

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

11 mai 2026

## Le rôle central du dollar toujours affirmé

Le mois dernier, les Émirats Arabes Unis (EAU) ont officiellement engagé des discussions avec les autorités américaines en vue de l'obtention d'une ligne de swap en dollars. Cette démarche illustre la place centrale que continue d'occuper la monnaie américaine dans le système financier international, comme le montre également son appréciation en période d'incertitude forte.

Disposant de réserves de change abondantes, d'importants fonds souverains et d'un accès privilégié aux marchés internationaux, les EAU ne font pas face à une contrainte immédiate de financement. Et ce d'autant plus qu'Abu Dhabi a réalisé 2,5 Mds\$ de placements privés obligataires au mois d'avril à des taux proches de ceux de la dette américaine (avec une prime de risque maximum de 45 points de base). Par ailleurs, d'après les dernières données du Trésor américain, les EAU détiennent près de 97 Mds\$ de bons du Trésor américain, un niveau historiquement élevé. Ces investissements répondent à des objectifs de liquidité, de sécurité et de gestion des réserves, dans le marché le plus profond et le plus liquide au monde. Mais leur monnaie est ancrée au dollar, et ils peuvent de ce fait avoir besoin de vendre ces actifs pour la soutenir, surtout dans un contexte où leur statut de place financière stable pourrait être remis en cause.

Une ligne de swap contribuerait à réduire le risque de ventes forcées de bons du Trésor en période de tension, en offrant une source alternative de liquidité en dollars. Dans ce sens, elle pourrait également servir les intérêts américains, en consolidant la demande étrangère pour la dette souveraine des États-Unis à un moment où les besoins de financement demeurent très élevés. Néanmoins, il existe déjà un mécanisme qui répondrait au besoin potentiel des EAU : il permet à toutes les banques centrales d'obtenir des dollars auprès de la Réserve Fédérale américaine en mettant en pension des bons du Trésor (repo FIMA). La mise en place de lignes de swap serait donc avant tout un signal politique de soutien des États-Unis aux EAU.

Loin de matérialiser un recul du dollar, la demande des Émirats Arabes Unis rappelle que les mécanismes de stabilité financière mondiale reposent toujours largement sur la devise américaine comme nous le décrivons dans nos Perspectives Économiques et Financières.

### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

États-Unis  
Europe  
Asie

Marie-Edmée de Monts de Savasse

Responsable d'équipe Gestion OPC Taux



Nos clés de lecture	Niveaux			Variations (en %)		
	08/05/26	19/03/26	T-12 mois	19/03/26	sur 12 mois	
<b>Marché des changes</b>						
€ / \$	1,179	1,159	1,123	1,7	↑	5,0
€ / £	0,864	0,863	0,848	0,1	↑	1,9
€ / Yen	184,66	182,80	163,82	1,0	↑	12,7
<b>Matières premières et Transport et marchandises</b>						
Pétrole (Brent, \$ par baril)	101	109	63	-6,8	↓	61,2
Indice BCOM Excl. l'énergie*	151	144	119	4,7	↑	26,7
Prix de l'once d'Or	4 731	4 606	3 306	2,7	↑	43,1
Prix de la tonne de cuivre	13 573	12 147	9 432	11,7	↑	43,9
Indice Baltic Dry**	2 978	2 057	1 316	44,8	↑	126,3
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1954	1710	1345	14,3	↑	45,3

Sources : Bloomberg, Covéa Finance \*Indice BCOMXE : Indice des prix de 19 matières premières industrielles (49%) et alimentaires (51%). 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 marchés obligataires ont à nouveau évolué au gré des avancées diplomatiques entre les États-Unis et l'Iran et de leurs conséquences sur une éventuelle réouverture du détroit d'Ormuz. La vague d'optimisme de la fin de la semaine concernant une fin possible du conflit a ainsi entraîné un rallye généralisé sur les actifs risqués et une détente des rendements souverains. Le taux du T-Note à 10 ans recule sur la semaine de 3 pb à 4,35% après avoir évolué dans une fourchette de 15 pb d'amplitude. En zone euro, les rendements du bund et de l'OAT à 10 ans se sont détendus de respectivement 3 et 7 pb à 3,01% et 3,62% tandis que le BTP a surperformé avec un taux en baisse de 13 pb à 3,73%. Les anticipations d'inflation européenne ont également reflué dans le sillage de la baisse du prix du pétrole (-6% pour le baril de Brent à 101 USD). Le point mort à 10 ans de l'OATeI corrige de 10 pb à 2,31%. Du côté des taux directeurs, les marchés des swaps OIS n'anticipent plus que 2,5 hausses de la part de la BCE contre 3 en début de semaine.

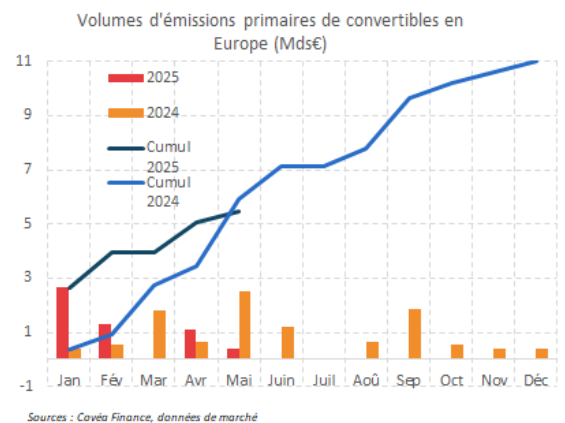
L'appétit pour le risque s'est matérialisé par un resserrement des primes de risque du crédit : sur la catégorie investissement, l'indice synthétique iTraxx Main cède 1 pb à 56 pb tandis que l'indice Crossover (catégorie haut rendement) recule de 7 pb à 278 pb. Parmi les nombreuses émissions primaires, citons le retour d'Airbus dont la dernière émission remontait à 2020. Le groupe a émis 750 millions d'euros à 7 ans au taux de 3,47%, soit OAT + 25 pb.

