

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

25 avril 2022

Rédacteurs

Gestion — Recherche

Peak gold*

L'engouement pour l'or est souvent concomitant à la montée des peurs. Dans ce domaine, les sujets d'inquiétude sont nombreux et leurs sources variées. S'il souffre d'un manque de rentabilité en termes de rendement récurrent (il ne porte pas intérêt), l'or a pu pourtant se comparer favorablement ces dernières années aux émissions obligataires à taux négatifs. Mais avec la remontée des taux nominaux, cette masse obligataire sans rendement a fondu de 18000Mds\$ fin 2020 à 2000Mds\$ aujourd'hui. Comme « actif réel », il retrouve en revanche des qualités avec le mouvement haussier et durable du niveau général des prix. C'est en effet un métal qui n'est pas altéré par l'érosion monétaire à la différence des devises. Un actif physique tangible, propre à passer avec résistance les cycles de perte de pouvoir d'achat.

L'or participe aussi au mouvement de transition énergétique et numérique. La catalyse chimique à base d'or est utilisée dans la lutte contre différentes formes de pollution, dans les catalyseurs automobiles, la purification de l'eau ou les nanotechnologies électroniques et médicales. Les flux ETF sur cette matière sont d'ailleurs importants. La collecte depuis 2008 s'élève à 150Mds\$ soit près de 3430T. Une croissance des encours qui porte en elle les dangers d'une financiarisation exacerbée au regard du rythme de la production physique. Car l'extraction totale géologique possible de l'or de l'écorce terrestre est estimée à 200 000 tonnes (T) dont il ne reste plus que 54 000 T à extraire des filons. Les 5 principaux pays producteurs d'or minier dans le monde sont actuellement la Chine (383T par an), l'Australie (329T), la Russie (325T), les Etats-Unis (200T) et le Canada (183T).

L'or est enfin un atout stratégique pour les Banques centrales qui ont accru leurs détention depuis la crise financière de 2008. Avec le FMI, elles en détiennent 34000T. Cette demande d'or de la part des autorités monétaires a atteint 656 T en 2018 et 650 T en 2019, des records historiques depuis la suspension de la convertibilité du dollar en or en 1971. On notera que le poids de l'or est devenu supérieur à celui du dollar mi-2020 dans les comptes de la Banque centrale russe dans la foulée de la dédollarisation de ses réserves. Un mouvement suivi par la Chine et de nombreuses banques centrales d'Asie ou d'Europe qu'accompagne une politique de rapatriement physique de ces stocks d'or sur les territoires nationaux (à l'image de celui initié par le Général de Gaulle de la Réserve Fédérale de New York vers les coffres de la Banque de France dans les années 1960).

Les 6 plus grands détenteurs d'or sont aujourd'hui les Etats-Unis (8133 T), l'Allemagne (3362T), le FMI (2814T), l'Italie (2451T), la France (2436T) et la Russie (2298T) devant la Chine (1948T en données retardées). En revanche, en termes de flux, la Banque centrale de Turquie est devenue le plus gros acheteur d'or au monde devant la Russie qui poursuit depuis le conflit en Géorgie (2008) et l'invasion de la Crimée (2014) un programme conséquent d'achats d'or.

On le voit, l'or répond à de nombreux besoins alors que les sanctions contre la Russie illustrent la vulnérabilité de l'essentiel des avoirs de réserve des Banques centrales ... Enfin, on surveillera cet attrait pour l'or, symptôme aussi d'une certaine fuite devant la monnaie !

* Le « peak oil » ou pic pétrolier est le moment où la production mondiale de pétrole est supposée plafonner. Les premières études des années 1950 anticipaient un pic de la production dans les années 1970. De meilleures méthodes d'évaluation des réserves, les progrès technologiques d'extraction et surtout la révolution du pétrole de schiste américain ont reporté successivement cet horizon...devant nous! La raréfaction des gisements aurifères et la hausse des coûts de production de l'or font parler de pic sur l'or.

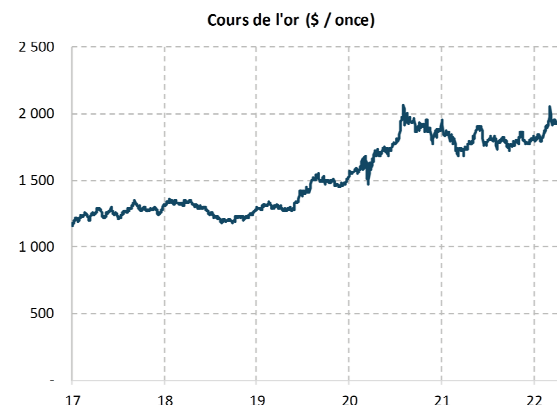
Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

«...un atout stratégique pour les Banques centrales...»



