

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

16 mai 2022

Débat d'experts

Les derniers chiffres des dépenses militaires (qui incluent toutes les dépenses publiques pour les forces armées et les activités militaires) font état d'un cumul de près de 2100Mds\$ en 2021 soit 2.2% du PIB mondial, un niveau record selon le Stockholm International Peace Research. Sans surprise, les 2/3 de ces dépenses sont effectués par 7 pays : les Etats-Unis (801Mds\$), la Chine (293Mds\$), l'Inde (76.6Mds\$), le Royaume-Uni (68.4Mds\$), la Russie (65.9Mds\$), la France (56.6Mds\$) et l'Allemagne (56Mds\$). On note que l'Organisation du Traité de l'Atlantique Nord (OTAN) recommande aux membres de l'Alliance de disposer d'un budget d'au-moins 2% de leur PIB. Objectif atteint à l'échelle de la planète ! Dans un monde de plus en plus conflictuel, ces postes budgétaires devraient croître à l'image des dernières annonces de l'Allemagne. Celle-ci a annoncé la création d'un fonds spécial doté de 100Mds€ et d'une ligne budgétaire de la Défense à plus de 2% du PIB. Or, la question du réarmement dans un monde endetté à l'excès interroge sur les moyens de ces ambitions. Dans la zone euro, peu de pays respectent encore le critère de Maastricht du ratio dette publique sur PIB à 60% (la moyenne est à 98%). Or, il existe une volonté de la part des pays du Nord, emmenés par l'Allemagne, de retourner au plus vite dans les limites du Pacte de Stabilité et de Croissance. Une solution consisterait à décider d'inclure ces « dépenses » dans un cadre communautaire européen du type de celui adopté pendant la pandémie (plan de relance « Next Generation EU ») et dont le financement mutualisé serait assuré par des emprunts de la Commission au nom de l'Union et acheté en grande partie par la Banque Centrale Européenne. Mais là encore, il n'y a pas plus d'accord de l'ensemble des pays membres sur cette option qu'il n'y en a eu sur l'embargo des hydrocarbures russes. Les politiques de réarmement devraient donc se faire par des arbitrages d'autres dépenses au risque d'altérer davantage la cohésion sociale.

La guerre en Ukraine a relancé les dépenses militaires. Pourtant, une question est posée : comment gérer les conséquences économiques d'un conflit armé aux portes de l'Union européenne avec une dette publique et une dette extérieure difficilement maîtrisables ? Une question à laquelle nos « experts » vont essayer d'apporter des éléments de réponse lors d'un débat et dont vous pourrez retrouver l'intégralité des échanges sur notre site internet.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

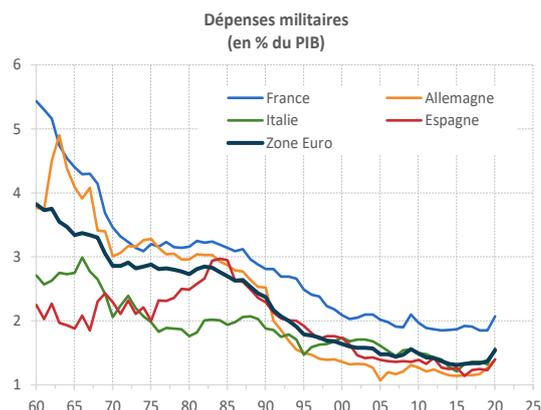
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...dans un monde de plus en plus conflictuel... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	13/05/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,041	1,109	1,208	-6,1	-13,8
€ / £	0,849	0,844	0,860	0,7	-1,2
€ / Yen	134,55	131,54	132,23	2,3	1,8
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	112	107	67	4,6	66,4
Indice CRB*	630	626	539	0,6	17,0
Prix de l'once d'Or	1 808	1 943	1 824	-6,9	-0,9
Prix de la tonne de cuivre	9 159	10 243	10 342	-10,6	-11,4
Indice Baltic Dry**	3 104	2 588	3 077	19,9	0,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 164	4 540	2 869	- 8,3	45

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 :

La semaine dernière a été marquée par une baisse significative des taux d'intérêt, aussi bien aux Etats-Unis où le taux 10 ans baisse de 28pbs à 2.92% qu'en zone Euro où le taux 10 ans allemand retrace de 20pbs à 0.95%. Les investisseurs qui depuis plusieurs mois étaient focalisés sur l'inflation commencent à redouter les impacts négatifs des politiques monétaires sur la croissance.

Les pressions inflationnistes sont néanmoins toujours là. Aussi en zone Euro, 4 hausses de taux sont toujours attendues par les investisseurs d'ici la fin de l'année pour atteindre un taux directeur de 0.25% en décembre.

Dans ce contexte de baisse de taux longs, les primes de risque ont eu tendance à diminuer, à la fois sur les pays périphériques et sur le marché du crédit. La prime de risque de l'Italie 10 ans s'est resserrée de 10pbs par rapport à l'Allemagne, elle reste cependant toujours sur des niveaux élevés (190pbs).

Le primaire européen reste encore peu actif, avec seulement 7Mds€ d'émissions sur la semaine, principalement sur la journée de mercredi et sur des émetteurs de catégorie investissement de bonne qualité comme Orange ou Unilever.

Le Focus de la semaine : Moins de liquidité et plus de volatilité sur les titres du Trésor américain

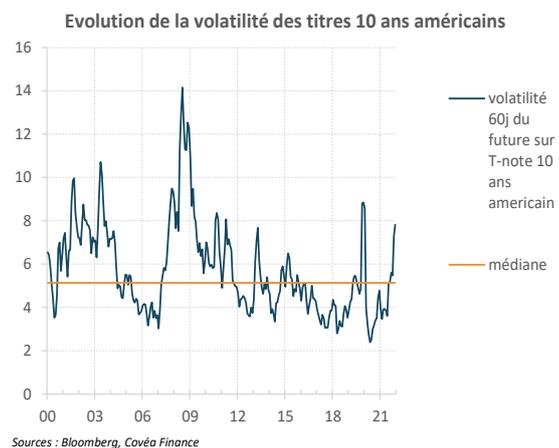
La hausse des taux américains, reflet d'une politique monétaire moins accommodante, d'une inflation élevée et d'une situation de plein emploi, s'est accompagnée d'une hausse de la volatilité. Il n'est maintenant pas rare d'avoir des amplitudes de variation de plus de 0.2% sur le taux 10 ans américain (2.92% au 13/05) dans une même journée. Cette hausse de la volatilité est également constatée sur la volatilité historique* des futures sur obligations** qui est à son plus haut depuis mars 2020.