### Le Focus de la semaine : Performance et activité primaire des obligations convertibles européennes depuis le début de l'année

Après un bon millésime 2025, les obligations convertibles européennes montrent une résilience certaine depuis le début de l'année dans un environnement pourtant défavorable à leur composante obligataire. Elles ont en effet subi la hausse des taux souverains (+26 pb pour le rendement du Bund à 5 ans) et l'écartement des primes de risque du crédit (+34 pb pour l'indice iTraxx Crossover). Le delta moyen des convertibles supérieur à 40% leur a en revanche permis de profiter de la hausse des marchés actions (+4,7% pour l'indice Stoxx 600 dividendes réinvestis au 08/05), en particulier sur des secteurs bien représentés dans leur univers à l'instar de l'énergie (+30,5%), la technologie (+11,5%) ou encore les biens et services industriels (+5,8%). La performance de l'indice Bloomberg Convertible EM s'établit ainsi à +4,8%, surpassant également l'indice MSCI Europe.

La bonne dynamique de la classe d'actifs se retrouve également sur l'activité primaire, qui confirme le rebond observé en 2025 après une année 2024 décevante. A ce jour, et malgré un marché resté fermé au mois d'avril en raison de l'incertitude générée par le conflit au Moyen-Orient, on compte 13 émissions totalisant 5,5 milliards d'euros, un montant proche de celui émis en 2025 à la même date (cf graphique) et de l'encours arrivant à échéance cette année. Signe d'une demande solide de la part des investisseurs, la dernière en date, Rexel 1% 2031 (400 millions d'euros de nominal) a vu son coupon réduit par rapport à la fourchette initiale (1,25%-1,75%), ce qui n'est pas l'usage du marché primaire des obligations convertibles tandis que la prime de conversion a été fixée à 35%, soit le haut de la fourchette initiale.

L'asymétrie des obligations convertibles confirme leur intérêt dans ce contexte géopolitique incertain tel que décrit dans nos Perspectives Economiques et financières : le plancher obligataire limite les pertes dans les phases de correction tandis que leur sensibilité aux actions leur permettra de bénéficier d'une sortie du conflit.



**Charles Lepic**  
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux				Variations (en pb)				Pente* (en pb)		
	08/05/26	J-7	19/03/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	19/03/26	31/12/25	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
<b>Taux directeurs</b>											
Variations (en pb)											
Réserve Fédérale Américaine	3,75	3,75	3,75	3,75	4,50	0,00	0,00	0,00	-0,75		
BCE - Taux Repo	2,15	2,15	2,15	2,15	2,40	0,00	0,00	0,00	-0,25		
BCE - Taux Facilité de dépôt	2,00	2,00	2,00	2,00	2,25	0,00	0,00	0,00	-0,25		
Banque d'Angleterre	3,75	3,75	3,75	3,75	4,25	0,00	0,00	0,00	-0,50		
Banque du Japon	0,75	0,75	0,75	0,75	0,50	0,00	0,00	0,00	0,25		
<b>Taux 10 ans</b>											
Variations (en pb)											
Etats-Unis	4,35	4,37	4,25	4,17	4,38	-2	10	19	-2	47	58
Allemagne	3,01	3,04	2,96	2,86	2,54	-3	4	15	47	41	54
France	3,62	3,69	3,64	3,56	3,24	-7	-2	6	38	89	87
Italie	3,73	3,86	3,78	3,55	3,55	-13	-5	18	18	97	82
Royaume-Uni	4,91	4,96	4,84	4,48	4,55	-5	7	43	37	53	67
Japon	2,48	2,52	2,28	2,07	1,34	-3	21	42	115	111	125
<b>Crédit</b>											
Variations (en pb)											
Indice Itraxx Main	56,4	57,6	65,2	50,7	61,6	-1,2	-8,7	5,8	-5,2		
Indice Itraxx Crossover	277,9	284,6	310,9	244,2	319,9	-6,7	-33,0	33,7	-42,0		

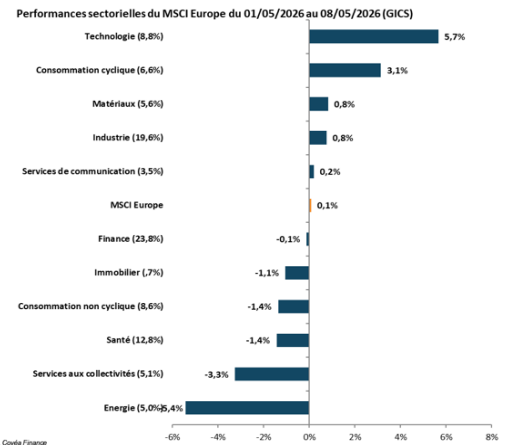
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, les marchés actions européens (indice MSCI Europe dividendes non réinvestis) sont stables (+0,1%) dans un contexte de publications de résultats et de discussions de cessez-le-feu sur les deux principaux fronts dans le monde : Golfe Persique et Ukraine. Le secteur de la technologie (+5,7%) affiche la meilleure performance hebdomadaire en raison des bons résultats et des nouvelles favorables sur les dépenses d'investissements. La consommation discrétionnaire (+3,1%) bénéficie des espoirs de détente des tensions géopolitiques notamment les segments luxe et loisir. A l'inverse, les secteurs de l'énergie et des services aux collectivités font l'objet de profits dans un contexte de baisse des prix du pétrole. Sur le plan des titres, l'opérateur de centre de données néerlandais Nebius (+14,6%) ressort en tête de classement grâce aux nouvelles positives sur les investissements autour de l'intelligence artificielle (IA). A l'opposé, l'éditeur de contenus professionnels Relx recule de 7,1% post publication en peinant à convaincre les investisseurs sur son modèle économique face aux perturbations engendrées par l'IA. L'indice MSCI Italie progresse le plus avec +2,2 % grâce à ses composantes financières alors qu'en fin de tableau le MSCI Portugal corrige de 3,0% pénalisé par son ancrage énergétique. Depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (7,8%) avance en tête devant le MSCI EMU (+3,8%) et le MSCI Europe (+3,2%).