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	22/04/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,079	1,109	1,202	-2,7 ↓	-10,2 ↓
€ / £	0,841	0,844	0,868	-0,3 ↓	-3,1 ↓
€ / Yen	138,79	131,54	129,72	5,5 ↑	7,0 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	107	107	65	0,0 ↑	63,1 ↑
Indice CRB*	638	626	523	2,0 ↑	22,2 ↑
Prix de l'once d'Or	1 931	1 943	1 781	-0,6 ↓	8,4 ↑
Prix de la tonne de cuivre	10 110	10 243	9 401	-1,3 ↓	7,5 ↑
Indice Baltic Dry**	2 307	2 588	2 750	-10,9 ↓	-16,1 ↓

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

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés obligataires continuent d'être affectés par les mouvements de hausse des taux entretenus par le durcissement du discours des banques centrales de part et d'autre de l'Atlantique. Ainsi, aux Etats-Unis, le taux à 10 ans progresse de 7 pbs à 2,90 dans un mouvement d'aplatissement de la courbe. En Zone euro, les taux 10 ans allemand et français se tendent de respectivement 13 et 9 pbs à 1,42% et 0,97%. Les dettes périphériques sous-performent, les rendements du BTP et de Bonos 10 ans affichant des hausses respectives de 19 pbs et 16 pbs à 2,67% et 1,94%.

Sur le marché du crédit en Europe, les primes de risques augmentent de 3 pb à 82 pb pour la catégorie investissement et de 13 pb pour le haut rendement à 287 pb. L'activité primaire reste limitée avec environ 6 Mds€ d'émissions de dettes financières et 500 M€ de dettes non financières.

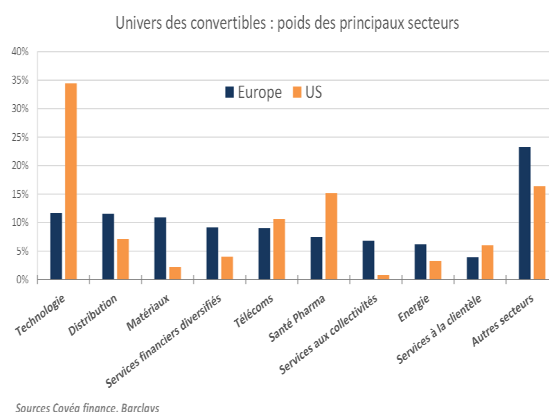
Le Focus de la semaine : obligations européennes et américaines convertibles en actions, éléments de comparaison

A l'instar du marché du crédit haut rendement abordé la semaine dernière, les univers des obligations convertibles (OC) européennes et américaines présentent des caractéristiques différentes, au-delà de la simple comparaison des tailles des gisements (3 fois supérieur aux US avec \$295 Mds contre €88Mds). La première divergence constatée concerne la répartition sectorielle : alors que l'univers des OC européennes affiche une bonne diversité, l'univers US comporte un biais marqué sur le secteur de la technologie dont le poids dépasse 34%.

La deuxième différence majeure concerne la répartition des profils des obligations convertibles : en fonction du delta (sensibilité du prix de la convertible au prix de l'action sous-jacente), on distingue les profils obligataires (delta <30%) des profils actions (delta >60%). Ainsi, avec un delta moyen supérieur à 60% et 54% de profils actions, les obligations convertibles américaines sont dans l'ensemble plus sensibles aux variations des actions que les OC européennes, avec un delta moyen de 43%. Ces dernières seront moins performantes dans les phases de hausse des actions mais présentent un meilleur couple rendement/risque grâce à leur résilience dans les phases de baisse.

La qualité de crédit moyenne des convertibles est à l'avantage de l'univers européen, avec 17% de l'encours noté en catégorie investissement contre 5% aux US.