Le rapport sur la stabilité financière de la Réserve Fédérale Américaine publiée la semaine dernière établit un lien entre cette hausse de la volatilité et une détérioration de la liquidité sur le marché des titres du Trésor américain. Il mentionne notamment un indicateur de profondeur de marché qui exprime la quantité d'actifs que l'on peut acheter ou vendre au meilleur prix. Cet indicateur a significativement baissé depuis l'été 2021 pour les bons du trésor de maturité 2 ans, 5 ans et 10 ans et se situe actuellement sur des niveaux bas, proches de niveaux de crise (mars 2020 par exemple). Cette baisse est plus marquée sur les titres de maturités courtes dont les prix sont plus sensibles aux ajustements de politique monétaire. De la même façon, la prime de liquidité constatée entre les nouvelles émissions du Trésor et les anciennes, moins liquides, a augmenté ces derniers mois.

Cependant, le rapport indique également, que l'indicateur le plus souvent utilisé pour mesurer la liquidité, ou plus précisément le bon fonctionnement du marché, à savoir l'écart entre le prix d'achat et le prix de vente d'un titre, est lui, toujours sur des niveaux très bas pour les obligations du Trésor : les teneurs de marché affichent des prix pour des tailles plus faibles, mais ils sont toujours très réactifs, ce qui permet des exécutions rapides et au meilleur prix. Ces indicateurs sont des points de vigilance importants pour la Réserve Fédérale : une baisse de la liquidité dans un environnement plus incertain pourrait à son tour entraîner une hausse de la volatilité et mettre en place un cercle vicieux conduisant à un dysfonctionnement du marché. Néanmoins, la Réserve Fédérale considère que, pour le moment, cette conjonction d'un volatilité plus élevée et de liquidité plus faible n'est pas un frein à un fonctionnement efficient du marché des obligations du Trésor américain.

* volatilité historique : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un actif par rapport à leur moyenne. Elle est calculée par un écart-type.

** future sur obligations : contrat permettant d'acquérir ou de vendre à terme une obligation d'état à un prix fixé au moment du passage du contrat.



Marie Edmée de Monts

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	13/05/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	17/03/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	1,00	1,00	0,50	0,25	0,25	0,00	0,50	0,75	0,75		
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	1,00	1,00	0,75	0,25	0,10	0,00	0,25	0,75	0,90		
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	2,92	3,13	2,17	1,51	1,66	-21	75	141	126	34	16
Allemagne	0,95	1,13	0,39	-0,18	-0,12	-18	56	113	107	85	17
France	1,46	1,66	0,84	0,20	0,27	-20	63	126	119	136	45
Italie	2,85	3,14	1,90	1,17	1,06	-28	95	168	180	209	40
Royaume-Uni	1,74	2,00	1,57	0,97	0,90	-25	18	77	85	51	25
Japon	0,25	0,24	0,21	0,07	0,09	0	4	18	15	30	76
Crédit											
Indice Itraxx Main	92,4	96,4	70,2	47,8	51,8	-4,1	22,2	44,6	40,6		
Indice Itraxx Crossover	445,8	462,2	334,3	241,7	259,3	-16,5	111,4	204,1	186,5		

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

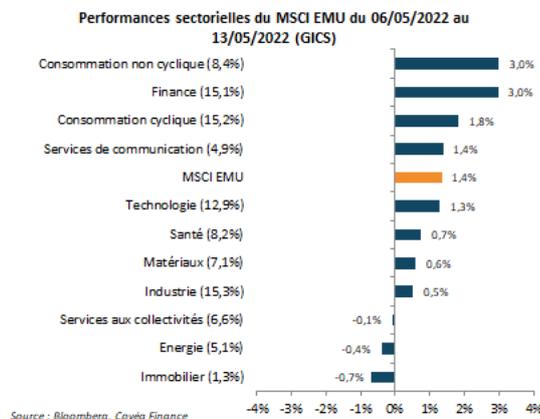
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens sont en hausse de 1.4% sur la semaine malgré l'enlisement de la situation géopolitique en Ukraine, la poursuite de restrictions en Chine pour lutter contre le COVID et les annonces de resserrements monétaires tant par la FED que par la BCE. Les secteurs de la consommation non cyclique et la finance affichent les plus fortes progressions sur la semaine avec des hausses de 3.0%. La consommation cyclique est en hausse de 1.8%.

A contrario, les secteurs de l'immobilier, de l'énergie et des services aux collectivités ferment la marche avec des baisses respectives de -0.7%, -0.4% et -0.1%. Sur le plan des valeurs, la plus forte hausse hebdomadaire notable est Unicredit +17.8%. Le groupe serait en négociation en vue de la cession de ses actifs détenus en Russie. Parmi les baisses notables on trouve le pharmacien UCB. Le titre est en baisse de 13.7% sur la semaine, pénalisé par le rejet par la FDA de son médicament prometteur Bimekizumab dans le traitement du psoriasis. Le titre du secteur des services aux collectivités Verbund est en baisse de 7.7%, négativement impacté par des rumeurs de mise en place d'une taxe exceptionnelle sur les profits par le gouvernement autrichien.



Le Focus de la semaine : Chute brutale des cours des cryptomonnaies.

Les principaux marchés des cryptomonnaies ont baissé de 20% environ en l'espace de quelques jours. Mardi, la principale d'entre elle, le bitcoin, est passée brièvement sous la barre des 30.000\$. Cette forte baisse a entraîné la chute des autres cryptomonnaies.