### Le Focus de la semaine : Expositions crédit privé dans les institutions financières européennes

Depuis quelques mois, nous assistons à une série de faillites d'entreprises résultant parfois de fraudes ou de malversations (First Brands, Tricolor aux États-Unis, MFS au Royaume-Uni) dans un contexte de taux d'intérêt élevés comme décrit dans nos Perspectives Economiques et Financières. Les investisseurs deviennent plus précautionneux et réclament plus de transparence sur le sujet. En raison de la compression des taux d'intérêt durant la période de politiques monétaires non conventionnelles, les institutions financières non bancaires, en quête de rendement positif, se sont développées sur le segment du financement direct des entreprises non cotées et de taille plus réduite, soit directement, soit en finançant des véhicules d'investissements gérés par des gérants d'actifs (SGP). L'essor du crédit privé est également la résultante des exigences en capital imposées aux banques après la grande crise financière. Des acteurs financiers non bancaires pouvaient prêter à des entreprises sans contrainte particulière de supervision. Depuis lors, trois problématiques émergent :

La détérioration de la qualité de crédit des emprunteurs en lien avec la dégradation de la conjoncture aggravée par le conflit au Moyen-Orient. On observe à cet effet une hausse d'impayés des intérêts venant gonfler le capital à rembourser à terme.

Le sujet de la valorisation des prêts alors que les éditeurs de logiciel représentent un quart des portefeuilles de dette privée. L'avènement de l'IA générative, depuis le lancement de ChatGPT en 2022, menace leur modèle économique basé sur la récurrence des revenus de licences et maintenant sur les abonnements au "cloud" (informatique dématérialisée). La baisse observée sur les sociétés cotées de ce compartiment illustre d'ailleurs cette crainte.

L'activation des mécanismes de plafonnement des rachats pose la question de la liquidité des portefeuilles d'emprunts privés. Plusieurs SGP ont gelé ou partiellement honoré les demandes de rachat de porteurs de parts faisant émerger la problématique de la liquidité de ces supports d'investissements, appelé « business development company » (BDC).

A ce stade, la dégradation de la perception sur les actifs de dettes privées est principalement attribuable à des fraudes ou malversations et à des problématiques de liquidité sur les fonds BDC. A présent, les craintes sur les perturbations de modèles économiques des sociétés de logiciels interrogent sur le niveau de valorisation des lignes de crédit en raison de la forte exposition dans les portefeuilles. Le conflit au Moyen-Orient est désormais visible dans les bilans bancaires à l'image des multiples provisions génériques prises par les trois grandes banques françaises, Deutsche Bank, ING ou Standard Chartered. En recensant les expositions au crédit privé rapportées à leurs fonds propres des banques et assureurs européens, Deutsche Bank (53%) et Barclays (39%) sont les acteurs les plus exposés. Ces prêteurs précisent que le niveau de provision enregistré est "très faible", se défendent d'être diversifiés, et d'avoir un collatéral suffisant. Les banques françaises sont impliquées mais dans des proportions plus limitées (27% pour SG et BNP) en évoquant des expositions faibles et sur des prêts seniors avec nantissement. Les assureurs sont également exposés à travers leur branche Vie et Protection individuelle. Allianz (12%) et Axa (8%) évoquent des expositions faibles et diversifiées. En raison de la nature de l'activité assurantielle, il est important de distinguer au bilan les expositions inscrites à l'actif général, où il y a un partage des pertes et profits entre l'assureur et le client (en général 50%), des encours pour compte de tiers (UC), incombant au client final. La dégradation de la conjoncture en lien avec le conflit au Moyen-Orient va augmenter la probabilité d'impayés. Ces sujets sont attentivement étudiés et approfondis dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

Samir Ramdane

Responsable d'équipe Gestion OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	08/05/26	J-7	19/03/26	31/12/25	T-12 mois	J-7	19/03/26	31/12/25	sur 12 mois	
MSCI EMU	204,5	202,8	192,6	197,0	178,5	0,9	6,2	3,8	14,5	
MSCI EMU Mid Cap	1 438,2	1 422,2	1 349,5	1 346,0	1 213,6	1,1	6,6	6,9	18,5	
MSCI EMU Small Cap	581,0	571,5	512,0	537,5	471,0	1,7	13,5	8,1	23,4	
MSCI Europe	203,9	203,7	194,9	197,6	179,2	0,1	4,6	3,2	13,8	
France CAC 40	8 112,6	8 114,8	7 807,9	8 149,5	7 694,4	0,0	3,9	-0,5	5,4	
Allemagne DAX 30	8 930,0	9 000,8	8 530,5	7 648,6	8 852,9	-0,8	4,7	16,8	0,9	
Italie MIB	49 289,5	48 246,1	43 701,4	34 186,2	38 974,3	2,2	12,8	44,2	26,5	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	10 233,1	10 378,8	10 063,5	9 931,4	8 531,6	-1,4	1,7	3,0	19,9	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	11 844,4	12 034,0	11 663,9	11 392,9	10 065,7	-1,6	1,5	4,0	17,7	

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

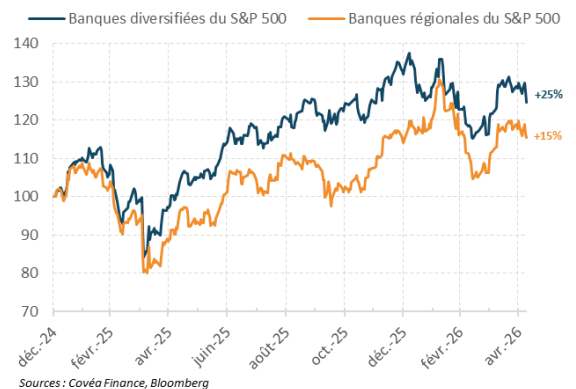
La semaine a été haussière en Asie. Les pays d'Asie du Nord à forte composante technologique, tels que la Corée du Sud, Taiwan, la Chine et le Japon, affichent les meilleures performances sur la période, toujours portés par l'enthousiasme autour de la thématique de l'intelligence artificielle. A l'inverse, les pays producteurs de matières premières tels que l'Indonésie et l'Australie, affichaient les moins bonnes performances. Parmi les éléments transverses sur la semaine, notons que TSMC et Sony ont annoncé une coentreprise au Japon dédiée à la fabrication de capteurs d'image de nouvelle génération, combinant l'expertise de Sony en conception de capteurs avec celle de TSMC en matière de fabrication. Par ailleurs, le Japon et l'Inde vont signer un accord pour renforcer leur coopération en informatique quantique, en favorisant les échanges entre chercheurs et entreprises des deux pays.