Enfin, si on compare les capacités des univers à se renouveler, autrement dit le dynamisme de l'activité primaire face aux remboursements ou conversions et aux rappels émetteurs, le contexte actuel est moins favorable en Europe où le marché primaire est fortement ralenti depuis le T4 2021 alors que 6,3% des encours arriveront à échéance avant la fin de l'année contre 3,2% aux Etats-Unis. Toutefois, le coupon d'une OC étant inférieur à celui d'une obligation classique comparable en raison de l'intégration de la prime de l'option de conversion dans son prix, la remontée des taux et l'écartement des primes du crédit pourraient inciter une catégorie d'émetteurs à envisager ce type de dette, ce qui redonnerait des couleurs au marché primaire.



Charles Lepic

Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	22/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	17/03/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
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		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	2,90	2,83	2,17	1,51	1,54	7	73	139	136	23	5
Allemagne	0,97	0,84	0,39	-0,18	-0,25	13	59	115	122	70	9
France	1,42	1,33	0,84	0,20	0,08	9	59	123	134	114	39
Italie	2,67	2,48	1,90	1,17	0,76	19	77	150	192	205	46
Royaume-Uni	1,96	1,89	1,57	0,97	0,74	7	40	99	122	26	7
Japon	0,25	0,23	0,21	0,07	0,07	2	4	18	18	30	77
Crédit											
Indice Itraxx Main	81,9	78,8	70,2	47,8	50,9	3,2	11,7	34,2	31,0		
Indice Itraxx Crossover	387,5	374,8	334,3	241,7	252,0	12,7	53,2	145,8	135,5		

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

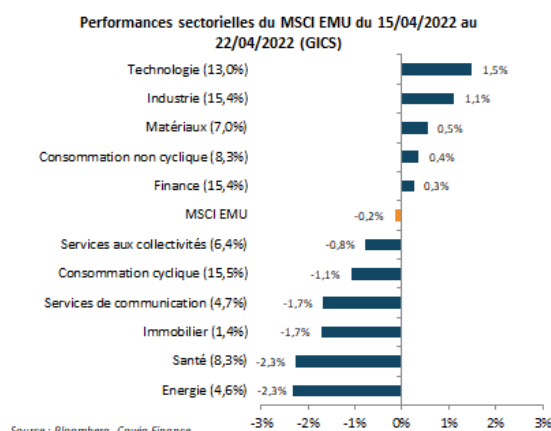
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (Indice MSCI EMU) se replient de 0.2 % . Le démarrage des publications d'entreprises pour le premier trimestre de l'année a pourtant permis de soutenir les marchés en milieu de semaine mais ceux-ci ont finalement été rattrapés vendredi par les commentaires plutôt restrictifs des membres de la FED , clôturant ainsi la semaine en légère baisse. D'un point de vue sectoriel, la hiérarchie est surtout le reflet de ces publications. Nous retrouvons en tête de classement la Technologie qui progresse de +1.5% (ASML +2.3% et surtout ASM International +8.9% ayant tous deux donné des commentaires positifs sur la demande finale) suivie par l'Industrie qui ressort à +1.1%. Les Matériaux arrivent en troisième position grâce à la capacité des sociétés du secteur à répercuter les hausses de leurs coûts dans leurs prix de vente (Lanxess à +8%, Akzo Nobel à +6.4%, CRH à +5.2%). A l'inverse, les deux secteurs qui affichent la plus forte baisse sur la semaine (-2.3%) sont la Santé et l'Energie sur fonds de baisse du prix du baril de pétrole.

La performance de l'indice MSCI EMU depuis le début de l'année s'établit désormais à -10.6%, le positionnement au niveau sectoriel restant le même avec en tête l'Energie qui progresse de 7.4% suivie des Services de communications à +2.9%. Le reste des secteurs est en baisse depuis début janvier, la Consommation cyclique et la Technologie affichant les pires performances à respectivement -19.7% et -19.9 %.



Le Focus de la semaine : les entreprises du TIC (Test, Inspection, Certification) et leur rôle dans la maîtrise des chaînes d'approvisionnement

Souvent méconnues du grand public, les entreprises du TIC sont pourtant présentes tout au long des chaînes de valeurs et leurs services s'appliquent à l'ensemble des secteurs de l'économie. La taille de leur marché est significative puisqu'estimée à 250 milliards d'euros dont plus de la moitié est encore internalisée.

