

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

22 mai 2023

Les routes de la soie sont impénétrables

Alors que la possibilité d'un défaut de paiement des Etats-Unis fait débat, le traitement de celui des pays les plus pauvres fait les frais de l'affrontement bipolaire qui caractérise dorénavant les questions internationales. Car l'ancienne prédominance des membres du Club de Paris (Etats-Unis, Royaume-Uni, France...) a disparu et ses membres créanciers ne représentent plus que 11% des prêts aux pays en développement selon le FMI. Inversement, la Chine est devenue en une vingtaine d'années la première nation prêteuse aux pays à bas revenus (avec 50% du total de ces prêts) en y appliquant son propre droit des contrats et souvent en les gageant avec des matières premières ou des infrastructures, au côté d'autres Etats du « Sud » et d'investisseurs privés (19%). Ainsi la résolution « occidentale » des problèmes de remboursement qui passait autrefois par les restructurations du Club de Paris, en veillant à protéger le « crédit privilégié » de la Banque mondiale qui ne participait pas sur un pied d'égalité aux pertes, n'est plus opérante.

La Chine qui a concédé en Afrique et sur ses nouvelles routes de la soie quantité de prêts ne souhaite pas appliquer les vieilles règles de renégociation qui seraient favorables à l'ordre ancien ou qui lui donnerait moins de séniorité que la dette privée alors même qu'elle est souvent majoritaire parmi les créanciers. Car depuis son entrée dans l'OMC, la Chine a progressivement opéré des investissements opportunistes et des prêts de sauvetage à travers des dispositifs d'échanges de devises (lignes de swap), des prêt-relais par des établissements financiers publics ou des facilités de prépaiement de matières premières par de grandes entreprises chinoises du secteur. Selon la Banque mondiale, Pékin a consacré 240Mds\$ dans des opérations de renflouement de prêts pour 22 pays et l'on peut penser que les chiffres réels sont supérieurs. Elle l'a fait autant pour asseoir son influence au fil des ans sur fond de dédollarisation que pour sauver ses propres banques face à des risques d'accélération des défaillances de pays émergents ou dits frontières. Car, comme l'ont montré nos travaux préparatoires au PEF de juin (Perspectives Economiques et Financières), la progression depuis 2008 des banques chinoises dans le classement des premières banques au monde est frappante. Elles sont 7 dans les 15 premières alors que la toute première banque chinoise apparaissait à la 19ème place avant la crise née de la faillite de Lehman Brothers.

Or les politiques monétaires de lutte contre l'inflation des grandes banques centrales ont fait bondir les coûts de financement de la dette externe des pays pauvres qui s'endettent encore largement en devises « fortes ». Les risques de défaillance sont donc grands avec leurs lots de troubles sociaux qu'accompagnent les difficultés de ces pays à subvenir à leurs besoins alimentaires. C'est tout l'enjeu de l'accord nécessaire entre les créanciers des différents blocs d'alliance.

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

«...les risques de défaillance sont grands... »

Banque	2022		2008	
	Rang	Taille de bilan	Rang	Taille de bilan
ICBC	1	5 380	19	1 030
China Construction Bank	2	4 700	22	800
Agricultural Bank of China	3	4 610	25	740
Bank of China	4	3 930	26	730
JPMorgan Chase	5	3 430	7	1 560
Bank of America	6	2 860	13	1 310
HSBC	7	2 760	5	1 810
BNP Paribas	8	2 670	4	2 080
Mitsubishi UFJ	9	2 670	9	1 530
China Development Bank	10	2 480	44	410
Citigroup	11	2 260	10	1 390
Credit Agricole	12	2 170	6	1 660
Postal Savings Bank of China	13	1 920	-	NC
Sumitomo Mitsui	14	1 840	21	890
Bank of Communications	15	1 770	51	270

Données sur la taille des bilans converties en milliards d'euros et arrêtées au 31 décembre de chaque période.
Sources : Covéa Finance, Bloomberg.
En rouge ; les banques chinoises.

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	19/05/23	17/03/23	T-12 mois	17/03/23	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,081	1,067	1,059	1,3	2,0
€ / £	0,868	0,876	0,849	-0,9	2,3
€ / Yen	148,99	140,67	135,30	5,9	10,1
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	76	73	112	4,0	-32,3
Indice CRB*	544	543	635	0,2	-14,4
Prix de l'once d'Or	1 982	1 974	1 841	0,4	7,6
Prix de la tonne de cuivre	8 173	8 580	9 416	-4,7	-13,2
Indice Baltic Dry**	1 402	1 535	3 289	-8,7	-57,4
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	972	910	4163	6,9	-76,6

Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux ont été orientés à la hausse la semaine dernière, essentiellement influencés par les développements autour des négociations du plafond de la dette américaine ainsi que par certaines déclarations de banquiers centraux jugées accommodantes.

En Zone euro, Christine Lagarde a réitéré que la Banque centrale européenne devra maintenir ses taux directeurs élevés à moyen terme pour continuer de lutter contre l'inflation. L'attente par le marché de la hausse des taux de la BCE a progressé sur la semaine, avec un taux cible à 3,75% (encore 2 hausses de taux de 25 points de base) à horizon septembre prochain. Dans ce contexte, les taux souverains à 10 ans ont été orientés à la hausse avec la France et l'Allemagne en progression de 15 points de base à respectivement 3% et 2,43%. L'Italie est en hausse de 9 points de base, à 4,27%, et l'Espagne est en hausse de 12 points de base à 3,48%.

Aux Etats-Unis, les avancées sur le plafond de la dette qui auront été plutôt positives sur la première partie de la semaine ont été le principal catalyseur à la hausse des taux. Cependant, l'incertitude est toujours présente à l'image du retournement de tendance en fin de semaine. Au global, le taux 10 ans américain progresse de 21 points de base à 3,67%.

Sur le marché du crédit, la baisse des craintes au global sur les marchés auront permis aux primes de risque de se resserrer, de 4 points pour l'indice de catégorie investissement à 3,58% et de 15 points pour l'indice haut rendement à 8,08%.