Une tendance se confirme : la corrélation de plus en plus importante entre le marché des cryptomonnaies et notamment le bitcoin (« cryptoactif » possédant la plus forte notoriété) et l'indice du Nasdaq. Si la corrélation entre le bitcoin et le Nasdaq ne s'était pas observée aux premiers jours de la guerre en Ukraine (avec un indice de corrélation de seulement 0,20), elle a repris en intensité depuis début mars, pour atteindre aujourd'hui environ un indice d'environ 0,80 (selon Factsset). De nombreuses raisons lient structurellement le marché des cryptomonnaies et le Nasdaq. Par ailleurs, alors que les cryptomonnaies étaient essentiellement détenues par des particuliers, de plus en plus d'investisseurs institutionnels (banques, entreprises, fonds d'investissement) misent sur ces outils au titre de diversification. Enfin, la valorisation élevée des valeurs technologiques et des cryptomonnaies les rendent particulièrement sensibles aux politiques des banques centrales, et notamment à la réduction de liquidités et à la hausse des taux d'intérêt.

Le dernier évènement illustrant la fébrilité des marchés est l'effondrement du Terra USD (UST) qui était encore, au début 2022, la 9e cryptomonnaie avec une capitalisation de plus de 30 Md\$. Le Terra fait partie des cryptomonnaies dite « stable coin » c'est-à-dire dont la valeur est liée à une monnaie fiduciaire comme l'euro ou le dollar ou même à un actif physique comme le cuivre ou l'or. La promesse de ces types d'actifs était de maintenir une parité avec le sous-jacent auquel il est lié, de manière à réduire le risque de volatilité naturelle de ces produits. Dans un contexte de forte vente des cryptoactifs jeudi dernier, le cours de l'UST s'est ainsi littéralement effondré avec une baisse de 99,8 % ajoutant encore à la défiance des investisseurs vis-à-vis de ces actifs. Cette volatilité et cette fragilité des actifs les plus risqués en phase de resserrement des politiques monétaires illustrent bien la nécessité d'une sélection rigoureuse de nos investissements dans un contexte de fortes agitations des marchés financiers.

Sébastien Duros

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	13/05/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	132,4	130,6	138,8	154,1	141,3	1,4	↑	-4,6	↓	-14,1	↓	-6,3	↓
MSCI EMU Mid Cap	953	948	985	1 094	1 011	0,5	↑	-3,3	↓	-13,0	↓	-5,8	↓
MSCI EMU Small Cap	396,1	403,4	443,3	487,4	483,2	-1,8	↓	-10,6	↓	-18,7	↓	-18,0	↓
MSCI Europe	145,0	143,9	150,4	161,7	144,8	0,8	↑	-3,6	↓	-10,3	↓	0,1	↑
France CAC40	6 363	6 258	6 613	7 153	6 288	1,7	↑	-3,8	↓	-11,0	↓	1,2	↑
Allemagne DAX30	5 763	5 653	6 058	6 696	6 444	1,94	↑	-4,9	↓	-13,9	↓	-10,6	↓
Italie MIB	24 048	23 476	24 124	27 445	24 486	2,4	↑	-0,3	↓	-12,4	↓	-1,8	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 418	7 388	7 385	7 385	6 963	0,4	↑	0,4	↑	0,5	↑	6,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 736	8 638	8 756	8 777	8 099	1,1	↑	-0,2	↓	-0,5	↓	7,9	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés évoluent en baisse sur la semaine, affectés par l'ampleur des niveaux d'inflation aux Etats Unis et en Asie ainsi que par le ralentissement de la croissance en Chine, conséquence de sa politique sanitaire. Hong Kong résiste davantage, alors que Taiwan et la Corée corrigent lourdement. Dans ce contexte inflationniste, les grands fondeurs de semi-conducteurs, Samsung et TSMC ont annoncé être en pourparlers avec leurs clients pour faire passer des hausses de prix importantes, de l'ordre de 20%. Dans l'automobile, plusieurs grands groupes se sont illustrés par leurs projets internationaux comme Panasonic qui envisage de construire une nouvelle usine de batteries aux États-Unis pour approvisionner Tesla tandis que Toyota, dont les résultats sont fortement impactés par des hausses de coûts n'en abandonne pas pour autant ses ambitieux projets dans l'électrification et souhaite investir dans une usine de production de composants pour véhicules électriques en Inde.

Aux **Etats Unis** le S&P 500 perd plus de 2% et poursuit son mouvement baissier initié depuis six semaines. La persistance d'une inflation à des niveaux élevés limite la recherche d'actifs risqués, les investisseurs redoutant un ralentissement de l'activité économique alors que les tensions géopolitiques demeurent également élevées. Dans ce contexte, tous les secteurs sont en baisse à l'exception de la consommation de base. Les valeurs technologiques, les financières et l'immobilier subissent à nouveau des flux vendeurs importants ainsi que certaines valeurs de consommation cyclique dont Tesla mais aussi certaines valeurs de tourisme affectées par les récents signaux de résurgence de cas de Covid aux Etats Unis. Parmi les variations les plus significatives, on retiendra la chute de Twitter après l'annonce d'Elon Musk de suspendre son offre de rachat sur la plateforme ou celle de Signature Bank, pénalisée par son exposition aux crypto-monnaies. En revanche, plusieurs titres se sont illustrés par des publications de résultats rassurantes à l'image d'International Flavors & Fragrance qui se distingue par sa capacité à naviguer au travers des tensions inflationnistes. Dans l'immobilier logistique, Prologis, le leader mondial du secteur, a annoncé une offre de rachat de Duke Realty, son concurrent américain.

Le Focus de la semaine : Boeing et la difficulté de servir deux maîtres à la fois ?