**Aux États-Unis**, les actions américaines sont restées soutenues par de bons résultats trimestriels ainsi que par une désescalade des tensions au Moyen-Orient tandis que les États-Unis et l'Iran semblaient progresser vers un protocole d'accord pouvant servir de cadre à un prochain cycle de discussions. Dans ce contexte, les indices américains clôturaient la semaine sur de nouveaux records historiques. En termes sectoriels, les valeurs de semiconducteurs ont mené la hausse, contribuant largement à la forte hausse du secteur technologique. La thématique IA restant dominante, les services de communication et la consommation discrétionnaire ont aussi bien bénéficié de la hausse des valeurs les plus exposées. A l'inverse, les compartiments défensifs (santé et consommation courante) affichaient de moins bonnes performances tandis que la baisse des cours du brut pénalisait l'énergie et des services aux collectivités. Parmi les nouvelles transverses, notons qu'Apple serait en discussions avec Intel concernant une éventuelle utilisation de ses capacités de production aux États-Unis pour la fonderie de futurs processeurs. Apple mènerait aussi des discussions avec Samsung afin d'avoir une autre option de production que TSMC. Par ailleurs, Anthropic a lancé plusieurs applications destinées à accélérer une multitude de tâches pour les banques, les assureurs et d'autres entreprises qui pourraient être disponibles directement dans la suite Microsoft Office. Parallèlement, la société s'est engagée à dépenser 200 Mds \$ chez Alphabet, à travers des achats de services cloud et de puces sur cinq ans. Dans les ressources critiques, Cameco a déclaré que les perturbations des transports liées aux inondations au Canada l'avaient contrainte à suspendre temporairement sa production d'uranium, provoquant une hausse des cours.

### Le Focus de la semaine : Les publications solides des grandes banques américaines

Les résultats bancaires ont été solides au premier trimestre malgré les tensions géopolitiques et les craintes liées au crédit privé : la grande majorité des banques a battu les attentes du consensus et la plupart ont relevé leurs prévisions pour 2026. Pour les plus grandes banques, ces résultats ont été caractérisés par une contraction des marges nettes d'intérêt et une progression mitigée des encours de prêts, débouchant sur une hausse séquentielle des revenus d'intérêt de seulement 0,5%. Toutefois, du côté des activités de marchés (émissions d'actions, d'obligations et opérations de M&A), les commissions se sont inscrites en progression de plus de 25% par rapport au 4ème trimestre 2025. Dans un contexte de qualité du crédit généralement stable, les grandes banques ont préféré accroître leurs provisions pour créances douteuses et augmenté de 33bp le ratio des réserves sur créances douteuses (à 269%). Les capitaux propres restent excédentaires au sein des plus grands établissements (moyenne de 12,1% chez JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo et Citigroup) et élevés chez les banques régionales de plus de 100 Mds \$ d'actifs (11,0% en moyenne). Dans un contexte opérationnel plus incertain (conflit au Moyen-Orient et craintes sur la dette privée), les quatre plus gros acteurs (JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo et Citigroup) ont continué leurs rachats d'actions, à un rythme toutefois plus mesuré : 22 Mds \$ au premier trimestre 2026 contre 24 Mds \$ au quatrième trimestre 2025. A moyen terme, les banques américaines restent bien positionnées pour tirer parti d'une pentification de la courbe des taux (expansion des marges nettes d'intérêt), d'une activité économique robuste (croissance de la demande de prêts), d'émissions primaires soutenues (actions et obligations) et de l'émergence de gains de productivités liés à l'IA.

Evolution de la performance boursière des banques américaines depuis 2025 (en base 100 et en dollars)



Jean Dominique Seta

Responsable d'équipe Gestion Actions Amérique



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)															
	07/05/26	J-7	19/03/2026	31/12/25	T-12 mois	J-7	en devise locale	19/03/2026	31/12/25	T-12 mois	J-7	en €	19/03/2026	31/12/25	T-12 mois						
Etats-Unis - S&P500	7 337	7 209	6 606	6 846	5 631	1,8	↑	11,1	↑	7,2	↑	30,3	↑	1,4	↑	8,6	↑	6,9	↑	25,8	↑
Etats-Unis - Dow Jones	49 597	49 652	46 021	48 063	41 114	-0,1	↓	7,8	↑	3,2	↑	20,6	↑	-0,5	↓	5,4	↑	2,9	↑	16,4	↑
Etats-Unis - Nasdaq	25 806	24 892	22 091	23 242	17 738	3,7	↑	16,8	↑	11,0	↑	45,5	↑	3,3	↑	14,2	↑	10,7	↑	40,4	↑
Japon Nikkei 300	810	786	765	726	584	3,0	↑	5,9	↑	11,5	↑	38,7	↑	2,9	↑	4,8	↑	11,6	↑	22,7	↑
Corée du Sud KOSPI	7 490	6 599	5 763	4 214	2 574	13,5	↑	30,0	↑	77,7	↑	191,0	↑	15,3	↑	31,1	↑	75,6	↑	170,1	↑
Chine - Shanghai	4 180	4 112	4 007	3 969	3 343	1,7	↑	4,3	↑	5,3	↑	25,1	↑	1,7	↑	3,5	↑	7,9	↑	28,2	↑
Hong Kong Hang Seng	26 626	25 777	25 501	25 631	22 692	3,3	↑	4,4	↑	3,9	↑	17,3	↑	2,9	↑	2,1	↑	3,0	↑	12,2	↑
Marchés Emergents - MSCI	107 205	100 481	93 185	87 315	69 854	6,7	↑	15,0	↑	22,8	↑	53,5	↑	6,3	↑	12,5	↑	22,4	↑	48,1	↑

Sources : Factset, Covéo Finance



# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Transport maritime : des fondamentaux fragiles derrière des résultats solides

**Le marché du fret maritime a connu une forte volatilité en 2025.** Le relèvement des droits de douane américains sur certaines catégories d'importations chinoises (véhicules électriques, batteries, métaux, biens industriels) a déclenché un phénomène assez classique de « front-loading » : les importateurs ont avancé leurs commandes afin d'éviter les hausses tarifaires, avec comme résultat une forte accélération des volumes exportés depuis l'Asie dès le printemps 2025. La tension sur les capacités s'est immédiatement fait sentir, notamment sur les grandes routes Est-Ouest (Asie-Europe, Asie-États-Unis). L'augmentation des taux de fret a suivi.