Le Focus de la semaine : Les fluctuations du dollar contre l'euro

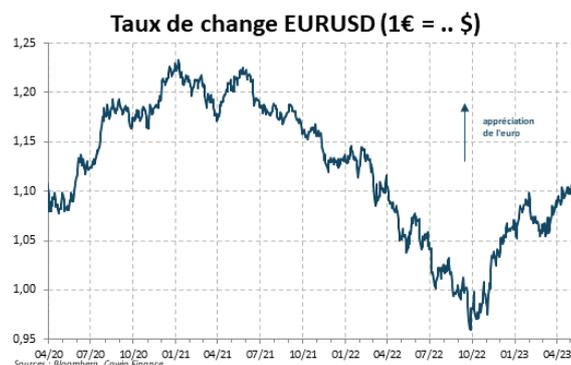
Après avoir connu une forte appréciation contre euro pendant la première partie de l'année 2022 (+16% au plus haut en septembre) dépassant même pendant quelques semaines le seuil symbolique de la parité, le dollar s'est replié sur la fin de l'année, affichant au 30/12/22 : 1,0705 (contre 1,1370 au 31/12/2021). La dynamique haussière pour l'euro a continué en 2023 affichant +1,5% depuis le début de l'année. Les raisons de ce rebond peuvent s'expliquer en partie par l'action des Banques Centrales.

Aux Etats-Unis, après 10 hausses successives de ses taux directeurs, et 5% de hausse, la FED semble arriver au bout de son processus de resserrement monétaire sur fond de crise bancaire. La courbe de taux américaine semble même montrer que les taux directeurs pourraient rebaisser dès la fin de l'année.

De son côté, la BCE après 7 hausses de taux directeurs, maintient le cap. Christine Lagarde a même déclaré lors de la conférence du mois de mai qu'une pause dans les hausses des taux n'était pas envisageable à ce stade. L'inflation européenne reste élevée et ne laisse pas entrevoir une baisse durable pour le moment.

Ce décalage dans les politiques monétaires des 2 zones se reflète dans l'écart des taux court et long avec un différentiel des taux souverains à 10 ans entre les Etats-Unis et l'Allemagne qui s'est réduit à 120 points de base contre un point haut de plus de 3 ans autour de 200 points de base en 2022. Cet écart de rendement entre les 2 zones, qui aura été un soutien indéniable à l'appréciation du dollar pendant l'année 2022, a eu l'effet inverse depuis 6 mois.

Les éléments d'incertitudes demeurent, notamment le sujet du plafond de la dette américaine qui pourrait amener de la volatilité dans les fluctuations de la devise si les négociations n'aboutissent pas rapidement. Les publications des chiffres d'inflation seront également un élément déterminant sur la dynamique de l'EURUSD dans les mois à venir puisqu'ils conditionneront en partie les décisions des banquiers centraux sur leurs politiques monétaires respectives.



Xavier Bouscharain

Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	19/05/23	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
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	5,25	5,25	4,75	4,50	1,00	0,00	0,50	0,75	4,25		
BCE - Taux Repo	3,75	3,75	3,50	2,50	0,00	0,00	0,25	1,25	3,75		
BCE - Taux Facilité de dépôt	3,25	3,25	3,00	2,00	-0,50	0,00	0,25	1,25	3,75		
Banque d'Angleterre	4,50	4,50	4,00	3,50	1,00	0,00	0,50	1,00	3,50		
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	3,67	3,46	3,43	3,87	2,84	21	24	-20	84	-59	25
Allemagne	2,43	2,28	2,11	2,57	0,95	15	32	-14	148	-32	17
France	3,00	2,86	2,68	3,12	1,46	15	32	-11	155	8	42
Italie	4,27	4,18	4,05	4,72	2,90	9	22	-44	137	83	34
Royaume-Uni	4,00	3,78	3,28	3,67	1,87	22	71	32	213	6	41
Japon	0,40	0,39	0,29	0,42	0,24	1	11	-2	16	46	84
Crédit											
Indice Itraxx Main	82,6	86,2	100,5	90,6	98,3	-3,6	-18,0	-8,0	-15,7		
Indice Itraxx Crossover	434,3	449,6	493,0	474,1	477,9	-15,3	-58,7	-39,8	-43,6		

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

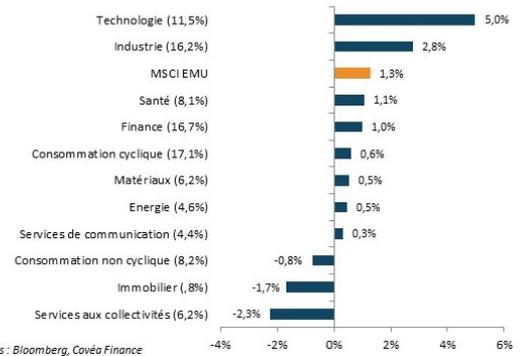
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché actions de la zone Euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) monte de 1,3%. Les différentes statistiques économiques ainsi que la fin de la saison des résultats du 1^{er} trimestre ont donné la tendance. La hausse atteint 13,5% depuis le début de l'année.

La volatilité est sur des niveaux historiquement bas, avec un indice VStoxx sous les 16. Dans ce contexte, plusieurs indices actions européens sont proches de leurs plus hauts historiques, et l'indice allemand DAX a même établi un nouveau record. La semaine a été active en opérations avec l'annonce de nouvelles acquisitions (Edenred / Reward) et de plusieurs placements de blocs de participations sur le marché (par exemple 5,1% du capital de London Stock Exchange a été proposé au marché).

Reflète d'une hausse de l'appétit pour le risque, sur la semaine, sont favorisés des secteurs comme la technologie (+5%) et l'industrie (+2,8%). S'y ajoutent, les annonces d'investissements du Japon en matière de semi-conducteurs, qui devraient impliquer plusieurs groupes européens dont ASML. Le rebond de la technologie en 2023 se porte donc à +23,9%. A l'inverse, et pénalisés également par une semaine haussière sur les taux, souffrent les services aux collectivités (-2,3%) et l'immobilier (-1,7%).

