progressé de 1,9% par rapport au mois précédent, après +5,5% en janvier. Par rapport à février 2022, la production industrielle (corrigée des jours ouvrés) a progressé de 0,5%, mais la production des secteurs les plus consommateurs d'énergie restaient en recul de 12,0%.



**En France, la production industrielle a progressé de 1,2% sur un mois en février** (après -1,4% en janvier), avec une hausse de 1,3% du secteur manufacturier (-1,4% aussi le mois précédent). Dans les secteurs énergivores, la production a progressé de 1,2% en février par rapport à janvier, après deux mois consécutifs de baisse. Le rebond y est ainsi moins fort qu'en Allemagne, mais la baisse avait aussi été moins marquée. D'ailleurs, le recul de l'activité dans ces secteurs très utilisateurs d'énergie était en baisse de 3,3% sur un an en février, nettement moins qu'en Allemagne. De son côté la production industrielle totale était en hausse de 1,1% sur un an en février, sa croissance étant freinée par le secteur énergétique : la production manufacturière était en hausse de 2,2% par rapport à février 2022.

Dans un entretien avec une agence de presse chypriote, **Philip Lane a déclaré que, dans l'hypothèse où l'inflation resterait en ligne avec les prévisions présentées lors de la réunion du Conseil des gouverneurs du mois de**

**mars, la banque centrale devrait sans doute remonter une nouvelle fois ses taux directeurs le 4 mai prochain.** Par ailleurs, il a aussi réaffirmé sa confiance et celle de la BCE sur la solidité des banques de la zone euro. Spécifiquement interrogé à ce sujet, il a notamment estimé que ces dernières semblaient avoir bien géré l'impact de la hausse des taux d'intérêt sur leur portefeuille obligataire. Invité à une conférence à Washington, Pablo Hernandez de Cos -gouverneur de la Banque d'Espagne- a tenu exactement le même discours, laissant entendre que les statistiques préliminaires d'inflation du mois de mars le pousseraient à se prononcer en faveur de la poursuite de la hausse des taux directeurs de la BCE.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	févr.-23	<b>6,6</b>	6,6	7,7	6,7
AL	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-23	<b>0,5</b>	-1,1	4,6	-0,5
FR	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-23	<b>1,3</b>	-1,7	5,7	-0,1
IT	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	févr.-23	<b>-3,4</b>	-1,9	7,5	-0,5
ES	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	févr.-23	<b>-0,4</b>	-0,2	7,3	2,8

\*Du 03/04/2023 au 09/04/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Eloïse Girard-Desbois**  
Economiste



**Jean-Louis Mourier**  
Economiste



# Suivi Macroéconomique

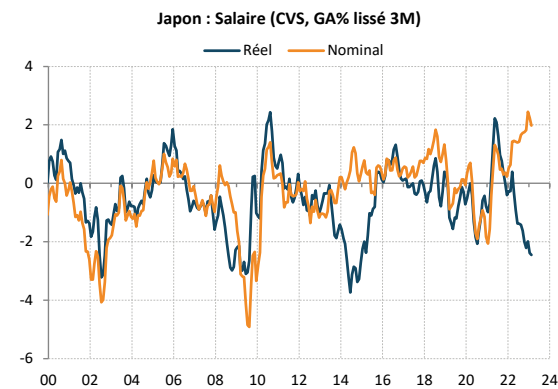
## Asie

« K. Ueda prend ses fonctions à la tête de la BoJ »

Lors de sa première conférence de presse en tant que gouverneur de la Banque du Japon (BoJ), K. Ueda a réitéré sa position en faveur d'un maintien de l'assouplissement monétaire. Il a exprimé que dans le contexte économique actuel, il est adéquat de maintenir le contrôle de la courbe des taux ainsi qu'un taux directeur négatif dans la mesure où la Banque du Japon ne peut pas confirmer que l'objectif d'inflation de 2% a été atteint de manière durable. **Néanmoins, le gouverneur Ueda a souligné que l'augmentation récente de l'inflation sous-jacente rend de plus en plus plausible l'atteinte de cet objectif et que cela pourrait amener la BoJ à prendre des mesures préventives afin d'éviter d'être contrainte à des ajustements drastiques.** Enfin, il a indiqué son intention de procéder à un réexamen de la politique monétaire dans une perspective à plus long terme et pour réduire sa complexité.