**Fin 2025 et début 2026, les indices de fret sont retournés à des niveaux plus normalisés, pour repartir à la hausse à la suite des frappes sur l'Iran fin février.** Le conflit a entraîné une quasi-paralysie du trafic dans le détroit d'Ormuz et perturbé une partie des flux énergétiques mondiaux. Ainsi, fin avril, l'indice composite de Drewry, un indicateur qui mesure l'évolution moyenne des tarifs du transport de conteneurs sur les principales routes maritimes mondiales, restait encore environ 15 % au-dessus des niveaux de février. Autrement dit, **les tensions logistiques ont été rapidement intégrées dans les prix.**

Selon les segments, le carburant représente entre 20 % et 40 % des coûts variables d'exploitation d'un navire. Avec l'augmentation du prix du pétrole, les armateurs ont logiquement ajusté leurs tarifs via les surcharges carburant (BAF<sup>1</sup>). Maersk évoquait par exemple un impact pouvant atteindre environ 200 dollars par TEU<sup>2</sup> sur certaines routes, soit des hausses de l'ordre de 15 à 20 %.

Dans ce contexte, **les résultats du secteur du transport maritime se sont nettement redressés.** Après un pic historique en 2021-2022 puis une normalisation en 2023-2024, les résultats des compagnies de transport maritime ont retrouvé un second souffle en 2025. Début 2026, les marges dans le conteneur tiennent mieux que prévu, aidées par une discipline de capacité plus marquée et une certaine réactivité sur les prix. Certains groupes ont également continué à afficher des cash-flows solides, leur permettant de maintenir des politiques de retour aux actionnaires (dividendes, rachats) malgré un environnement incertain.

Les segments hors conteneur ont également montré une certaine résilience. Les pétroliers ont bénéficié des redirections de flux et d'une hausse des distances parcourues (tonne-mile). Du côté des vraciers secs, la demande en matières premières est restée robuste, même si plus volatile.

Le segment du conteneur reste structurellement le plus exposé à un retournement rapide en cas de normalisation des chaînes logistiques. En effet, la surcapacité reste un problème de fond. Les données de Clarksons mettent en évidence un déséquilibre persistant entre l'offre et la demande. En 2026, la croissance de la flotte devrait dépasser celle de la demande d'environ 5 points, un écart significatif à l'échelle du secteur. Dans le conteneur, le carnet de commandes dépasse désormais 30 % de la flotte existante, un niveau élevé historiquement, proche de ceux observés avant les phases de correction.

**Cette dynamique s'explique en partie par des facteurs structurels. Les armateurs ont beaucoup investi ces dernières années pour moderniser leurs flottes et répondre aux contraintes environnementales.** Les exigences de l'Organisation maritime internationale (OMI), notamment en matière de réduction des émissions (SOx, NOx, CO2), imposent des investissements importants dans des navires plus propres ou vers des carburants alternatifs (GNL, méthanol, ammoniac). Ces investissements alourdissent les coûts et alimentent l'offre à moyen terme.

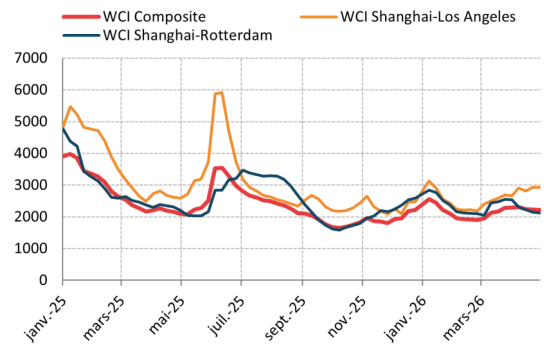
Enfin, au-delà des dynamiques cycliques, le contexte géopolitique plus fragmenté, pourrait peser sur les volumes à long terme. Comme nous l'évoquons dans nos Perspectives Économiques et Financières, la recherche de souveraineté industrielle et commerciale des États engendre un monde plus conflictuel mais aussi plus régional. Une régionalisation des échanges, avec des chaînes d'approvisionnement plus courtes, serait structurellement moins favorable au transport maritime longue distance.

**Le secteur du transport maritime reste aujourd'hui porté par des facteurs conjoncturels, tensions géopolitiques, volatilité des flux, hausses de coûts répercutées dans les prix. Mais ces soutiens masquent un déséquilibre structurel qui pourrait redevenir dominant dès que les perturbations actuelles se dissiperont.**

<sup>1</sup> : Bunker Adjustment Factor ou surcharge appliquée par les compagnies maritimes au fret pour compenser les variations du prix du carburant (bunker fuel) utilisé par les navires.

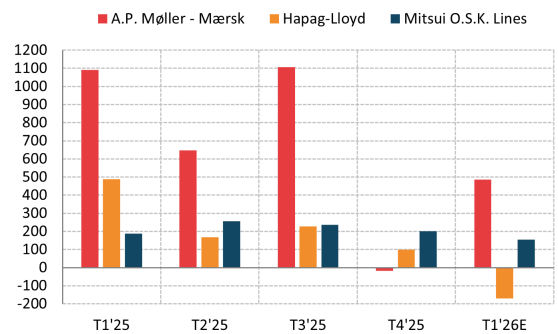
<sup>2</sup> : TEU signifie Twenty-foot Equivalent Unit, soit « équivalent vingt pieds », une unité standard utilisée pour mesurer la capacité des conteneurs et des navires porte-conteneurs.

Tarif spot des conteneurs (\$ par conteneur de 40 pieds)



Sources : Drewry World Container Index, Covéa Finance.

Evolution du résultat d'exploitation de trois acteurs majeurs du transport maritime (M\$)



Sources : S&P Capital IQ, Covéa Finance  
 Note : Pour le T1'26, résultats réels de Mitsui O.S.K. Lines, résultats estimés pour les autres entreprises.