Performances sectorielles du MSCI EMU du 12/05/2023 au 19/05/2023 (GICS)



Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Le Focus de la semaine : Est-il paradoxal de constater une hausse des marchés actions et du cours de l'or ?

Avec une clôture à 149 points à la fin de la semaine passée et une progression de 13,5% en 2023, les marchés actions de la zone euro (Indice MSCI EMU dividendes non réinvestis) restent proches des points hauts atteints à la fin de l'année 2021 (156 points). Dans le même temps, l'or évolue près de ses records historiques de l'été 2020 autour de 2.000 dollars l'once. Dès lors, est-il paradoxal de constater le même comportement pour ces deux actifs qui n'évoluent traditionnellement pas de concert ?

Le rebond des marchés actions, entamé depuis le mois d'octobre 2022 s'explique notamment par les espoirs (non confirmés) mis dans la réouverture de la Chine, l'incertitude sur la poursuite de l'action restrictive des Banques centrales et des taux d'intérêts réels qui restent négatifs. Ce mouvement a ensuite été entretenu par la tenue des résultats annuels et trimestriels des entreprises européennes, dopés par des effets prix significatifs et malgré des volumes parfois en recul important dans certains secteurs.

De son côté, l'or progresse de 8% en 2023, favorisé lui aussi par le contexte de taux d'intérêt réels négatifs en Europe et aux Etats-Unis. En effet, avec le maintien de l'inflation à un niveau élevé, l'achat d'or est une manière de se protéger contre l'érosion monétaire. La « relique barbare » est également aidée par les achats de certaines Banques centrales (en particulier la Chine), qui souhaitent gagner en indépendance vis-à-vis du dollar dans un contexte de tensions géopolitiques et après le gel des réserves de change russes par les Etats-Unis (entre autres) en 2022. Cette « dédollarisation » se retrouve aussi dans la baisse de l'usage du dollar dans les échanges internationaux. De plus, les inquiétudes sur le système bancaire à la fois en Europe (Crédit Suisse) et aux Etats-Unis (banques régionales) sont positives pour l'or.

Cette situation qui semble étonnante à première vue s'explique donc. Elle illustre d'ailleurs plusieurs axes de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) notamment sur le retour du Politique et sur un monde plus inflationniste, conséquence de la réduction de la mondialisation.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	19/05/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois				
MSCI EMU	149	148	140	132	131	1,3	↑	7,0	↑	13,5	↑	14,3	↑
MSCI EMU Mid Cap	961	956	921	907	948	0,5	↑	4,3	↑	6,0	↑	1,4	↑
MSCI EMU Small Cap	405	405	386	370	405	0,0	↑	5,1	↑	9,5	↑	0,1	↑
MSCI Europe	158	157	147	143	143	0,7	↑	7,6	↑	10,6	↑	10,2	↑
France CAC 40	7 492	7 415	6 925	6 474	6 273	1,0	↑	8,2	↑	15,7	↑	19,4	↑
Allemagne DAX 30	6 450	6 324	6 019	5 693	5 687	2,0	↑	7,2	↑	13,3	↑	13,4	↑
Italie MIB	27 520	27 347	25 495	23 856	24 065	0,6	↑	7,9	↑	15,4	↑	14,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 757	7 755	7 335	7 452	7 303	0,0	↑	5,7	↑	4,1	↑	6,2	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 935	8 897	8 375	8 417	8 604	0,4	↑	6,7	↑	6,2	↑	3,8	↑

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

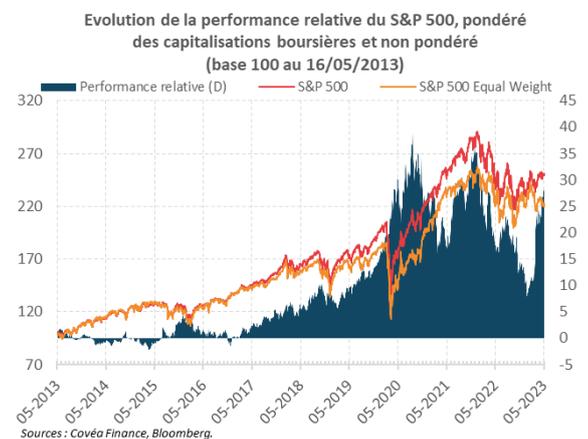
L'analyse des marchés :

En Asie, les marchés affichent une légère hausse sur la semaine. L'Asie du Nord (Japon, Corée du Sud, Taiwan) affiche les meilleures performances. Dans ces pays, la technologie a tiré les performances à la hausse, notamment grâce à la sphère des semi-conducteurs qui a profité d'un vent d'optimisme au sujet de l'installation de nouvelles capacités de semi-conducteurs au Japon. Le premier ministre japonais, M.Kishida, a rencontré les dirigeants des grands fabricants de puces américains, taiwanais et sud-coréens (Intel, TSMC, Samsung Electronics) afin de discuter d'éventuels investissements au Japon. Ces rencontres ont notamment abouti sur une annonce d'investissement massif de la part de Micron sur le sol japonais (3,6 milliards de dollars). Sur les autres marchés, la Thaïlande a continué de sous-performer tandis que l'incertitude politique demeure. L'Inde figure également parmi les moins bonnes performances après avoir été recherchée par les investisseurs ces dernières semaines pour son caractère domestique et défensif. En ce qui concerne la sécurisation des chaînes d'approvisionnement et la transition énergétique, Justin Trudeau (premier ministre canadien) s'est rendu en Corée du Sud pour un sommet avec le président Yoon Suk Yeol, les deux pays cherchant à stimuler la coopération en matière de sécurité et de minéraux critiques utilisés dans les batteries. Côté entreprises, dans l'électrification du véhicule, Kia, constructeur automobile coréen, a annoncé la future construction d'une usine de véhicules électriques au Mexique, pour un milliard de dollars. Aussi, Panasonic prévoit un montant record de 5 milliards de dollars en dépenses d'investissement pour l'année fiscale en cours, dont plus de la moitié sera consacrée à l'augmentation de la production de batteries pour véhicules électriques.