Si la baisse récente du cours du Boeing a quelque peu été occultée par la chute du Nasdaq, elle révèle malgré tout la position ambiguë et parfois paradoxale dans laquelle se trouve le champion américain. Boeing est en effet une entreprise stratégique d'importance nationale qu'il s'agisse de la sécurité du pays que des emplois qu'il représente. Ces métiers (l'aviation civile et la Défense), sont certes complémentaires, mais impliquent des modèles économiques et des cultures différents. Dans le Civil, Boeing éprouve les plus grandes difficultés à rassurer ses partenaires et clients quant à sa capacité à résoudre ses problématiques d'exécution, et ses relations avec le régulateur suscitent des polémiques sur de supposées complaisances dans les processus de certifications. Malgré les perspectives qu'offre le transport aérien et alors que la demande retrouve ses niveaux pré Covid, Boeing voit ses parts de marché se réduire face à Airbus, ce qui tombe d'autant plus mal que la concurrence chinoise se concrétise enfin (C919, dont les premières livraisons sont prévues avant la fin 2022). Les métiers de la Défense pourraient en contrepartie offrir des perspectives intéressantes alors que les tensions avec la Russie et la montée de la puissance militaire chinoise militent pour une accélération des dépenses militaires américaines, notamment dans le spatial.

Dans tous les cas, Boeing a plus que jamais besoin de soigner ses relations avec le gouvernement américain, ce qui se perçoit avec sa récente annonce de changement de siège social (le deuxième en 20 ans), quittant Chicago pour se rapprocher de Washington (à Arlington, précédemment le siège social de son activité de défense uniquement). En se rapprochant du Pentagone et de la FAA (Federal Aviation Administration), le groupe espère peut être solidifier ses perspectives dans des domaines stratégiques, à un moment où son image a été ternie. Nos perspectives économiques et financières évoquent régulièrement une emprise grandissante du politique sur les entreprises ... que cette nouvelle organisation de Boeing illustre pleinement, potentiellement au détriment de ses actionnaires.

Evolution des cours de Boeing et d'Airbus depuis 2000 (en USD)



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Grégoire Ginoux

Gérant Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	13/05/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 024	4 123	4 412	4 766	4 113	-2,4	-8,8	-15,6	-2,2	-1,1	-2,8	-7,8	13,5
Etats-Unis - Dow Jones	32 197	32 899	34 481	36 338	34 021	-2,1	-6,6	-11,4	-5,4	-0,8	-0,5	-3,2	9,8
Etats-Unis - Nasdaq	11 805	12 145	13 615	15 645	13 125	-2,8	-13,3	-24,5	-10,1	-1,5	-7,6	-17,6	4,4
Japon Nikkei 300	394	407	401	420	394	-3,0	-1,7	-6,1	0,0	-0,8	-3,9	-8,6	-1,7
Corée du Sud KOSPI	2 604	2 645	2 695	2 993	2 597	-1,5	-3,4	-13,0	0,3	-1,2	-3,1	-12,3	2,7
Chine - Shanghai	3 084	3 074	3 224	3 640	3 074	0,3	-4,3	-15,3	0,3	0,2	-4,8	-13,5	10,5
Hong Kong Hang Seng	19 899	20 002	19 532	23 398	27 719	-0,5	1,9	-15,0	-28,2	0,8	8,1	-7,8	-17,6
Marchés Emergents - MSCI	1 005	1 032	1 121	1 232	1 293	-2,6	-10,4	-18,5	-22,3	-1,3	-4,5	-11,0	-9,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Les impacts environnementaux du gaz naturel liquéfié (GNL)

Dans le contexte du conflit en Ukraine, l'un des objectifs affichés de l'Union Européenne (UE) est de réduire sa dépendance au gaz russe. Il faut dire qu'en 2021, les importations de gaz naturel de l'UE en provenance de la Russie ont représenté 155 milliards de mètres cubes soit un peu moins de la moitié de la consommation de l'UE. Le 27 avril dernier, Gazprom a décidé d'arrêter les livraisons de gaz à la Pologne et la Bulgarie renforçant le besoin pour l'Union européenne de diversifier ses approvisionnements. Le plan Repower EU donc proposé par la Commission européenne (CE) vise à réduire dès 2022 de deux tiers les importations de gaz naturel russe.

Pour assurer sa sécurité énergétique, l'UE s'est notamment tournée vers le gaz naturel liquéfié (GNL) qui dans le plan Repower EU contribuera pour moitié (50 milliards de mètres cubes) à l'objectif européen. La CE vient de signer un accord avec les États-Unis pour assurer un approvisionnement stable en GNL jusqu'en 2030. Dans le cadre de cet accord, les États-Unis s'engagent à fournir 15 milliards de mètres cubes de GNL supplémentaire à l'UE en 2022, un chiffre qui montera progressivement jusqu'à 50 milliards de mètres cubes à horizon 2030. D'autres pays producteurs de GNL devraient venir compléter l'offre des États-Unis, le Qatar et la Norvège en tête. De nouvelles infrastructures de regazéification devraient voir le jour à terme sur le continent européen afin d'absorber ces nouveaux flux. Alors qu'une solution semble être trouvée, il est légitime de se demander si le remède n'est pas pire que le mal.

En effet, le GNL affiche une empreinte carbone amont (i.e., de la production à la livraison) plus importante que celle du gaz transporté par gazoduc. La stratégie européenne de diversification vers le GNL pourrait donc mettre à mal les objectifs climatiques. En octobre 2021, Carbone 4, un cabinet de conseil indépendant spécialiste des enjeux énergie et climat, a publié une étude dans laquelle il apparaît que le GNL consommé en France émet deux fois et demi plus de CO₂ équivalent que le gaz consommé issu de gazoducs. Cette différence s'explique notamment par l'énergie nécessaire pour purifier, liquéfier, transporter par bateau et regazéifier le GNL.