La croissance de l'industrie du TIC repose avant tout sur des tendances structurelles de long terme. Parmi elles : le besoin croissant de maîtriser les risques au sein des chaînes d'approvisionnement. Les événements récents, la crise du Covid et la guerre en Ukraine en particulier, ont exacerbé les risques liés à l'éclatement des chaînes de production, et donc à la multiplicité des fournisseurs au sein de celles-ci. C'est dans ce contexte que les acteurs du TIC interviennent et jouent un rôle clé, en offrant une large gamme de services adaptés à chaque étape de la chaîne de valeurs des entreprises : contrôle de la qualité des produits ou des actifs afin de répondre aux spécifications des clients ainsi qu'aux exigences réglementaires, délivrance de certifications permettant d'attester la conformité des produits ou encore des systèmes de management. Conscients des besoins croissants des entreprises pour ce type de services, dans un environnement où les chaînes d'approvisionnement et de production pourraient être repensées, tel que nous le décrivons dans nos perspectives économiques et financières, les trois leaders du secteur (SGS, Bureau Veritas et Intertek) continuent de renforcer leur positionnement sur cette thématique en proposant des prestations clé en main de gestion des risques au sein de la chaîne d'approvisionnement.

En parallèle, les acteurs deviennent incontournables sur une autre thématique structurelle forte et en partie liée à la précédente : l'essor de la Responsabilité Sociale des Entreprises. Les sociétés du TIC y prennent part en accompagnant leurs clients dans l'intégration des enjeux du développement durable au sein de leur stratégie, en mesurant le respect de leurs engagements (contrôle des émissions de gaz à effet de serre, calcul de l'empreinte carbone, efficacité énergétique ...) ainsi qu'en vérifiant les données publiées. La réglementation en matière de publication de données extra-financières devrait continuer à se renforcer, et ainsi largement soutenir la croissance des services liés à l'ESG proposés par les sociétés du TIC.

Alexandra Le Doeuff

Gérante Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	22/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	137,7	138,0	138,8	154,1	142,8	-0,2	↓	-10,6	↓	↓
MSCI EMU Mid Cap	989	991	985	1 094	1 028	-0,2	↓	-9,6	↓	↓
MSCI EMU Small Cap	434,0	431,4	443,3	487,4	481,5	0,6	↑	-11,0	↓	↓
MSCI Europe	151,3	153,6	150,4	161,7	145,5	-1,4	↓	-6,4	↓	↑
France CAC40	6 581	6 589	6 613	7 153	6 267	-0,1	↓	-8,0	↓	↑
Allemagne DAX30	5 935	5 951	6 058	6 696	6 584	-0,27	↓	-11,4	↓	↓
Italie MIB	24 280	24 862	24 124	27 445	24 398	-2,3	↓	-11,5	↓	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 522	7 616	7 385	7 385	6 938	-1,2	↓	1,9	↑	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 943	9 196	8 756	8 777	7 992	-2,8	↓	1,9	↑	↑

Sources : Bloomberg Cova Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En Asie, la Malaisie et la Thaïlande progressent, profitant de leur exposition aux matières premières. La Thaïlande bénéficie en plus d'un allègement des contraintes anti Covid dans le but de faire revenir les touristes et relancer son économie. Du côté des baisses, l'Indonésie recule suite, notamment à des inquiétudes sur l'endettement de 2 grands fabricants de vêtements (PT Sri Rejeki Isman et PT Pan Brothers). Enfin, les marchés chinois continuent de souffrir d'une politique « zéro covid » qui pèse sur l'activité économique (malgré quelques allègements de restrictions, notamment à Shanghai). Toujours en Chine, nous notons que le gouvernement chinois a approuvé la construction de six réacteurs nucléaires dans le cadre d'un plan visant à réduire les émissions de CO₂, faisant plus que doubler la capacité de production d'énergie nucléaire au cours de la décennie. Notons également la volonté de la société Japonaise Jera (JV à 50/50 entre 2 producteurs d'électricité au Japon : Chubu Epco et Tepco), de préparer une expansion de ses activités de LNG en Chine.

Aux Etats Unis, le S&P 500 termine à nouveau la semaine en baisse, évoluant au gré des publications de résultats d'entreprises et des craintes sur le rythme d'inflation et ses conséquences sur les taux d'intérêt. Si les valeurs défensives résistent, soutenues par les foncières et la consommation de base, les valeurs de l'énergie et les services de communication évoluent en baisse. Sur les résultats, les entreprises américaines parviennent à surprendre quant à leur capacité à naviguer dans un environnement perturbé par le conflit en Ukraine et les confinements en Chine. Le plus impressionnant reste Tesla qui malgré des conditions très difficiles sur les chaînes d'approvisionnement, exécute sa montée en puissance avec des volumes en progression et des marges en accélération. A l'autre bout du spectre, Netflix chute lourdement après la révision à la baisse des perspectives de croissance du nombre d'abonnés (fermeture en Russie mais surtout une montée de la concurrence sur le streaming). Aussi, l'ouverture de son fondateur à l'idée de financer des offres d'entrée de gamme par de la publicité et les mesures pour lutter contre le partage de comptes suscitent des doutes quant à la capacité du groupe à surmonter la saturation de son marché dans les prochains trimestres.