Aux Etats-Unis, le S&P 500 termine la semaine en hausse de 1.6% malgré les incertitudes sur le relèvement du plafond de la dette américaine. Les propos de Jerome Powell laissant entrevoir une pause dans la dynamique de hausse des taux face aux effets retardés du resserrement monétaire et de l'impact des récentes tensions bancaires sur le crédit, ont permis de soutenir les indices. Par secteur, la technologie, la consommation cyclique et les services de communication affichaient les meilleures performances, soutenus par les publications de résultats des géants du numérique. Les segments plus défensifs de l'indice comme la santé, les services aux collectivités et la consommation courante affichaient les baisses les plus marquées. Les services aux collectivités étaient aussi pénalisés par leur exposition aux budgets publics dans l'attente d'une résolution sur le plafond de la dette américaine. Le secteur immobilier continuait à être impacté par les inquiétudes sur le crédit. Côté entreprises, on notera le regain d'intérêts des grandes entreprises américaines pour le marché indien. Après les annonces d'installation de chaînes d'assemblages et d'ouverture de magasins Apple en Inde, Tesla est entrée à son tour en discussion avec le gouvernement indien afin d'ouvrir des usines dans la région. La construction d'usines pourrait être un préalable à la commercialisation de ses véhicules, lui permettant d'obtenir des réductions de taxes à l'importation dans l'un des plus grands marchés de véhicules au monde. Amazon a aussi annoncé vouloir investir près de 13 milliards de dollars sur les 10 prochaines années dans son activité cloud afin de répondre à la demande croissante de tels services dans la région.

Le Focus de la semaine : Une lecture tronquée des performances du marché américain ?

Alors que le S&P 500 progresse de plus de 9% depuis le début de l'année et vient d'établir un plus haut annuel, il est intéressant de noter l'importance des divergences de performance au sein de l'indice. Notons que les meilleurs secteurs, les services de communication et la technologie, sont en hausse de respectivement 30% et 27% depuis le début de l'année, tandis que l'énergie affiche un repli marqué (-9%), tout comme les financières (-5%). Les petites et moyennes capitalisations sont autour de l'équilibre. En définitive, le S&P 500 ne doit sa progression des dernières semaines qu'à une poignée de titres, au premier rang desquels nous retrouvons Apple, Alphabet, Amazon, Microsoft et Nvidia. Dans un contexte complexe, ces valeurs sont perçues comme des refuges, pleines de liquidités au bilan. Or, la montée en puissance des technologies liées à l'intelligence artificielle met en avant le positionnement de ces entreprises. Entre sécurité immédiate et avantages à venir, les investisseurs continuent de privilégier ces géants ! Leur poids cumulé est de plus de 24%, un record de concentration. Et la lecture de la performance du marché américain peut être tronquée, en témoigne le décalage entre l'indice S&P500 (calculé en fonction des capitalisations boursières) et celle du S&P 500 Equal Weight (où chaque titre a la même pondération). Un signe que derrière l'insolente performance des géants technologiques, le reste de la cote américaine peine à retrouver une dynamique positive.



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Internationales



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)									
	19/05/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	en devise locale					en €				
						J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois		
Etats-Unis - S&P500	4 192	4 124	3 919	3 840	3 901	1,6	7,0	9,2	7,4	2,1	6,2	8,2	5,1		
Etats-Unis - Dow Jones	33 427	33 301	32 155	33 147	31 262	0,4	4,0	0,8	6,9	0,8	3,3	-0,1	4,5		
Etats-Unis - Nasdaq	12 658	12 285	11 428	10 466	11 355	3,0	10,8	20,9	11,5	3,5	10,0	19,8	9,0		
Japon Nikkei 300	455	440	408	401	397	3,3	11,6	13,5	14,7	2,1	7,9	7,0	3,9		
Corée du Sud KOSPI	2 538	2 491	2 349	2 280	2 639	1,9	8,0	11,3	-3,8	3,8	5,7	4,5	-9,7		
Chine - Shanghai	3 284	3 272	3 245	3 089	3 147	0,3	1,2	6,3	4,4	0,0	-1,4	3,3	-2,8		
Hong Kong Hang Seng	19 451	19 627	19 248	19 781	20 717	-0,9	1,1	-1,7	-6,1	-0,2	0,8	-2,7	-7,9		
Marchés Emergents - MSCI	977	973	945	956	1 035	0,4	3,4	2,2	-5,6	0,8	2,7	1,2	-7,7		

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Vers des routes maritimes plus propres

Tandis que les transports automobiles et aériens ont entamé leur transition énergétique et se placent déjà sur des trajectoires de décarbonation, tous les yeux sont désormais rivés vers le transport maritime. Celui-ci représente environ 3% des émissions totales de CO₂ à l'échelle mondiale selon l'OMI (l'Organisation Maritime Internationale), qui prévoit d'ailleurs que les flux du fret maritime doublent d'ici 2050, date à laquelle les émissions de Gaz à effet de serre du transport maritime pourraient représenter 17% de l'empreinte environnementale globale en l'état. Pour répondre à la décarbonation du secteur maritime, l'Union Européenne est parvenue à un accord préliminaire le 23 mars dernier pour réduire « l'empreinte » du secteur, à travers le texte FuelEU Maritime. Cet accord fait partie du paquet « Fit for 55 » présenté en 2021 par la Commission européenne, qui vise à réduire d'au moins 55% les émissions de gaz à effet de serre au sein de l'UE d'ici 2030 par rapport à 1990, pour atteindre la neutralité carbone en 2050. Selon l'accord préliminaire, les navires devront réduire de 60% la quantité de CO₂ dans l'énergie qu'ils consomment d'ici 2030 et de 80% d'ici 2050. Ils devront aussi utiliser l'alimentation électrique lorsqu'ils sont à quai dans tous les ports européens à partir de 2035, afin de réduire la pollution de l'air.