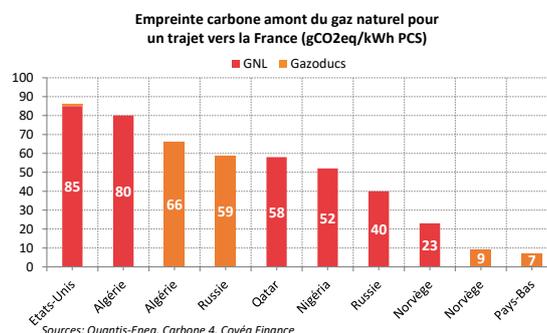
Les déterminants de l'empreinte carbone amont du GNL sont liés au lieu de production qui influe sur :

- la qualité des infrastructures et des procédés : des infrastructures moins performantes, des procédés moins rigoureux sont associés à des rejets de méthane accrus,
- la combinaison énergétique et plus particulièrement électrique : les pays ayant une électricité plus carbonée accroissent l'empreinte carbone du GNL,
- le gisement et le mode extractif : les gisements les plus profonds ou isolés ainsi que le gaz de schiste ne sont pas compatibles avec les engagements de l'Europe en matière environnementale
- la distance parcourue par les méthaniers pour atteindre la zone de consommation.

De tous les GNL, celui en provenance de Norvège apparaît comme étant le moins néfaste pour les objectifs climatiques européens. Mais la Norvège souhaite piloter avec modération sa production de gaz afin de ne pas mettre en péril la bonne gestion de sa production de pétrole. Ainsi la Norvège ne peut se substituer seule à la production de gaz russe.

Notons dans le graphique ci-contre la forte différence d'empreinte carbone entre le gaz russe et norvégien importé par gazoduc, un écart qui s'explique par des taux de fuite respectivement de 0,2% et 0,02% aux 1000 km. Au final, un approvisionnement en GNL qatari aurait le même bilan écologique qu'un approvisionnement via gazoduc russe tandis que l'approvisionnement en GNL américain semble le choix le plus carboné.

La recherche d'indépendance énergétique vis-à-vis de la Russie semble se heurter de front avec l'ambition européenne de transition énergétique.



David Martins Pereira

Analyste financier et extra financier



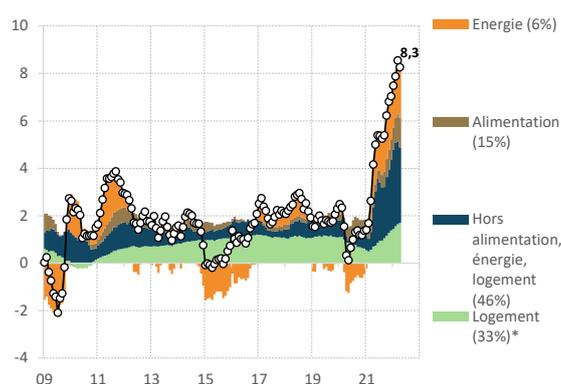
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation américaine ralentit au mois d'avril, mais les pressions haussières demeurent. »

La croissance annuelle de l'indice des prix à la consommation est passée de 8,5% en mars à 8,3% en avril, un recul qui met fin à 7 mois consécutifs d'accélération. La diminution des prix de l'énergie, après la flambée observée en mars, et les effets de base désormais plus favorables suggéraient cette inflexion, qui au final est assez modeste. La progression des prix sur le mois se limite à 0,3%, après 1,2% le mois précédent, en lien avec le recul de la composante énergie (-2,7%). A contrario, les prix alimentaires restent sur une tendance ascendante (+0,8%) et **l'indice hors alimentation et énergie enregistre un rebond prononcé (+0,6%)**. La modération observée en mars aura donc été de courte durée. En rythme annuel, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) décélère à 6,2% après 6,5%, en lien avec des effets de base plus favorables (la poussée inflationniste américaine s'est amorcée en avril 2021). Si les prix des véhicules d'occasion ont de nouveau reculé, les véhicules neufs voient leurs prix assez nettement accélérer (+1,1%). On peut également noter que les prix des billets d'avion progressent de 18,6% sur le mois, après +10% en mars. Au global, on relève une diffusion des tensions inflationnistes au secteur des services, ce qui n'est pas de nature à rassurer la Réserve fédérale. Suite à cette publication, les autorités monétaires devraient se sentir renforcées dans l'adoption d'une trajectoire plus restrictive. Loretta Mester, Présidente de la Fed de Cleveland et membre votante du comité de politique monétaire en 2022, s'est prononcée en fin de semaine pour une hausse de 50 bp lors des deux prochaines réunions, ce qui s'inscrit dans la lignée des propos de Jerome Powell lors de la conférence de presse de début mai. Par ailleurs, **Jerome Powell a été confirmé par le Sénat au poste de Président de la Réserve fédérale pour un second mandat de 4 ans, soit jusqu'en février 2026.** Les nominations des économistes Lisa Cook et Philip Jefferson aux postes de Gouverneurs de la Réserve fédérale ont également été validées par le Sénat. Seul le siège de Vice-Président chargé de la supervision bancaire reste désormais vacant sur les 7 constituant le Conseil des gouverneurs. Le Président Biden a proposé la nomination de Michael Barr à ce poste, professeur de droit ayant officié au département du Trésor sous l'administration Obama. Le candidat sera entendu au Sénat cette semaine en vue d'une confirmation.

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



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

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Indice de confiance NFIB	Indice	avr.-22	93,2	93,2	99,6	98,8
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	mai-22	59,1	65,2	81,5	77,6
Inflation	IPC, GA% NCVS	avr.-22	8,3	8,5	1,2	4,7
Inflation sous-jacente	IPC, GA% NCVS	avr.-22	6,2	6,5	1,7	3,6

*Du 09/05/2022 au 15/05/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Le Président Biden a proposé la nomination de Michael Barr à ce poste, professeur de droit ayant officié au département du Trésor sous l'administration Obama. Le candidat sera entendu au Sénat cette semaine en vue d'une confirmation.