Evolution du cours de NETFLIX



Le Focus de la semaine : Les mines de cuivre ferment au Pérou avec l'aggravation des conflits sociaux

L'envolée des prix des métaux et l'accélération généralisée de l'inflation alimentent un ressentiment de la population au Pérou, touchant les principaux fournisseurs de cuivre, de zinc et d'argent. Les grèves bloquent déjà près d'un cinquième de la production de cuivre du pays (les mines de Las Bambas de MMG et de Cuajone de Southern Copper, auxquelles pourraient se joindre les riverains de la région de Cusco où Glencore exploite une mine de cuivre). Même si les conflits communautaires ne sont pas nouveaux au Pérou, la particularité aujourd'hui réside dans le fait que ces manifestations s'intègrent dans des troubles plus généralisés sur le coût de la vie et l'organisation de l'accès aux ressources essentielles (priorisation des accès à l'eau entre la production minière et les besoins des populations) qui ont enflammé un climat politique déjà tendu sous le président Pedro Castillo. Pour autant, et de façon exceptionnelle, ces arrêts perturbent simultanément la production de plusieurs mines, dans un contexte où les tensions internationales sur la production sont déjà légion. Pour faire face à la montée des mouvements sociaux et aux besoins de réduire la pression d'une inflation galopante sur la population, les gouvernements en place en Amérique du Sud multiplient les initiatives pour extraire et conserver plus de la richesse de leurs sous-sols. Au Pérou, Pedro Francke, ancien ministre des finances de Castillo a déclaré que plus d'un milliard de dollars pourraient être ajoutés aux coffres de l'État avec une modeste augmentation des taxes minières. De son côté, le fondateur du parti de Castillo s'est déclaré favorable à des mesures encore plus drastiques : « La nationalisation des ressources stratégiques est la pierre angulaire du développement d'un pays ». Au Mexique, le parlement a approuvé cette semaine, un projet de loi sur l'exploitation minière confirmant le contrôle de l'État sur l'extraction du lithium. Rappelons qu'au Chili, plusieurs propositions de l'assemblée en charge de la rédaction d'une nouvelle constitution abondent également en ce sens pour la production de cuivre et de lithium. Au final, plusieurs impacts majeurs vont continuer de se diffuser. Ainsi, pour les entreprises directement liées à l'exploitation, elles devront participer plus largement au financement de projets (hausse des royalties, des financements d'infrastructures à proximité des mines...) et pour les entreprises internationales dépendantes de ces ressources, elles devront supporter des coûts plus élevés à moyen et long terme et des problèmes d'approvisionnement majeurs à court terme.

Jean-Paul Poggi-Pizzini

Gérant Actions émergent



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	22/04/22	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	4 272	4 393	4 412	4 766	4 135	-2,8 ↓	-3,2 ↓	-10,4 ↓	3,3 ↑	-2,6 ↓	-0,5 ↓	-5,6 ↓	15,0 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	33 811	34 451	34 481	36 338	33 816	-1,9 ↓	-1,9 ↓	-7,0 ↓	0,0 ↓	-1,7 ↓	0,8 ↑	-2,0 ↓	11,3 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	12 839	13 351	13 615	15 645	13 818	-3,8 ↓	-5,7 ↓	-17,9 ↓	-7,1 ↓	-3,7 ↓	-3,1 ↓	-13,5 ↓	3,5 ↑
Japon Nikkei 300	399	404	401	420	399	-1,3 ↓	-0,5 ↓	-5,0 ↓	0,0 ↓	-2,7 ↓	-5,7 ↓	-10,4 ↓	-6,5 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 705	2 696	2 695	2 993	2 657	0,3 ↓	0,4 ↓	-9,6 ↓	1,8 ↑	-0,8 ↓	0,0 ↓	-9,5 ↓	1,8 ↑
Chine - Shanghai	3 087	2 929	3 224	3 640	2 929	5,4 ↑	-4,2 ↓	-15,2 ↓	5,4 ↑	3,5 ↑	-3,9 ↓	-12,7 ↓	17,2 ↑
Hong Kong Hang Seng	20 639	21 518	19 532	23 398	28 755	-4,1 ↓	5,7 ↑	-11,8 ↓	-28,2 ↓	-4,3 ↓	7,7 ↑	-8,1 ↓	-21,3 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 076	1 113	1 121	1 232	1 341	-3,4 ↓	-4,0 ↓	-12,7 ↓	-19,8 ↓	-3,2 ↓	-1,4 ↓	-8,0 ↓	-10,7 ↓