À côté de l'enjeu de la décarbonation, le transport maritime est également exposé aux enjeux liés à la sauvegarde de la biodiversité. Outre les risques bien connus que sont la destruction de récifs coralliens et les collisions avec les mammifères marins, l'enjeu du retraitement des eaux de ballast est plus méconnu du grand public mais tout aussi matériel.

Techniquement, les grands navires de charge utilisent l'eau de ballast pour équilibrer leur poids et demeurer stables. Le ballast est un poids supplémentaire ajouté au navire lorsqu'il décharge sa cargaison afin d'assurer sa flottaison. Progressivement, des matériaux solides servant de ballast ont été remplacés par de l'eau, option la plus sécuritaire pour la stabilité des navires. Lorsqu'ils ont besoin de ballast, les navires pompent l'eau de mer dans leurs réservoirs de ballast, et la rejettent en mer lorsqu'ils n'en ont plus besoin. Selon l'OMI, les eaux de ballast peuvent contenir des milliers de microbes marins ou aquatiques, des plantes (algues toxiques), des œufs ou de petits invertébrés qui, ensuite transportés dans le monde entier, peuvent potentiellement introduire de nouvelles espèces marines envahissantes, avec parfois des conséquences désastreuses pour les écosystèmes locaux. Les conséquences économiques sont lourdes : il est estimé que le transfert d'espèces aquatiques envahissantes coûte 4 Mds€ par an au Canada, principalement du fait de certaines algues qui bouchent les canalisations des centrales électriques et celles des usines de traitement des eaux.

Devant l'ampleur du phénomène (10 Mds de tonnes d'eaux de ballast transportées chaque année dans le monde) et la gravité écologique et économique de ses conséquences, l'OMI a dès 2004 rédigé la Convention internationale pour le contrôle et la gestion des eaux de ballast et sédiments de navires (BWM), entrée en vigueur en septembre 2017 pour les bateaux neufs et en septembre 2019 pour les bateaux existants. En 2017, la Convention a été ratifiée par plus de 60 Etats, représentant plus de 70% du tonnage de la flotte mondiale des navires de commerce. Ce cadre réglementaire oblige les navires de plus de 400 tonnes à disposer d'un système de traitement des eaux de ballast avec une échéance portée à 2024. Les systèmes de gestion des eaux de ballast éliminent les organismes superflus pouvant s'y trouver grâce à différentes technologies : filtres, produits chimiques, lumière, ultrasons, chaleur, champs magnétiques, électricité... en fonction du type de navire, de l'espace disponible et du coût. L'eau de ballast est généralement traitée selon un processus en deux étapes : les particules solides présentes dans l'eau sont d'abord séparées avant que l'eau ne soit traitée à l'aide d'une ou plusieurs technologies.

Des sociétés cotées sont impliquées sur ce marché du retraitement des eaux de ballast comme Alfa Laval (Suède), GEA (Allemagne) ou Wärtsilä (Finlande), ou encore Bio-UV en France qui a déjà remporté plusieurs contrats avec la compagnie MSC Croisières. Ces sociétés sont elles-mêmes en concurrence avec d'autres sociétés non cotées et parfois détenues par des fonds de *private equity*. Chez leurs clients les transporteurs, citons le danois DFDS dont 79% de sa flotte est désormais équipée de tels systèmes de retraitement des eaux de ballast.

Ainsi, faire en sorte que le transport maritime soit plus respectueux de l'environnement à la fois en termes de biodiversité, de pollution et d'émissions de CO₂ est un enjeu au cœur des préoccupations du public et des régulateurs. Pour cela, solution semble être une combinaison de réglementations strictes, de solutions technologiques innovantes, de sensibilisation à l'échelle mondiale et d'une coopération internationale.

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Priscille Guénier

Analyste financier et extra financier

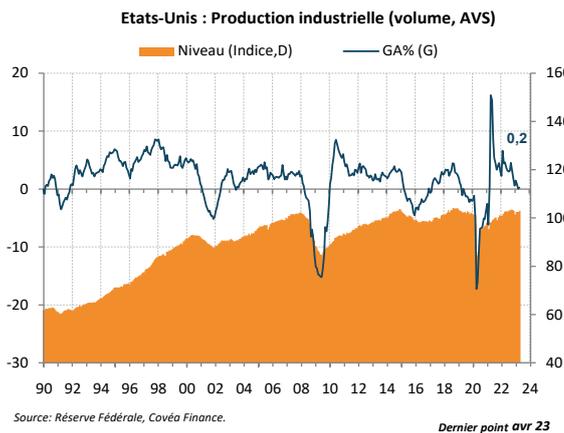


Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Les données d'enquête incitent à la prudence quant à la vigueur de l'activité industrielle »

Les dépenses des ménages sont restées bien orientées en ce début de deuxième trimestre. Les ventes au détail ont progressé de 0,4% en valeur au cours du mois d'avril, reflet du dynamisme des ventes en ligne (+1,2% sur le mois), des restaurants et bars (+0,6%) et des ventes de véhicules (+0,4%). Les ventes de carburants en nominal ont reculé (-0,8%) malgré la hausse des prix sur le mois de l'ordre de 3%. Pour le groupe de contrôle, c'est-à-dire hors automobiles, carburants et matériaux de construction, un agrégat qui permet d'approcher la tendance de fond, les ventes ont été dynamiques avec une progression mensuelle de 0,7%. En rythme annuel, la croissance des ventes nominales se modère à 1,6%, contre 2,4% en mars.



