

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

11 avril 2022

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Les 6 magnifiques

Le groupe des 6 valeurs que sont Apple, Microsoft, Amazon, Google, Tesla et Meta Platforms, a retrouvé de la vigueur en termes de contribution à la capitalisation de l'indice général S&P500. Après le creux de mi-mars, son poids est remonté sur ses plus hauts de fin d'année 2021. Un questionnement lorsque l'on connaît la sensibilité de ces valeurs technologiques — ou perçues comme tel — à la hausse des taux d'intérêt. Le niveau de leur multiple de valorisation réside en effet dans l'actualisation de leurs profits futurs. Une valeur actuelle essentiellement dépendante de cette convention boursière...et qui devrait souffrir du renchérissement du taux à 10 ans américain passé de 1.5% en début d'année à près de 2.75% aujourd'hui !

L'examen des flux ETF, semaine après semaine, apporte une explication. Il semble que le conflit en Ukraine ait provoqué un rapatriement de la part des investisseurs américains de la zone d'investissement européenne vers leur marché domestique. Ainsi, depuis le début de l'année, les actions américaines ont profité d'un flux acheteur d'ETF de plus de 92Mds\$ dont 55Mds\$ depuis le début des hostilités fin février. Des flux de gestion indicielle qui autoalimentent la surpondération des plus grosses capitalisations boursières (groupe des 6) et leur cherté. A 6, elles pèsent en bourse 10225 Mds\$ pour 310Mds\$ de résultat soit un ratio prix/résultat (PER) de 33, bien supérieur à celui de l'indice S&P500 qui est à 23 !

Cette hausse des valeurs dites GAFAM est aussi étonnante à l'aune de l'accord définitif européen sur le règlement des marchés numériques, le Digital Market Act (DMA). Il devrait contrôler plus rapidement et punir plus sévèrement (jusqu'à 10% de son chiffre d'affaires mondial, 20% si récidive) les géants de l'internet à travers ses dispositions. Ces dernières visent en effet à interdire de croiser les données personnelles des utilisateurs sans leur consentement, freiner la publicité ciblée, bannir le favoritisme de ses propres services dans les résultats des moteurs de recherche, ou punir l'accaparement de l'innovation par l'étouffement de la concurrence. De nouvelles règles de nature à ébranler les modèles de croissance de ces entreprises.

Une avancée européenne qui pourrait être suivie aux Etats-Unis où une proposition de loi devait être présentée au Sénat. Mais l'approche des élections de mi-mandat n'est pas de nature à mettre en avant un sujet aussi controversé que celui de la mise en cause des GAFAM dans l'ouverture des marchés et la concurrence.

Une avancée européenne qui cristallise à la fois le retour du politique face à des entités surpuissantes mais aussi la recherche de souveraineté dans les secteurs stratégiques à l'image de celle sur les télécoms ou l'énergie; deux thèmes de nos Perspectives Economiques et Financières (PEF) déclinés dans nos portefeuilles.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

« ...le retour du politique...et la recherche de souveraineté... »

Poids des FAB6 en % au sein de l'indice S&P 500



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	08/04/22	17/03/22	T-12 mois	17/03/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,088	1,109	1,191	-1,9	-8,7
€ / £	0,835	0,844	0,867	-1,0	-3,8
€ / Yen	135,30	131,54	130,18	2,9	3,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	103	107	63	-3,6	62,6
Indice CRB*	636	626	511	1,6	24,6
Prix de l'once d'Or	1 942	1 943	1 757	-0,1	10,5
Prix de la tonne de cuivre	10 324	10 243	9 008	0,8	14,6
Indice Baltic Dry**	2 055	2 588	2 088	-20,6	-1,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	4 349	4 540	2 869	-4,2	51,6

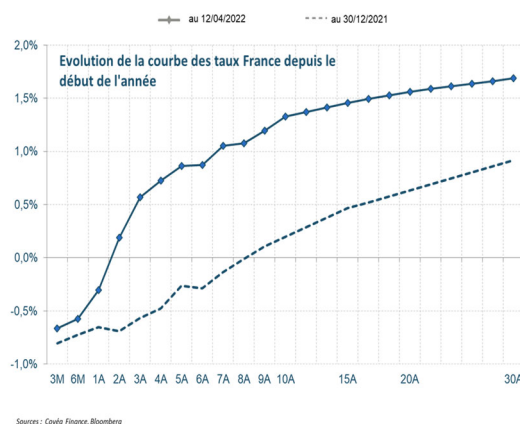
Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice 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 :