Sur le marché du travail, les nouvelles demandes d'allocation chômage se sont maintenues à un niveau faible la semaine du 7 mai, à 202 000 personnes après 203 000. **Le nombre total de demande d'allocation chômage enregistre une nouvelle baisse à 1,343 millions d'individus, témoignant de la tension actuelle sur le marché du travail.**

Du côté des données d'enquête, l'indice NFIB de confiance des PME s'est stabilisé à 93,2 points, au plus bas depuis 2020, après 3 mois consécutifs de dégradation. **Les perspectives futures sur l'économie reculent légèrement, et signalent un pessimisme croissant sur l'orientation de l'activité.**

Concernant les ménages, l'estimation préliminaire de l'indice de l'Université du Michigan décrit une détérioration de la confiance des consommateurs en mai. **Les ménages américains se montrent plus pessimistes quant à l'évolution de leur situation financière personnelle, reflet de l'impact de la hausse des prix.** Les pressions inflationnistes se manifestent également dans la chute des intentions d'achats de biens durables qui atteignent un plus bas depuis le début de la série, en 1978.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



Suivi Macroéconomique

Europe

« La production industrielle marque le pas en zone euro »

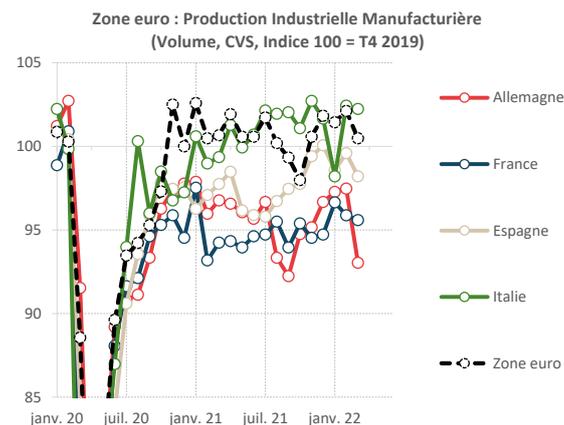
Cette semaine, les difficultés d’approvisionnement en gaz de l’Europe se sont encore intensifiées. Mercredi, l’Ukraine a annoncé l’arrêt des flux transitant par l’un des deux principaux pipelines passant par son territoire. Jeudi, ce fut au tour du gouvernement russe d’annoncer de nouvelles sanctions à l’encontre de l’Europe, en coupant l’approvisionnement de gaz naturel transitant par la section polonaise du pipeline « Yamal ». Dans ce contexte compliqué, le Financial Times rapporte que la Commission Européenne estime que 195 Mds€ de dépenses au cours des 5 années à venir seront nécessaires pour assurer l’indépendance énergétique de l’UE vis-à-vis de la Russie. Dans sa proposition, qui devrait être publiée cette semaine, la Commission appelle à une accélération du déploiement des énergies renouvelables mais aussi à une réduction de la consommation d’énergie. La Commission souhaiterait ainsi que 45% de la demande d’énergie soient couverts par

les énergies renouvelables d’ici à 2030. Bruxelles compterait également augmenter l’utilisation de l’hydrogène (à travers les importations mais aussi le déploiement de capacités de production en Europe) ainsi qu’améliorer les infrastructures permettant le traitement des importations de Gaz Naturel Liquéfié.

En zone euro, la production industrielle recule de 1,8% au mois de mars en glissement mensuel, pénalisée par la baisse de la production de biens d’investissement. En rythme mensuel, la production industrielle marque le pas en Allemagne (-5,0%), en Espagne (-1,8%) et en France (-0,5%) tandis qu’elle stagne en Italie où la forte hausse de production dans les secteurs du textile et des équipements électriques compense le repli dans les équipements de transport et de métallurgie. **Sur le 1er trimestre 2022, la production industrielle recule de 2% en zone euro** pénalisée par les tensions sur les approvisionnements et la guerre en Ukraine

Ce climat d’incertitude pèse aussi sur l’indice ZEW en Allemagne. Les résultats de l’enquête du mois d’avril font état d’un sentiment économique moins pessimiste mais à des niveaux particulièrement faibles, proches de ceux observés au début de la pandémie en mars 2020. Les incertitudes quant à la continuité des approvisionnements en gaz ont particulièrement pesé sur les perspectives d’activité des secteurs intensifs en énergie qui affichent une forte baisse de l’indice.

Au Royaume-Uni, l’activité recule en mars, avec un repli de 0,1% relativement à février. Sur le mois, la forte progression du secteur de la construction compense en partie la baisse de la production manufacturière et de l’activité du secteur des services. **Sur le trimestre, le PIB enregistre une**



Sources : Commission Européenne, Eurostat, Covéo Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
AL	ZEW	Indice mai-22	-34,3	-41,0	40,6	54,9
IT	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA% mars-22	2,9	3,3	-11,0	11,7
RU	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA% mars-22	0,7	2,1	-8,4	5,1
	PIB	Vol, CVS, GA% T1 22	8,7	6,6	-9,3	7,4

*Du 09/05/2022 au 15/05/2022

Sources : Refinitiv, Covéo Finance

croissance de 0,8%, tiré à la hausse par une demande interne dynamique. Selon l’estimation préliminaire, souvent sujette à de fortes révisions, la consommation des ménages s’inscrit en progression sur le trimestre malgré la hausse continue des prix. C’est toutefois l’investissement non résidentiel qui apporte la plus forte contribution positive, ce qui reflète les importants projets d’infrastructure entrepris par le gouvernement. En revanche, l’investissement des entreprises se replie tandis que le commerce extérieur contribue fortement à la baisse, en raison d’une nette augmentation des importations de biens (notamment énergétiques). Au cours des mois à venir, le renchérissement de la facture énergétique combiné aux hausses du taux directeur de la Banque d’Angleterre et aux difficultés d’approvisionnement risquent de pénaliser l’économie britannique.