Indicateurs de la semaine*	Vol, CVS, GA%	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-23	0,2	0,1	4,4	3,4
Permis de Construire - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	avr.-23	-21,1	-23,4	17,6	-4,2
Mises en Chantier - Résidentiel	Vol, CVS, GA%	avr.-23	-22,3	-20,0	15,0	-3,4
Ventes logements anciens	Milliers d'unités	avr.-23	4280	4430	6128	5081
Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	avr.-23	1,6	2,4	18,2	9,7

*Du 15/05/2023 au 21/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'industrie, les signaux sont contrastés. Après deux mois de stagnation, la production industrielle s'inscrit en hausse de 0,5% en glissement mensuel en avril, tirée par le secteur manufacturier (1%) et les mines (0,6%), tandis que les services aux collectivités se contractaient de 3,1%, contre coup de la performance de mars (+8,4%). La dynamique du manufacturier a été soutenue par la production automobile (+9,3%), ainsi que les équipements informatiques (+2,1%). En rythme annuel, la croissance de la production reste faible à 0,2%. Les indicateurs d'enquête publiés pour le mois de mai incitent en outre à la prudence. L'enquête manufacturière de la Réserve fédérale de New York a lourdement chuté, après un rebond surprenant enregistré en avril (-31,8 contre 10,8), indiquant une contraction marquée de l'activité. Les sous-composantes nouvelles commandes et livraisons connaissent une trajectoire similaire à respectivement -28 et -16,4 points. Cet indicateur a été particulièrement volatil depuis 2022, il convient donc de le considérer avec recul. L'indicateur de la Réserve fédérale de Philadelphie s'est, en revanche redressé, mais il reste négatif, à -10,4, plaidant toujours pour une contraction de l'activité. Les composantes des nouvelles commandes et des livraisons s'améliorent et deviennent positives en mai, alors que l'emploi se dégrade. Les prix payés sont signalés en accélération, mais l'indicateur des prix facturés est revenu au plus bas depuis mai 2020. L'indicateur des perspectives d'activité à 6 mois a encore baissé et est négatif à -10,3.

Dans l'immobilier, l'indicateur NAHB de confiance des constructeurs a poursuivi son rebond en mai, passant de 45 à 50 points. Ce niveau reste dégradé mais l'indice signe un 5^{ème} mois consécutif de progression depuis le point bas de décembre dernier, sur fond de légère détente des taux d'intérêt hypothécaires. Les mises en chantier de logements ont progressé de 2,2% en avril

en glissement mensuel, après une chute de 4,5% le mois précédent. Le rebond concerne à la fois les maisons individuelles et les immeubles d'habitation. Très erratiques à court terme, ces mises en chantier affichent un recul de 22,3% sur un an. D'un point de vue géographique, la progression du mois de mars a été concentrée sur l'ouest et le Midwest, alors que les mises en chantier se sont fortement contractées dans le nord-est et dans le sud des Etats-Unis. Les permis de construire ont continué de reculer en avril (-1,5% après -3,0% en mars), malgré la progression des autorisations pour les maisons individuelles (+3,1% en GM).

Par ailleurs, les ventes de logements dans l'ancien ont baissé de 3,4% en avril en glissement mensuel après avoir déjà reculé de 2,6% le mois précédent, portant leur chute sur un an à 22,5%, du jamais vu depuis septembre 2008. La baisse est générale : elle touche toutes les régions des Etats-Unis et les maisons individuelles comme les appartements. Le prix médian des logements vendus en avril était toutefois supérieur de 3,6% par rapport à ceux vendus le mois précédent. C'est la troisième progression mensuelle consécutive de cet indicateur, qui reste toutefois en baisse de 1,7% sur un an.

Les négociations entre Républicains et Démocrates pour procéder à un relèvement du plafond de la dette ont semblé progressé au cours de la semaine, avant de finalement achopper sans aucune avancée. Le point de désaccord central concerne toujours l'ampleur des coupes budgétaires souhaitées par le camp Républicain pour valider le relèvement du plafond, une exigence que le camp démocrate refuse de concéder. Une nouvelle rencontre entre Joe Biden et Kevin McCrathy, le leader Républicain au Sénat, doit se tenir ce lundi, dans l'espoir d'aboutir à un compromis. Selon la Secrétaire au Trésor Janet Yellen, en l'absence d'accord, l'Etat fédéral pourrait ne pas être en mesure d'honorer ses paiements au cours de la première quinzaine de juin.

Les déclarations de responsables de la Réserve fédérale cette semaine indiquent que le débat autour de la poursuite du resserrement lors de la prochaine réunion de politique monétaire le 13 et 14 juin n'est pas tranché. Les Présidents des Réserves fédérales (Fed) de Dallas, St Louis, et Richmond semblent en faveur d'une hausse supplémentaire du taux directeur, tandis que ceux des Fed de Chicago et Atlanta ont exprimé leur préférence pour une pause. En fin de semaine, le Président de la Réserve fédérale Jerome Powell, dont le poids est prépondérant dans les débats, a également semblé en faveur d'un statu quo, au regard du resserrement déjà effectué et dont les effets ne sont pas encore complètement visibles. Les prochaines données d'inflation (prix des dépenses personnelles de consommation d'avril publié le 26 mai et indice des prix à la consommation de mai publié le 13 juin) seront déterminantes pour trancher le débat.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

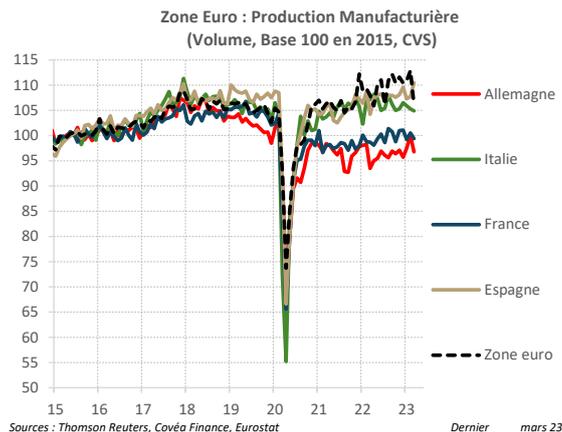


Suivi Macroéconomique

Europe

« La Commission européenne optimiste pour 2023 et 2024 »

Eurostat a confirmé que le PIB de la zone euro a progressé de 0,1% au premier trimestre (+1,3% sur un an). L'institut européen des statistiques a aussi annoncé que **l'emploi est en hausse de 0,6% entre le quatrième trimestre 2022 et le premier trimestre 2023**, portant sa progression à 1,7% sur un an. **En France, le taux de chômage s'est stabilisé à 7,1% au premier trimestre.** Il s'agit d'un plus bas depuis le deuxième trimestre 1982. En un an, le taux de chômage a baissé de 0,3 point. Au sens du Bureau international du travail (BIT), 2,186 millions de personnes étaient au chômage au premier trimestre, mais deux millions supplémentaires de personnes (+62 000 par rapport au trimestre précédent et +111 000 en deux trimestres) sont dans le « halo du chômage », c'est-à-dire qu'elles souhaitent un emploi mais ne sont pas en recherche active ou bien ne sont pas immédiatement disponibles.