Victor Labate

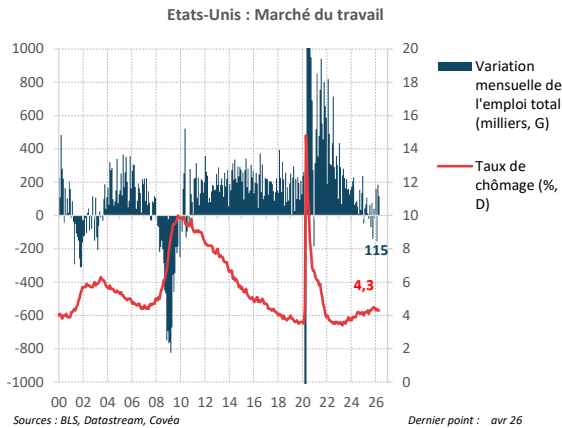
Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Le rapport d'emploi d'avril rassure quant à la situation du marché du travail »



**L'économie américaine a créé 115 000 postes en avril, un rythme supérieur aux attentes**, après 185 000 le mois précédent. La dynamique est positive dans la majorité des secteurs, avec une fois de plus la santé comme principal moteur, mais aussi le commerce de détail, les loisirs, et le transport-logistique. Par ailleurs le taux de chômage est resté stable à 4,3%. Quelques éléments suggèrent que le marché du travail reste dans un équilibre fragile (hausse du taux de chômage élargi, allongement de la durée du chômage), mais la bonne facture de ce rapport d'emploi devrait conforter la Réserve fédérale (Fed) dans sa position attentiste pour évaluer l'impact du choc énergétique sur l'inflation et l'activité.

**L'ISM services s'inscrit en léger recul en avril, passant de 54 à 53,6, un niveau envoyant toujours à une croissance solide de l'activité.** La composition de l'enquête est mitigée avec une composante activité qui s'améliore à 55,9, mais des nouvelles commandes qui ralentissent (53,5 après 60,6). La composante prix payés se stabilise mais reste très élevée à 70,7. L'allongement des délais de livraison semble refléter les perturbations liées au conflit en Iran. Une tendance confirmée par **l'indice de tensions sur la chaîne mondiale d'approvisionnement** de la Fed de New York qui a atteint en avril son plus haut niveau depuis juillet 2022, la guerre au Moyen-Orient ayant fortement entravé la capacité des

entreprises à acheminer librement leurs marchandises à travers le monde. L'indice est passé de 0,68 en mars à 1,82 en avril.

**Quelques banquiers centraux ont exprimé cette semaine leur inquiétude quant au risque inflationniste.** Le président de la Fed de Saint-Louis, Alberto Musalem (non votant), a déclaré que les risques pesant sur la politique monétaire s'étaient déplacés vers une inflation plus élevée, ce qui pourrait nécessiter de maintenir les taux d'intérêt inchangés « pendant un certain temps », voire de les relever. Il a estimé qu'il existe des « scénarios plausibles » dans lesquels la Fed pourrait baisser ses taux, mais aussi qu'il en allait de même concernant une éventuelle hausse des taux. De même, selon Austan Goolsbee, président de la Fed de Chicago (non votant), le conflit entre les États-Unis et l'Iran s'apparente de plus en plus à un choc inflationniste, avec un impact limité jusqu'à présent sur l'emploi et la croissance, mais des inquiétudes croissantes concernant les chaînes d'approvisionnement et des hausses de prix persistantes. Des déclarations qui illustrent le mouvement au sein du FOMC vers la possibilité que des hausses de taux soient nécessaires pour lutter contre les risques d'inflation.

**Sur le plan commercial, l'administration Trump a connu une nouvelle déconvenue judiciaire.** La Cour américaine du commerce international (USCIT) a jugé illégaux les droits de douane globaux de 10 % imposés au titre de l'article 122 de la loi sur le commerce de 1974. Ces droits, qui avaient été instaurés le 24 février, étaient limités à 150 jours et devaient expirer le 24 juillet. Cette décision s'applique pour les trois plaignants dans cette affaire qui sont des importateurs. Le gouvernement devrait faire appel, et les droits de douane resteront en vigueur pour tous les autres importateurs. Ceux-ci pourraient rapidement saisir la justice, en vu d'obtenir également des remboursements.

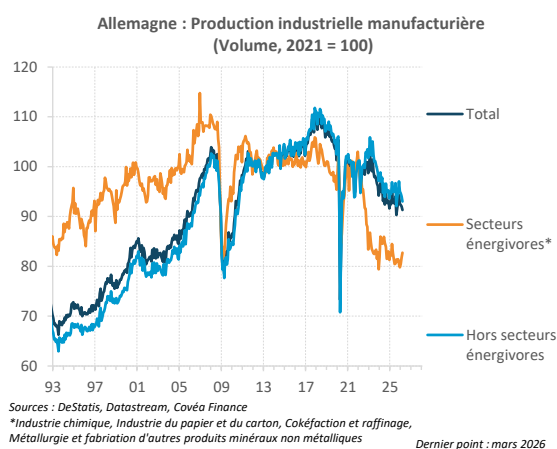
Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



## Europe

« En zone euro, pas d'accélération des salaires face à l'envolée des prix énergétiques »



**La dernière édition de l'outil de suivi des salaires de la Banque centrale européenne confirme que les rémunérations ne ralentissent plus dans la zone euro.** Leur taux de croissance aurait atteint un point bas au premier semestre, avant de retrouver dans la deuxième partie de l'année un rythme plus élevé, mais jugé compatible avec l'objectif d'inflation de la BCE.

**En Allemagne, les statistiques industrielles du mois de mars sont mitigées. Les nouvelles commandes manufacturières ont bondi de 5,0% en séquentiel, et même de 5,1% si on exclut les grands contrats.** Les commandes de biens intermédiaires, de biens d'équipement et de biens de consommation ont contribué à la progression du total. Les commandes domestiques s'affichent en hausse de 4,0%, alors que les commandes étrangères (+5,6%) sont principalement tirées par la demande des partenaires de la zone euro (+10,1% contre +2,7% pour le reste du Monde). Malgré ce rebond de la demande, qui confirme les indications des enquêtes, **la production reste moins bien orientée**, avec une accentuation du recul sur un an (-2,8%). Sur le mois, l'activité s'est contractée dans les biens d'investissement et les biens de consommation. **Les secteurs les plus énergivores n'ont pas subi d'impact négatif de la nouvelle crise pétrolière en mars, avec une hausse séquentielle de 1,2%.**

Le Parlement européen et les représentants des Etats-membres de l'Union européenne ne sont pas parvenus à une position commune sur la mise en œuvre de l'accord commercial conclu l'été dernier entre Ursula Von der Leyen et Donald Trump. Le négociateur pour le Parlement souhaite l'assortir de conditions afin de le protéger contre de futures tentatives américaines de modifications unilatérales. Le Parlement voudrait aussi que l'accord soit temporaire, avec une expiration en mars 2028. La prochaine étape de cette négociation est prévue le 19 mai.

Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Focus : Au Royaume-Uni, l'avenir de Keir Starmer reste incertain

Depuis plusieurs mois, les tensions politiques entourant le Premier ministre Keir Starmer s'accroissent. **Elles se sont notamment matérialisées par une pression accrue sur les taux souverains britanniques à l'approche des élections locales**, qui ont eu lieu le 7 mai (cf. focus obligatoire du suivi hebdomadaire du 4 mai 2026).

### Des élections tests pour le Parti travailliste :

Sur le papier, les élections du 7 mai ne représentaient pas un enjeu national. Les citoyens britanniques ont voté pour renouveler une partie des sièges des collectivités locales, ainsi que pour les parlements locaux en Écosse et au Pays de Galles. Ces élections ont toutefois pris une dimension nationale, puisqu'elles constituaient un test pour Keir Starmer, confronté à des tensions croissantes au sein même de son parti.

Comme l'annonçaient les sondages, le Parti travailliste a subi une lourde défaite, avec 1496 sièges perdus. Néanmoins, cette défaite ne s'est pas faite au profit du Parti conservateur, qui a également perdu 563 sièges. Le parti d'extrême droite Reform UK a enregistré une large percée, avec 1451 sièges gagnés, tout comme les Verts, positionnés à gauche du Parti travailliste, qui ont remporté 441 sièges. Ainsi, la rivalité historique entre le Parti travailliste et le Parti conservateur semble évoluer, les deux partis étant désormais concurrencés par de nouvelles forces politiques.

### Quel avenir pour Keir Starmer ?

Malgré cette défaite, Keir Starmer a exclu de démissionner. Cependant, certains membres du Parti travailliste, opposés à sa ligne, envisageraient de contester son leadership. Au Royaume-Uni, une procédure dite de « *leadership contest* » permet à un député de se présenter pour prendre la tête du Parti, poste actuellement occupé par K. Starmer. **Une élection à la tête du Parti travailliste peut être déclenchée si 20% des députés soutiennent un candidat.**

Le Parti travailliste comptant 405 députés, 81 d'entre eux doivent apporter leur soutien à un candidat. Si un député parvenait à réunir ces voix, **tous les membres du parti seraient appelés à voter**, et pas seulement les députés. Le vainqueur deviendrait chef du Parti travailliste et, de facto, Premier ministre.

### Vers un gouvernement populiste ?

Sauf en cas d'élections anticipées, les prochaines élections générales, qui permettent de désigner un gouvernement, ne devraient se tenir qu'en 2029. Toutefois, la percée de Reform UK interroge quant au risque d'une victoire populiste. Le parti, dirigé par Nigel Farage, se montre très opposé à l'Union européenne. Les avancées récentes dans les relations entre Londres et Bruxelles pourraient ainsi être fragilisées.

Par ailleurs, à l'image de ce que l'on observe aux États-Unis, Reform UK semble opposé aux énergies renouvelables. Son programme prévoit de supprimer les engagements de neutralité carbone ainsi que les subventions aux parcs éoliens et aux panneaux solaires, alors même que le pays fait face à une dépendance énergétique accrue depuis le déclin des gisements gaziers en mer du Nord.

Enfin, Reform UK prévoit de durcir les règles d'immigration, qui avaient pourtant été assouplies pour les non-Européens à la suite du Brexit. Or, les immigrants non européens représentent une part importante du marché du travail britannique et ont contribué à atténuer, en partie, les tensions observées après la pandémie.

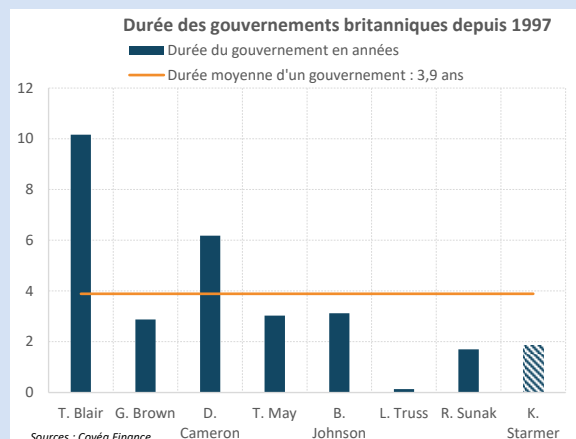
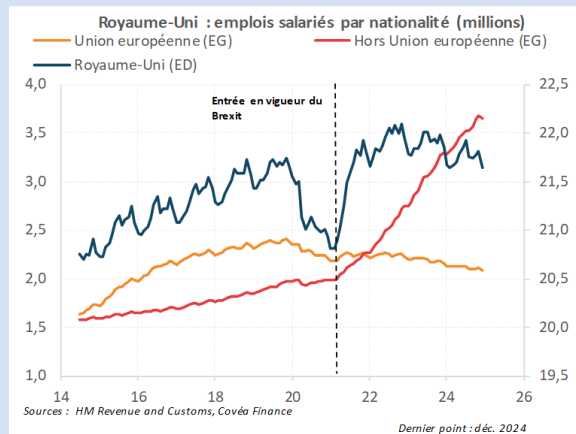
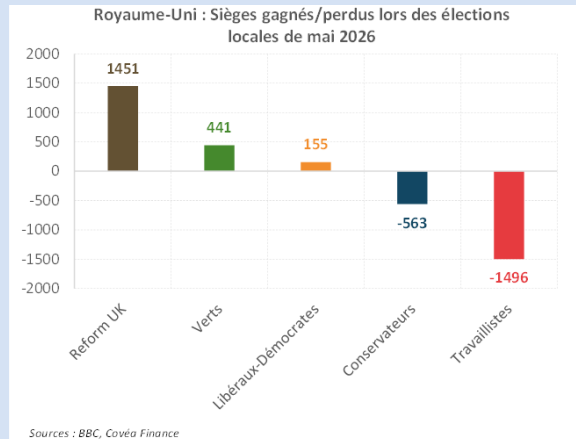
### Depuis le Brexit, les incertitudes politiques se sont renforcées

Au-delà des difficultés actuelles, **les incertitudes politiques semblent s'être renforcées depuis dix ans.**

La démission de David Cameron a été provoquée par le référendum sur le Brexit, qu'il avait soutenu en faveur du maintien dans l'UE, et celle de Theresa May est survenue après son échec à faire adopter un accord sur le Brexit devant le Parlement.