Au niveau politique, la victoire du parti républicain Sinn Fein aux élections législatives locales en Irlande du Nord ravive les tensions autour des modalités du « protocole nord-irlandais » de l’accord du Brexit. En effet, afin de respecter les accords du Vendredi Saint, qui prévoit une absence de frontières physique entre l’Irlande du Nord et la République d’Irlande, l’accord du Brexit introduit des contrôles douaniers entre l’Irlande du Nord et le reste du Royaume-Uni. Cet accord introduit donc de fait un traitement différencié vis-à-vis du reste du Royaume-Uni, ce qui suscite l’ire du parti unioniste nord-irlandais DUP. Or, en dépit de la victoire du Sinn Fein, l’accord du DUP est nécessaire pour qu’un nouveau gouvernement puisse être formé en Irlande du Nord. Dans ce contexte, le DUP conditionne sa participation à un nouveau gouvernement à une renégociation du protocole nord-irlandais. Le gouvernement britannique souhaite renégocier l’accord mais l’UE s’y oppose et estime que toute violation du protocole pourrait conduire à une suspension unilatérale du reste de l’accord.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Focus : le poids des restrictions sanitaires fait plier l'économie chinoise

L'évolution du contexte sanitaire reste la principale incertitude sur les perspectives.

Malgré des améliorations dans les chiffres des contaminations, les restrictions sanitaires continuent de peser sur une grande partie du pays à des degrés différents – les 41 villes concernées par les restrictions comptent pour environ 20% de la population et 30% du PIB du pays. A Shanghai (25 millions d'habitants), où les restrictions restent les plus sévères du pays, la baisse du nombre de cas a amené les autorités à annoncer une réouverture progressive de la ville pour un retour à la normal à partir du 1er juin. Dans la capitale Pékin (22 millions d'habitants), où les restrictions se sont progressivement renforcées au cours des dernières semaines, les autorités ont démenti les rumeurs sur la mise en place d'un confinement de la population.

Les perturbations sanitaires ont lourdement pénalisé l'activité économique en avril.

Les données sur le mois d'avril rapportent un impact bien plus important qu'anticipé du contexte sanitaire sur l'économie chinoise qui semble donc s'éloigner encore davantage de la cible de 5,5% de croissance du PIB fixée début mars par les autorités.

La consommation des ménages est particulièrement concernée par ce déclin comme l'illustre le recul de 11,1% des ventes au détail en glissement annuel en avril (contre +6,7% en janvier/février mais déjà -3,5% en mars). En particulier, la restauration voit ses ventes reculer de 24% alors que les achats discrétionnaires de biens durables, tels que les automobiles (-31,6%), souffrent également du poids des incertitudes sur le comportement des ménages. Avec les ventes au détail, ce sont les services qui sont les plus exposés au contexte sanitaire avec un déclin de 6,1% en glissement annuel.

La production industrielle a aussi enregistré un recul marqué de 2,9% en avril qui s'est généralisé à la plupart des secteurs de l'industrie manufacturière. L'industrie automobile enregistre la plus forte contraction (-31,8%) alors que de nombreux constructeurs sont localisés à Shanghai et ont été directement affecté par le confinement strict et que, plus largement, les chaînes d'approvisionnements ont été très perturbées dans le secteur. En revanche, l'activité minière reste dynamique (+9,5%), soutenue par les mesures gouvernementales visant à contenir les prix énergétiques.

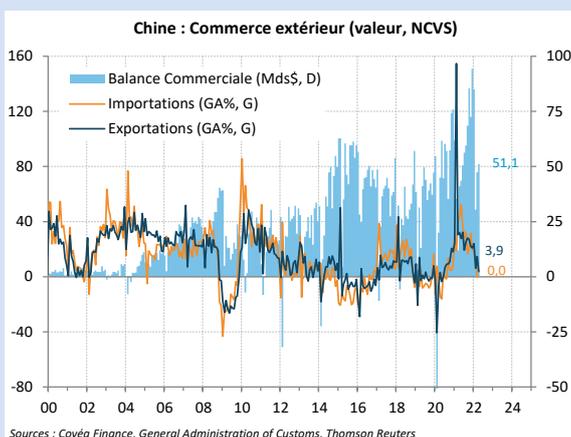
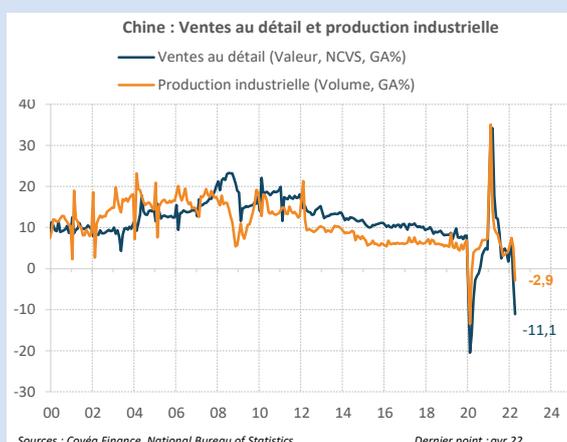
La croissance des investissements reste conséquente mais a nettement ralenti à 6,8% en glissement annuel en avril face aux incertitudes. Les investissements manufacturiers, qui étaient un des principaux moteurs de la croissance en 2021 et au T1 2022, ont vu leur croissance ralentir à 6,4% (contre 20,9% en janvier/février et 11,9% en mars). En outre, les investissements en infrastructures ont largement perdu de leur dynamique de mars dernier (+11,4%) pour atteindre une croissance de seulement 2,8% en avril malgré les incitations fiscales et monétaires des autorités. Enfin, l'investissement dans le secteur immobilier s'est largement contracté de 10,1%, faisant écho au fort déclin des ventes de logements, alors que le poids des incertitudes s'ajoute à celui des restrictions réglementaires sur le secteur. Ce ralentissement des investissements répond également à la faiblesse des données de crédit en avril. En effet, les nouveaux prêts en yuan ont augmenté de seulement 645 Mds de yuan sur le mois contre 3130 Mds de yuan en mars, en lien avec une faiblesse généralisée aux entreprises et aux ménages. Plus largement, la croissance des financements agrégés de l'économie (TSF) ralentit à 10,2% en glissement annuel (contre 10,6% en mars).

Le commerce extérieur chinois ralentit nettement en avril face à la détérioration des environnements domestique et étranger.