La production industrielle de la zone euro a chuté de 4,1% en mars par rapport au mois précédent. Sur un an, elle est en baisse de 1,5%. Le recul est particulièrement marqué pour les biens d'investissement (-15,4% sur le mois). La production de biens intermédiaires a diminué de 1,8%, celle d'énergie de 0,9% et celle de biens de consommation non-durables de 0,8%, alors que l'activité a progressé de 2,8% par rapport à février dans le secteur des biens de consommation durables. Sur un an, la baisse la plus forte frappe le secteur de l'énergie (-6,1%), suivi des biens intermédiaires (-4,7%), des biens d'investissement (-2,1%) et des biens de consommation durables (-0,8%). En revanche, la production de biens de consommation non-durables était en hausse de 6,8% par rapport à mars 2022.

La zone euro a enregistré un excédent de 25,6 Mds€ de sa balance commerciale en mars, contre un déficit de 20,0€ Mds un an plus tôt. Au premier trimestre 2023, un léger déficit persiste (-2,6 Mds€), en nette baisse par rapport aux 59,7 Mds€ de la même période un an auparavant. Les exportations ont progressé de 7,5% sur les douze derniers mois connus, alors que les importations baissaient de 10,0%, essentiellement en raison du recul des prix des matières premières -particulièrement énergétiques- importées.

En Allemagne, l'indicateur ZEW de la perception des perspectives économiques à six mois par les investisseurs a reculé, à -10,7, devenant négatif pour la première fois cette année, en raison des attentes de poursuite de

la hausse des taux de la BCE et des craintes d'un défaut des États-Unis sur la dette fédérale. L'indicateur de jugement sur la situation actuelle a encore baissé de 2,3 points, à -34,8.

La Commission européenne a revu à la hausse ses prévisions de croissance pour la zone euro. Le PIB de l'union économique et monétaire devrait croître de 1,1% en 2023 et de 1,6% l'année suivante. Cette amélioration des perspectives est notamment justifiée par la baisse des prix de l'énergie, qui devrait améliorer les termes de l'échange en zone euro, par l'atténuation des contraintes d'approvisionnement, par l'amélioration de la confiance des entreprises et par la vigueur du marché du travail. Parmi les principaux pays, l'Italie et l'Espagne devraient afficher une croissance un peu plus vigoureuse (1,2% et 1,9% respectivement), tandis que la croissance en France devrait être moins soutenue (+0,7%) et atone en Allemagne (+0,2%). L'inflation a également été revue à la hausse et devrait atteindre 5,8% en moyenne en 2023 en zone euro, puis 2,8% en 2024 (au-dessus de la cible de 2%). Enfin, le taux de chômage dans les différents pays de la zone euro devrait rester sur des niveaux relativement similaires à ceux observés en 2022.

Le vice-président de la BCE, Luis de Guindos, a déclaré que les banques européennes restent solides, tant en termes de fonds propres que de liquidités. Mais il a ajouté qu'il convient de rester vigilant et de renforcer encore l'application des règles de Bâle III, ainsi que d'achever les unions bancaire et des marchés de capitaux. Il a également réaffirmé que la BCE n'en a pas terminé avec le mouvement de hausse de ses taux directeurs, l'inflation, notamment sous-jacente, restant trop élevée.

Au Royaume-Uni, le marché du travail montre de légers signes d'apaisement des tensions, mais la croissance des salaires ne faiblit pas. Le taux de chômage britannique s'est inscrit à 3,9% en moyenne sur les trois premiers mois de l'année, soit 0,2 point de pourcentage de hausse par rapport au trimestre précédent, et atteint désormais le niveau observé avant la pandémie. Le taux de participation est également en hausse à 75,9% (contre 75,6% au quatrième trimestre 2022). Par ailleurs, bien que le taux d'inactivité diminue depuis plusieurs mois, le nombre de personnes inactives en raison d'une maladie de longue durée poursuit sa hausse et atteint le niveau record (depuis le début de la série en 1994) de 2,55 millions (7,4% de la population active). Du côté des salaires, la dynamique haussière se poursuit. Les salaires, hors bonus, affichent en effet une croissance annuelle de 6,7% en moyenne au premier trimestre 2023, après une hausse similaire au trimestre précédent. En revanche, cette hausse ne permet pas de compenser totalement l'inflation, qui a atteint 10,1% en mars.

Les pays membres du G7 ont annoncé de nouvelles sanctions à l'encontre de la Russie. Lors du sommet du G7 au Japon, les dirigeants se sont engagés à interdire les exportations de tous les biens et technologies vers des pays tiers qui pourraient être utilisés par la Russie dans le cadre de la guerre en Ukraine, et prévoient de restreindre le commerce et l'utilisation de diamants produits en Russie. Les sanctions visent également les principales entreprises russes du secteur de l'énergie et de l'armement.