**Si elle se confirme, la progression des salaires japonais pourrait en effet alimenter une inflation durablement plus élevée.** Les salaires ont augmenté de 1,1% en glissement annuel en février (moyenne par travailleur), soit une légère accélération de la croissance par rapport à janvier (0,8%). Cette progression résulte notamment de l'augmentation des heures travaillées par les employés en temps partiel ce qui fait écho à la dynamique solide des indicateurs d'activité économique en février. Néanmoins, ces hausses sont loin de compenser l'inflation, comme l'illustre le recul des salaires réels pour un 11ème mois consécutif à -2,6% en glissement annuel (GA). Il s'agit toutefois d'un moindre déclin après la baisse de 4,1% affichée en janvier, en raison des mesures prises par le gouvernement pour maîtriser la hausse des prix. Au cours des prochains mois, les premiers résultats des négociations salariales annuelles indiquent que l'accélération des salaires nominaux devrait se poursuivre (les hausses annoncées devraient prendre effet en avril et juin prochain). Le maintien de cette dynamique à plus long terme reste toutefois très incertain. Si la réduction de l'offre de travail induite par le déclin démographique devrait soutenir les salaires, la faible mobilité des travailleurs et l'ancrage d'anticipations déflationnistes restent des éléments structurellement baissiers.

**En Chine, les effets du redressement de la demande domestique sont encore peu visibles sur les prix.** L'inflation s'est modérée à 0,7% en glissement annuel en mars après 1% en février, principalement en lien avec le ralentissement des prix alimentaires (malgré les contraintes sur l'offre de porc



Sources : Covéa Finance, Thomson Reuters, Ministry of Health Labour and Welfare (entreprises de plus de 5 personnes)

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
CH	Inflation	IFC NCVS	mars-23	0,7	1,0	0,9	2,0
	Inflation sous-jacente	IFC NCVS	mars-23	0,7	0,6	0,8	0,9

\*Du 03/04/2023 au 11/04/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

associées à une recrudescence des infections de peste porcine) et des carburants. L'inflation sous-jacente progresse légèrement à 0,7% en GA (contre 0,6% en février), tirée par les services, mais reste relativement modeste. Concernant la production, l'inflation PPI voit son déclin s'accroître à -2,5% en GA (-1,4% en février), principalement en lien avec la poursuite de la transmission de la baisse des prix internationaux de l'énergie et des matières premières. Ainsi, l'absence de pressions inflationnistes devrait conforter la Banque populaire de Chine dans le maintien d'une politique monétaire accommodante.

**Sur le plan géopolitique, un nouvel épisode de forte tension est survenu entre la Chine et Taïwan.** Alors que la présidente de Taïwan s'est rendue en Californie pour échanger avec Kevin McCarthy, président de la Chambre des représentants des États-Unis, et qu'une délégation de députés américains s'est rendue à Taïwan, la Chine a mené des exercices militaires de grande ampleur autour de l'île. À la suite de ces manœuvres, les armées américaines et philippines ont également entrepris des exercices conjoints dans la région.

**En Australie, la banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé à 3,6% en avril, interrompant ainsi une série de dix hausses consécutives lors des dernières réunions.** Cette décision a été prise en dépit d'une inflation toujours élevée, à 6,8% en février. Selon le comité de politique monétaire, l'inflation aurait toutefois atteint un plafond et devrait se modérer courant 2023. Le communiqué de presse accompagnant la décision met l'accent sur le ralentissement en cours de la croissance économique et en particulier de la consommation des ménages qui est affectée par les hausses de taux, l'inflation et la chute des prix de l'immobilier. En outre, la RBA a mis l'accent sur le délai entre les hausses de taux directeur et leur diffusion à l'économie pour justifier cette pause qui devrait leur permettre d'étudier les effets des hausses déjà mises en place. Le comité n'a pas exclu de nouvelles hausses si nécessaire.

**Parallèlement, la banque centrale indienne (RBI) a également mis fin à une série de six hausses de taux pour maintenir son taux directeur à 6,5%.** Pourtant, une nouvelle hausse de taux était attendue par la majorité des experts interrogés par Reuters en amont de la décision dans un contexte d'inflation toujours prononcée à 6,4%, soit bien au-dessus de la cible de 4% et en-dehors de la fourchette de tolérance de la RBI (±2pp autour de la cible). De plus, la communication de la RBI indiquait qu'elle considérait que les précédentes hausses de taux consistaient en un retrait de l'assouplissement monétaire plutôt qu'un resserrement monétaire. A l'instar de la RBA, la RBI justifie cette interruption de la série de hausse par une volonté d'évaluer des hausses déjà administrées et se dit prête à intervenir avec de nouvelles hausses si nécessaire. De plus, le gouverneur a mis l'accent sur la présence de turbulences de l'économie mondiale et une incertitude géopolitique sans précédent.

Les décisions prises par la RBA et la RBI contrastent avec le choix de la banque centrale néo-zélandaise d'augmenter son taux de 50 points de base à 5,25% pour canaliser l'inflation (7,2% en glissement annuel au T4 2022).

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.