Par la suite, Boris Johnson et Liz Truss ont également démissionné : B. Johnson à cause de tensions internes et de scandales politiques, et L. Truss en raison de la crise des taux souverains provoquée par ses annonces budgétaires. Puis, face à l'impopularité du Parti conservateur, R. Sunak avait décidé d'organiser des élections législatives anticipées en juillet 2024, conduisant à la victoire du camp travailliste.

**Ainsi, les incertitudes politiques ne semblent pas nouvelles au Royaume-Uni, mais pourraient alimenter la prime de risque du pays.**



Eloïse Girard-Desbois

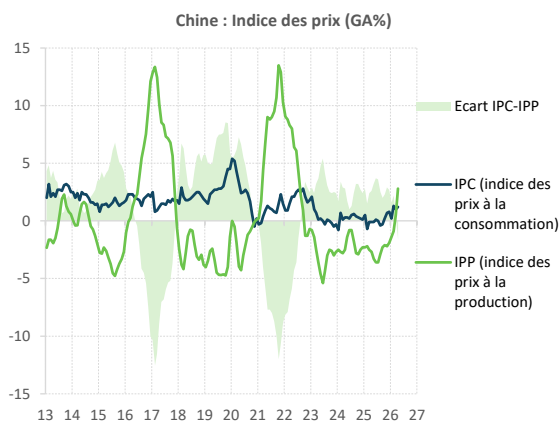
Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

« Les pressions déflationnistes s'atténuent en Chine »



**En Chine, les indices de prix se redressent**, notamment tirés par leurs composantes énergie. Ainsi, les prix à la production dans l'industrie étaient en hausse de 2,8% sur un an en avril. Leur nette accélération indique que **les entreprises manufacturières chinoises parviennent à répercuter la hausse de leurs coûts dans leurs prix de vente**, et donc que **les pressions déflationnistes s'estompent**. D'ailleurs, les prix à la consommation accélèrent aussi, avec une progression de 1,2% en glissement annuel (GA).

**L'excédent commercial de la Chine a rebondi en avril**, après sa forte diminution du mois précédent, pour atteindre 84,8Mds\$. Il a été **soutenu par une accélération des exportations (+14,1% GA)**, qui reflète un redressement des livraisons vers l'ensemble des grandes destinations des exportations chinoises. Les importations restent très dynamiques, aussi avec une croissance sur un an de 25,3%, notamment en provenance de la zone Asie, même si elles ont un peu accéléré en provenance des États-Unis et de l'Union européenne.

Le PMI services de la Chine, calculé par RatingDog pour S&P Global, a progressé de 0,5 point en avril. A 52,6 points, il indique une accélération de l'activité, soutenue par une demande domestique plus dynamique. Malgré le redressement de la demande, les entreprises chinoises de services continuent à réduire leurs effectifs, en partie pour compenser la

hausse de leurs coûts non-salariaux et elles poursuivent le mouvement de baisse de leurs prix de vente.

**La banque centrale australienne (RBA) a relevé de 25 points de base ses taux directeurs**, pour la troisième fois cette année. Son taux principal atteint ainsi 4,35%. Le choc énergétique provoqué par le conflit au Moyen-Orient remet en question le recul qu'elle attendait d'une inflation qui reste trop forte. Cette dernière pourrait ainsi atteindre 4,8% au deuxième trimestre (3,8% hors alimentation et énergie, contre 3,5% au T1) plutôt que de continuer à diminuer comme préalablement prévu.

**Le gouvernement australien va consacrer 10MdsAUD (~6,2Mds€) à la constitution de stocks gouvernementaux de carburants**, qui viendront s'ajouter aux autres stocks nationaux. Alors que le pays importe 80% du carburant consommé, il s'agit de porter les réserves nationales de 30 jours (actuellement détenues par des entreprises privées) à 50 jours, la constitution de stocks publics constituant la moitié de l'augmentation. Par ailleurs, l'Australie impose désormais aux entreprises qui exploitent les gisements domestiques de gaz naturel de garder 20% de leur production pour satisfaire la demande domestique. Il s'agit de créer un léger surplus d'offre sur le marché domestique afin d'exercer une pression à la baisse sur les prix.

**De son côté, alors que 40% de l'approvisionnement habituel du pays en pétrole est interrompu en raison du blocage du détroit d'Ormuz, le Japon va acheter 20 mlns de barils de brut aux Emirats arabes unis** (soit 8,3 jours de consommation), via le port de Fujairah, dans le Golfe d'Oman.

Les minutes de la dernière réunion de la Banque du Japon indiquent que les membres du comité de politique monétaire ont débattu de l'hypothèse d'une hausse des taux directeurs en cas de persistance de la crise énergétique qui ouvrirait la voie à des effets de second tour sur l'inflation.

En Inde, Narendra Modi est renforcé par les résultats des élections provinciales. Son parti a gagné dans le Bengale occidental et, avec ses alliés, il contrôlera désormais 20 des 28 Provinces du pays. **Le premier indien ministre a appelé ses concitoyens à limiter leurs déplacements**, notamment en renonçant à des voyages et en augmentant le recours au télétravail quand c'est possible, pour économiser les carburants. **Le gouvernement indien cherche à limiter les importations de pétrole afin de freiner l'érosion de ses réserves de changes.**

Dans le thème de la régionalisation du monde, **l'Inde et le Vietnam ont conclu un accord de coopération portant tant sur la défense, l'énergie, les minéraux critiques ou les terres rares que sur la solidité des chaînes d'approvisionnement**. Alors que les échanges entre les deux pays ont doublé ces dix dernières années, pour atteindre 16Mds\$, cet accord a pour ambition qu'ils passent à 25Mds\$ d'ici 2030.

Jean-Louis Mourier

Economiste



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.