Sources : Bloomberg, Covéo Finance

États-Unis

Suivi Macroéconomique

Europe

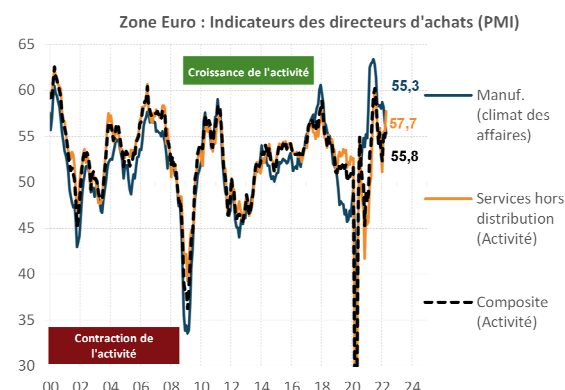
« Les divergences sectorielles et géographiques s'amplifient début 2022 »

Les indices de climat des affaires publiés pour le mois d'avril décrivent une divergence importante entre un secteur des services (hors distribution) qui profite de la réouverture des économies et une industrie manufacturière toujours en proie aux difficultés d'approvisionnement. L'indice de climat des affaires PMI décrit ainsi une stagnation de la production manufacturière au cours du mois, avec une contraction particulièrement prononcée au sein du secteur automobile. Dans ce contexte, l'Allemagne enregistre une contraction de sa production tandis qu'en France, l'indice PMI indique une faible hausse sur la même période. La plupart des entreprises interrogées attribuent ces difficultés à une intensification des difficultés d'approvisionnement en lien avec la guerre en Ukraine mais aussi les mesures sanitaires en Chine. L'indice PMI relève également un affaiblissement de la demande : les nouvelles commandes croissent à leur

rythme le plus faible depuis juin 2020. A contrario, l'activité dans les services progresse à son rythme le plus rapide depuis août dernier. Cette embellie est attribuée à la réouverture des économies, qui a particulièrement bénéficié aux secteurs du tourisme et des loisirs. **Les tensions inflationnistes demeurent très importantes.** La composante « prix payés » se stabilise sur un plus haut historique, en raison de pressions importantes liées aux prix de l'énergie. Les entreprises semblent répercuter l'augmentation de ces coûts puisque la composante « prix facturés » poursuit sa progression et atteint un nouveau plus haut. **Enfin, les perspectives de production à 12 mois se redressent très légèrement après la très forte dégradation enregistrée le mois passé mais demeurent bien en deçà des niveaux des deux dernières années.** Du côté des consommateurs, l'estimation préliminaire de l'indice de confiance de la Commission européenne indique un léger mieux en avril, qui ne suffit toutefois pas à compenser le très fort repli du mois précédent. L'indice synthétisant la confiance des consommateurs demeure ainsi sur un niveau historiquement faible.

La production manufacturière enregistre un gain de 0,7% en février, effaçant ainsi le recul de 0,3% du mois précédent. Cette volatilité reflète en particulier les fortes variations de la production italienne, en recul de 3,4% en janvier et en rebond de 4,3% en février. Au niveau sectoriel, l'industrie automobile enregistre son deuxième mois consécutif de repli, mettant ainsi fin à l'embellie enregistrée en fin d'année dernière. La production automobile reste ainsi inférieure de plus de 20% au niveau du quatrième trimestre 2019.