Après avoir fortement soutenu la croissance depuis le début de la crise et conservé une dynamique solide au T1 2022 (autour des 16%), les exportations ont enregistré une croissance de seulement 3,9% en glissement annuel en avril. Cette baisse résulte des perturbations des chaînes d'approvisionnement nationales, en lien avec les contraintes sanitaires, mais aussi de l'affaiblissement de la demande mondiale dans un contexte de fortes perturbations géopolitiques, de hausse généralisée des prix et de resserrement des politiques monétaires. En outre, la normalisation sanitaire dans la plupart des économies développées se traduit par une rotation de la demande vers les services au détriment des biens manufacturés chinois. En particulier, les exportations de produits de hautes technologies, qui avaient été particulièrement dynamiques depuis le début de la crise, s'inscrivent désormais en déclin à l'image des ordinateurs portables (-5% en glissement annuel) et des téléphones portables (-7%).

D'autre part, les importations affichent une croissance nulle en glissement annuel en avril. Néanmoins, les pressions à la hausse sur les prix des matières premières masquent un déclin des importations en volume qui traduit les conséquences des perturbations sanitaires sur la demande domestique. Cette faible dynamique des importations permet à la Chine de conserver un excédent commercial substantiel de 51,1 Mds\$ sur le mois.

Dans le contexte du conflit Russo-ukrainien, les importations d'origine russe progressent de 56,6% en glissement annuel en avril et atteignent



Suivi Macroéconomique

un plus haut historique, alors qu'en revanche les exportations chinoises vers la Russie continuent de baisser fortement (-25,9% en glissement annuel).

Les politiques budgétaires et monétaires devraient soutenir la croissance mais présentent certaines limites

A l'occasion de la réunion du bureau politique du PCC (Politburo) du 29 avril, les dirigeants chinois se sont dit prêts à accélérer la mise en place des politiques économiques de soutien à l'activité annoncées en mars (2 500 Mds de yuan de réductions d'impôt et 3 650 Mds de yuan d'émissions d'obligations des gouvernements locaux) et à renforcer ces mesures pour compenser les effets des chocs baissiers et atteindre les objectifs économiques et de développement social du pays. Le président Xi Jinping avait appelé à déployer tous les efforts possibles pour renforcer la construction d'infrastructures. Néanmoins, les efforts d'investissement des autorités locales pourraient s'avérer limités par les coûts de la mise en place des mesures de restriction et les moindres rentrées fiscales (notamment en lien avec la faiblesse des revenus issus des ventes de terrain). De même, l'assouplissement monétaire annoncé par les autorités pourrait s'avérer contraint par la problématique de profitabilité des banques chinoises, les pressions inflationnistes et les risques de surendettement.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Suivi Macroéconomique

Asie

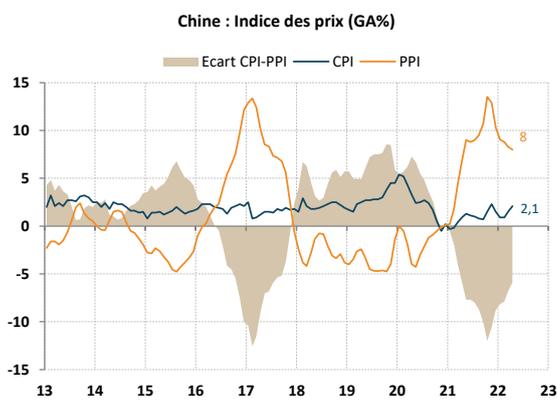
« Le renforcement des pressions inflationnistes limite les marges de manœuvre de la PBoC »

En Chine, la dynamique des prix de l'énergie continue de dominer les pressions inflationnistes en avril. Du côté des prix à la consommation, l'inflation CPI accélère à 2,1% en glissement annuel contre 1,5% le mois précédent, principalement tirée par les prix des carburants pour véhicules (+28,4%). Les prix de l'alimentation affichent une évolution positive pour la première fois depuis janvier 2021, à

+1,9% en glissement annuel, en lien avec la dynamique internationale des prix alimentaires, le contexte sanitaire qui renforce la tendance au stockage sous-jacente et le léger redressement des prix du porc. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a ralenti à 0,9% sur le mois contre 1,1% le mois précédent. Du côté des prix à la production, l'inflation PPI ralentit légèrement à 8% en glissement annuel, alors que le déclin de l'activité lié aux perturbations sanitaires se traduit par un recul de la demande.

Au Japon, les salaires progressent de 1,2% en glissement annuel sur le mois de mars, comme en février. Les salaires conservent donc une croissance robuste en comparaison de la dynamique des dernières années. Néanmoins, cette évolution reste surtout tirée par des gains salariaux surtout non pérennes comme les primes et le paiement des heures supplémentaires. Aussi, cette dynamique est à nuancer par le déclin des salaires en termes réels (-0,2% en glissement annuel) avec la hausse des prix.

Le parlement japonais a voté une loi de sécurité pour protéger ses technologies sensibles. Le texte vise également à sécuriser les chaînes d'approvisionnement du pays et renforcer la protection des infrastructures aux cyberattaques. Cette loi permettra au gouvernement japonais d'exiger que certaines entreprises lui signalent les mises à jour de logiciels et de contrôler certains achats d'équipements dans des secteurs clés, dont l'énergie, l'approvisionnement en eau, les technologies de l'information, la finance et les transports.



Source : Covéa Finance, NBS

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	avr.-22	6,8	9,3	2,9	4,9
	Total des flux de crédit	GA%	avr.-22	10,2	10,6	13,3	10,3
	Prod. Industrielle	Vol, NCVS, GA%	avr.-22	-2,9	5,0	3,4	9,3
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	avr.-22	-11,1	-3,5	-2,9	12,4
	Inflation	IPC, NCVS, GA%	avr.-22	2,1	1,5	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	avr.-22	0,9	1,1	0,8	0,8
	Exportations	Vol, NCVS, GA%	avr.-22	3,8	14,6	3,6	30,0
	Importations	Vol, NCVS, GA%	avr.-22	0,0	-0,1	-0,6	30,0

* Du 09/05/2022 au 16/05/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

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.