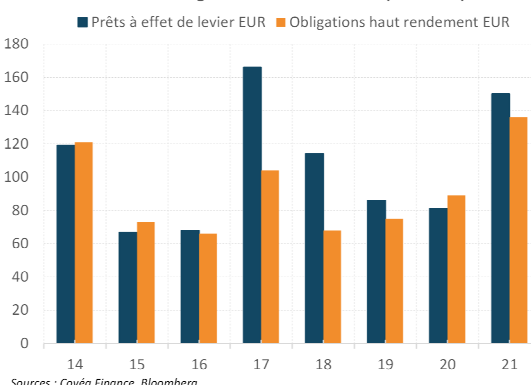
Les marchés obligataires ont fortement chuté cette semaine. Les nouvelles sanctions prises contre la Russie, en particulier sur l'arrêt des achats de charbon russe par l'Europe (45% des importations de l'Union européenne), induisent de nouvelles incertitudes économiques, alors que la Fed communique sur la nécessité d'un rythme rapide de réduction de la taille de son bilan. Ces éléments ont sensiblement poussé les taux à la hausse sur l'ensemble des marchés, alors qu'à la veille du premier tour des élections française, l'écart des taux entre la France et l'Allemagne s'écarte de 10 pbs. Ainsi, aux Etats-Unis, le taux à 10 ans termine à 2,72%, en hausse de 29 pb, permettant à l'écart entre les taux 10 ans et 2 ans de redevenir positif à 20 pbs. En zone euro, le taux à 10 ans de l'Allemagne est en hausse de 15 pbs à 0.71% tandis que ceux de la France et de l'Italie sont en hausse de 24 pb et 28 pbs respectivement à 1,26% et à 2,09. Sur le marché du crédit, en Europe, les primes de risques sont globalement stables sur le marché des titres à 133 pb pour la catégorie investissement et à 393 pb pour le haut rendement alors que le marché des indices synthétiques affichent un écartement de 5 pbs et 30 pbs respectivement sur ces deux catégories. Le marché primaire a été plutôt atone avec un total d'émission se limitant à 3.6 Md€ et un appétit des investisseurs qui se tarit.



Le Focus de la semaine : Le marché des prêts à effet de levier, un marché porteur de risques.

Lors de la préparation de nos Perspectives Economiques et Financières de mars 2022, nous relevions le risque que constitue la fulgurante progression des volumes d'émissions des prêts à effet de levier, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe (+112% et +85% en 2021 respectivement par rapport à 2020). Ces niveaux record d'émissions s'accompagnent d'une dégradation de la qualité de crédit de ces prêts, dont la documentation a été le plus souvent allégée, réduisant la protection de l'investisseur, alors que les prêts à fort effet de levier (Dette nette > 6 x l'EBE) ont été majoritaires parmi ces nouveaux prêts. Cette situation est porteuse de risques, non seulement pour les banques qui conservent ces prêts dans leur bilan, mais aussi pour la large sphère des investisseurs qui les détiennent à travers des fonds de dettes ou des véhicules de dettes à effet de levier (CLO). La BCE et le régulateur prudentiel de la Banque d'Angleterre s'emparent du problème et alertent. Andrea Enria, Président du Conseil de surveillance prudentielle de la BCE souligne les déficiences dans leur pratique de gestion des risques. Dans bien des cas, celle-ci serait « inadéquate et insuffisamment élaborée compte tenu des stratégies à haut risque » que constituent ces prêts. Le financement à effet de levier représente, selon la BCE, une vulnérabilité pour les banques européennes, qui nécessite une vigilance accrue et des mesures correctrices, non seulement pour conduire à une meilleure mesure du risque induit par ces positions détenues, mais aussi à une réduction de la part des dettes à fort effet de levier dans leurs expositions. La BCE pourra augmenter l'exigence en capital spécifique des établissements qui ne remédieraient pas aux déficiences relevées. Du côté du Royaume-Uni, alors que le défaut du fonds Archegos en mars 2021 avait entraîné des pertes significatives pour les banques impliquées, mettant ainsi à jour la faiblesse de l'analyse des risques de contreparties, le régulateur écrivait en décembre 2021 aux banques intervenant sur le marché du « prime brokerage » (financement des activités des Hedge Funds), pour exiger des mesures de correction sur la gestion du risque sur leur exposition aux hedge funds. Dans les deux cas, ce sont bien les politiques de gestion des risques et les choix stratégiques de prise de risque des banques qui sont pointées du doigt. Une situation qui pourrait conduire à un renforcement forcé des capitaux propres des banques.

Volumes d'émissions en Europe des prêts à effet de levier et des obligations haut rendement (en Mds €)



Yaël Kabla

Gérante Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)	
	08/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	17/03/22	31/12/21	sur 12 mois		2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs												
Réserve Fédérale Américaine	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	0,00	0,25	0,25			
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00			
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00			
Banque d'Angleterre	0,75	0,75	0,75	0,25	0,50	0,00	0,00	0,50	0,65			
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
Taux 10 ans												
Etats-Unis	2,70	2,38	2,17	1,51	1,62	32	53	119	108	18	2	
Allemagne	0,71	0,56	0,39	-0,18	-0,34	15	32	88	104	66	10	
France	1,26	1,02	0,84	0,20	-0,08	24	43	106	134	115	37	
Italie	2,40	2,09	1,90	1,17	0,66	30	49	123	174	190	45	
Royaume-Uni	1,75	1,61	1,57	0,97	0,75	14	19	78	100	28	15	
Japon	0,23	0,23	0,21	0,07	0,10	1	2	16	13	31	75	
Crédit												
Indice Itraxx Main	77,1	72,2	70,2	47,8	50,5	4,9	6,9	29,3	26,6			
Indice Itraxx Crossover	371,5	338,4	334,3	241,7	244,5	33,1	37,2	129,8	127,0			