Les déclarations des membres du conseil des gouverneurs au cours de la semaine illustrent le biais plus restrictif adopté par la BCE. Un article de l'agence Reuters, publié le 25 avril, rapporte que plusieurs membres du conseil des gouverneurs souhaiteraient mettre un terme aux achats d'actifs le plus tôt possible et augmenter le taux d'intérêt directeur dès juillet et, en tous les cas, pas



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : avr 2022

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Services (Activité)	Indice	avr.-22	57,7	55,6	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice	avr.-22	55,3	56,5	48,6	60,2
AL	PMI Services (Activité)	Indice	avr.-22	57,9	56,1	44,6	53,1
	PMI Manuf.	Indice	avr.-22	54,1	56,9	49,1	61,6
FR	PMI Services (Activité)	Indice	avr.-22	58,8	57,4	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice	avr.-22	55,4	54,7	47,8	56,7
RU	PMI Services (Activité)	Indice	avr.-22	58,3	62,6	45,9	56,1
	PMI Manuf.	Indice	avr.-22	55,3	55,2	50,2	59,2

*Du 18/04/2022 au 24/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

après septembre. La plupart des sources citées par Reuters tableraient sur au moins deux hausses de taux cette année, certains membres n'excluraient pas une troisième hausse. Selon ces membres du conseil, le taux directeur devrait progressivement retourner vers son niveau d'équilibre, avec un taux neutre estimé entre 1 et 1,25%.

Les débats autour de nouvelles sanctions à l'encontre de la Russie se poursuivent en Europe. En Allemagne, la ministre des Affaires étrangères a annoncé que le pays mettrait fin à ses importations de pétrole d'ici la fin d'année, avec une diminution de moitié des importations dès cet été. En revanche, les responsables politiques, et en particulier O. Scholz, demeurent beaucoup plus réticents à l'idée d'un embargo sur les importations de gaz. Une étude de la Bundesbank, publiée vendredi dernier, estime qu'un arrêt des importations de gaz amputerait le PIB de 5 points de pourcentage, entraînant ainsi une contraction de 2% sur l'année. La croissance annuelle de l'inflation serait par ailleurs supérieure de 1,5 point de pourcentage relativement aux projections actuelles.

Au niveau politique, le président sortant, Emmanuel Macron, a remporté le second tour des élections présidentielles avec 58,5% des voix face à Marine Le Pen, levant ainsi une partie des incertitudes qui pesaient sur l'orientation économique et politique future. La prochaine étape sera maintenant les élections législatives, qui se tiendront le 12 et 19 juin.

Au Royaume-Uni, l'indice PMI décrit également un ralentissement de la demande et de l'activité en avril, alors que les tensions inflationnistes demeurent très importantes. Ces dernières commencent à peser sur les ménages. Les ventes au détail enregistrent un second mois consécutif de repli en mars, ce qui porte la variation trimestrielle à -1,1%. **Dans le même temps, la confiance des consommateurs continue de se dégrader selon l'indice GfK, qui atteint son plus bas niveau depuis 2008. Les intentions d'achats au cours des douze prochains mois s'inscrivent en fort recul.**

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

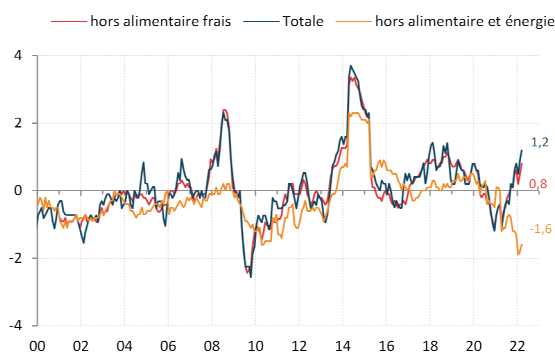
Asie

« Malgré la dépréciation du yen, la BoJ poursuit sa politique de contrôle des taux »

En Chine, les restrictions sanitaires continuent de peser lourdement sur l'activité. Malgré un certain assouplissement des mesures de confinement la semaine passée, la ville de Shanghai reste particulièrement affectée par le retour de l'épidémie et le maintien de la politique « zéro Covid » du gouvernement. Ces difficultés sanitaires continuent de s'étendre dans le pays et, en particulier, les autorités

municipales de Pékin ont déclaré que la capitale chinoise était aussi confrontée à l'urgence sanitaire et que les habitants du district de Chaoyang devront être testés massivement dans les prochains jours.