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	Prod. industrielle <i>Vol, NCVS, GA%</i>	mars-23	-1,5	2,0	8,9	2,2
AL	ZEW <i>Indice</i>	mai-23	-10,7	4,1	54,9	-27,2
RU	Taux de chômage <i>% de la pop. active</i>	févr.-23	3,9	3,8	4,0	3,7

* Du 15/05/2023 au 21/05/2023 Sources : Refinitiv, Covèa Finance

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Jean-Louis Mourier

Economiste

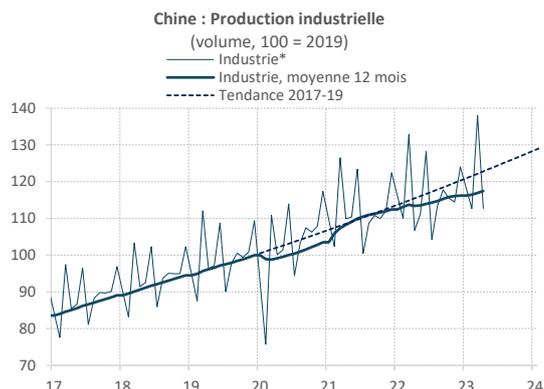


Suivi Macroéconomique

Asie

« La reprise de l'économie chinoise perd sa vigueur du premier trimestre »

La perte d'élan de l'activité chinoise illustre le maintien d'importantes fragilités. Si la progression des indicateurs d'activité semble favorable en avril en glissement annuel, cela reflète essentiellement les effets de base liés aux difficultés économiques qu'avait rencontrées la Chine en avril 2022 face à l'épidémie de Covid-19. Ces données continuent également de décrire une reprise très inégale, principalement tirée par le redressement de la consommation des ménages, comme l'illustre la dynamique des ventes au détail (+18,4% en glissement annuel), qui est principalement marquée dans les services. En revanche, l'activité industrielle est beaucoup moins bien orientée face à la faiblesse de la demande internationale et à un redressement de la demande domestique bien moins prononcé pour les biens. Les investissements affichent également une moindre dynamique en avril, principalement en lien avec l'accroissement de la baisse des investissements dans l'immobilier (-7,2% en glissement annuel après -5,9% le mois précédent).



* Donnée mensuelle non corrigée des variations saisonnières.
Source : Covéa Finance, National Bureau of Statistics

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022	
JP	Inflation	IPC, NCVS, GA%	avr.-23	3,4	3,2	-0,2	2,5
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	avr.-23	2,5	2,3	-0,8	0,2
	Exportations	Val, CVS, GA%	avr.-23	6,0	3,7	21,7	18,2
	Importations	Val, CVS, GA%	avr.-23	0,1	5,9	25,2	39,9
CH	Investissement en actifs fixes	NCVS, GA%	avr.-23	4,7	5,1	4,9	5,1
	Prod. Industrielle	Val, NCVS, GA%	avr.-23	5,6	3,9	9,3	3,4
	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	avr.-23	18,4	10,6	12,4	-0,8

* Du 15/05/2023 au 21/05/2023

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

2,5% sur douze mois (contre 2,3% en mars), et de l'alimentation (+9%). En revanche, les prix de l'énergie poursuivent leur déclin à -4,4% en glissement annuel, en lien avec la modération des prix internationaux et le soutien aux ménages du gouvernement. Ce soutien devrait néanmoins s'estomper alors que les autorités ont approuvé une hausse des tarifs de l'électricité à compter de juin. Selon la Banque du Japon (BoJ), l'évolution des prix reste dominée par des phénomènes temporaires qui devraient progressivement se dissiper et l'inflation devrait repasser sous la cible des 2% au deuxième semestre 2023 pour atteindre une moyenne de 1,8% (hors alimentaire frais) pour l'AF 2023 (année fiscale se terminant en mars 2024). Ainsi, le scénario actuel de la BoJ n'implique pas de pressions inflationnistes suffisantes pour justifier une normalisation de la politique monétaire. Toutefois, la matérialisation d'un scénario impliquant une inflation plus durable, notamment tirée par la hausse des salaires, pourrait amener la BoJ à sortir de sa politique ultra accommodante.

Le déficit commercial du Japon a diminué en avril, revenant de 1 213 à 1 017 Mds de yens, en données corrigées des variations saisonnières, grâce à une forte progression mensuelle de 2,5% des exportations en valeur, qui reste toutefois loin d'inverser le déclin des derniers mois, alors que les importations ont quasiment stagné (+0,1%) après le recul prononcé du T1 2023, notamment sous l'effet de la baisse des prix des matières premières importées. Dans le détail, la reprise des exportations est surtout tirée par les véhicules (+2,8% en glissement mensuel en volume), ce qui semble traduire la poursuite de l'apaisement des contraintes sur les chaînes d'approvisionnement du secteur, alors que les exportations de biens d'équipement et dans la technologie restent mal orientées.

investissements dans l'immobilier (-7,2% en glissement annuel après -5,9% le mois précédent). Si les signaux positifs concernant le redressement de la demande de logements restent visibles en avril, les investissements et la construction restent en contraction. Par ailleurs, les investissements dans le secteur manufacturier ralentissent alors que les investissements en infrastructure conservent une dynamique vigoureuse, reflétant le soutien des autorités. Ainsi, le redressement de l'activité chinoise s'érode à l'amorce du deuxième trimestre ce qui pourrait amener le gouvernement à renforcer encore leur soutien à l'activité au risque de renforcer les fragilités financières des autorités locales.

L'économie japonaise affiche une dynamique solide au T1 2023, tirée par la vigueur de la demande domestique. Le PIB du Japon a progressé de 0,4% en glissement trimestriel au premier trimestre, après la stagnation du T4 2022 et le déclin du T3 2022 (-0,2%). Dans le détail, la croissance a été tirée par un rebond de la consommation des ménages (+0,6%) et de l'investissement des entreprises (+0,9%). Le secteur public a également contribué à la progression de l'activité à travers une hausse de 2,4% de ses investissements. Les échanges extérieurs ont, en revanche, retiré 0,3 point à la croissance du PIB en raison d'une contraction des exportations (-4,2%) plus forte que celle des importations (-2,3%). Ces données de comptabilité nationale mettent également l'accent sur une progression des prix de plus en plus alimentée par des pressions domestiques plutôt qu'importées. En effet, le déflateur du PIB affiche une forte croissance à 1,3% en glissement trimestriel, soit sa plus forte progression depuis fin 2015, après déjà 1,1% au trimestre précédent.

Par ailleurs, l'inflation japonaise repart à la hausse en avril, l'indice des prix à la consommation affichant une progression de 3,5% sur un an, après +3,2% le mois précédent. Cette accélération est notamment visible au niveau de l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie), en hausse de

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.