Japon : Indice des Prix à la Consommation (GA%)



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice	mars-22	49,4	44,2	42,1
	PMI Manuf.	Indice	mars-22	54,1	52,7	45,8
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	févr.-22	0,9	0,5	0,0
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	févr.-22	-1,8	-1,9	-0,1

*Du 18/04/2022 au 24/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, l'enquête PMI rassure quelque peu dans un environnement économique complexe. L'indice PMI composite d'avril a augmenté de 0,6 pt à 50,9, marquant la deuxième hausse mensuelle consécutive. La progression d'avril a été portée par les services, avec une augmentation de 1,1 pt à 50,5 de l'indice associé, un niveau rapportant désormais une légère expansion de l'activité de services qui profite de l'amélioration sanitaire. L'indice manufacturier a en revanche reculé légèrement de 0,7 pt à 53,4, indiquant le maintien d'une expansion solide de l'activité industrielle mais à un rythme moins prononcé que le mois précédent. Ce recul apparaît relativement modeste au regard des perturbations induites par les restrictions sanitaires en Chine et le conflit russo-ukrainien. En outre, l'enquête rapporte une légère réduction des délais de livraison ce qui va dans le sens d'une amélioration des contraintes d'offre mais les pressions sur les prix persistent et les anticipations des entreprises sur leur production future reculent fortement face à la montée des incertitudes.

L'inflation japonaise accélère en mars mais reste bien en-deçà des dynamiques américaine et européenne. L'inflation atteint 1,2% en mars en glissement annuel, soit 0,3 point de plus sur un mois. La croissance des prix reste surtout tirée par les prix de l'énergie (20,8%) qui restent toutefois contenus par les subventions gouvernementales sur les carburants. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors alimentaire et énergie) reste négative à -1,6%,

principalement en lien avec les effets de base liés aux mesures de réductions des prix des forfaits téléphoniques. Ces effets de base devraient progressivement se dissiper à partir d'avril, ce qui devrait contribuer fortement à rapprocher l'inflation de la cible de 2% de la banque centrale alors que la dépréciation du yen devrait amplifier les effets de la hausse des prix des produits importés.

La Banque du Japon (BoJ) exprime certaines inquiétudes quant à la dépréciation du yen mais reprend ses achats de titres « illimités » dans le cadre de sa politique de contrôle des taux souverains. Lors d'une audition auprès d'un comité parlementaire, le gouverneur de la Banque du Japon, Haruhiko Kuroda, a déclaré que les externalités négatives de la baisse « excessivement forte » du yen, dont en particulier l'augmentation des incertitudes, devront être prises en compte par la banque centrale. Il n'a néanmoins pas explicité d'implication concrète sur la politique de la BoJ. Si H. Kuroda a réitéré son point de vue selon lequel une devise plus faible devrait être un élément positif pour l'économie japonaise dans son ensemble, il a adopté un ton plus prudent en soulignant les inconvénients de cette dépréciation. Toutefois, ses inquiétudes n'ont pas empêché la BoJ de poursuivre sa politique monétaire très accommodante en annonçant le 20 avril des achats « illimités » d'obligations souveraines japonaises à 10 ans à 0,25% pour prévenir une hausse de taux. Comme l'indiquait le premier ministre Kishida la semaine passée, la politique monétaire ne cible pas le taux de change mais l'inflation. Le changement de ton de la BoJ sur le yen pourrait toutefois être interprété comme un alignement sur la position du gouvernement qui avait déjà alerté sur les risques que posaient cette dépréciation.

Au Japon, le déficit commercial continue de se réduire en mars. Il atteint 412 Mds de yens sur le mois, soit bien en dessous du pic de 2 199 Mds de yens atteint en octobre dernier. Néanmoins, le déficit reste bien supérieur aux attentes selon l'enquête de l'agence Reuters. En effet, les exportations ont enregistré une progression plus faible qu'anticipé à 14,7% en glissement annuel en lien avec une baisse des exportations de véhicules automobiles, une composante très volatile depuis plusieurs mois du fait de son exposition aux contraintes d'approvisionnement, et de produits chimiques. En outre, les exportations subissent le déclin de la demande de la Chine, le principal partenaire commercial du Japon, dont l'économie reste très perturbée par les restrictions sanitaires. Dans un contexte où la demande mondiale souffre de la hausse des prix, les exportations chinoises peinent ainsi à tirer pleinement profit de la dépréciation de la devise. En revanche, la croissance des importations a dépassé les attentes avec une hausse de 31,2% en glissement annuel qui reflète surtout la hausse des prix des produits importés, et en particulier de produits énergétiques originaires d'Arabie Saoudite et d'Australie, qui a été accentuée par la dépréciation de la devise nipponne.

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.