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

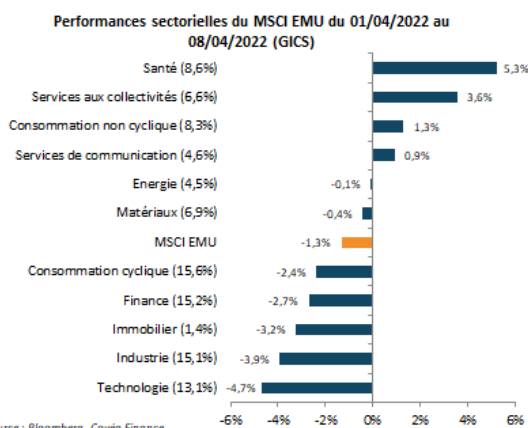
Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU) est en baisse de -1,3%, pénalisé à la fois par un contexte d'instabilité dû à la guerre entre la Russie et l'Ukraine (avec de nouvelles sanctions prises contre la Russie), une hausse des taux souverains et d'un contexte de resserrement monétaire, et une dégradation de la situation sanitaire en Chine qui impacte négativement les chaînes d'approvisionnement. Les valeurs défensives ont été privilégiées au détriment des valeurs cycliques, à l'image du secteur de la santé qui progresse de +5,3% (Sanofi à +11% et Eurofins Scientifique à +9,7%), et du secteur des services aux collectivités (+3,6%). A contrario, les secteurs les plus sensibles à la hausse des taux d'intérêt en raison de leurs multiples de valorisation élevés ont sous-performé à l'image de la technologie (-4,7%) et la consommation cyclique (-2,4%). L'industrie (-3,9%) continue d'être affectée par le contexte inflationniste et les perturbations dans la chaîne d'approvisionnement. Plus spécifiquement, on note le retour de marques d'intérêts en termes de fusions-acquisitions cette semaine. En effet, Edizione (le premier actionnaire d'Atlantia) et le groupe américain de capital-investissement Blackstone pourraient lancer une offre d'achat sur le groupe italien d'infrastructures à 24 euros par action. Atlantia progresse ainsi de +18,1%. Plusieurs véhicules d'investissements sur le non coté dont H&F, EQT et Permira, étudieraient la possibilité de lancer une offre sur Scout24 (+14,1%), le groupe allemand de petites annonces en ligne.

Enfin, les marchés se sont inquiétés cette semaine du résultat potentiel des élections présidentielles en France, ce qui a fait chuter de nombreuses valeurs françaises et notamment bancaires comme la Société Générale (-10,4%) et le Crédit Agricole (-9,5%) qui a par ailleurs acheté 9% du capital de la banque italienne Banco BPM. En ce qui concerne les performances géographiques, la Suisse joue son rôle de marché défensif et monte de +3,4%, tandis que l'Autriche et la France baissent respectivement de -2,7% et -2%.



Le Focus de la semaine : la pression inflationniste accélère le changement des modes de consommation à travers l'essor des enseignes à bas prix

Les sanctions occidentales contre la Russie, acteur significatif sur les marchés du pétrole, du gaz naturel, de l'acier, du blé, font flamber les prix. A cela s'ajoutent les pénuries de certains intrants qui viennent perturber les chaînes d'approvisionnement et augmenter les coûts de production des entreprises qui, quand elles le peuvent, augmentent leurs tarifs et donc la facture pour le consommateur. Le corollaire est un recul du pouvoir d'achat des ménages les plus modestes. Face à l'augmentation des prix, les consommateurs se tournent de plus en plus vers les magasins offrant des prix bas. Le phénomène de diversification du « parcours d'achat » vers ce type d'enseignes ne date pas d'hier. En revanche, ce qui est nouveau est que ce type de format est de plus en plus plébiscité par la classe moyenne qui adopte de nouveaux réflexes d'achat afin de réaliser des économies. Action, l'enseigne discount néerlandaise propriété du fonds 3I (Royaume-Uni), a récemment tenu une journée investisseurs, indiquant vouloir ouvrir 4 500 magasins supplémentaires à moyen terme en Europe continentale (contre 2 000 aujourd'hui et 270 en 2011). Avec 653 magasins en France, Action ouvre à un rythme de 2 magasins par semaine, confirmant le regain d'intérêt du consommateur pour les prix bas. Son homologue britannique B&M devrait également bénéficier du pincement du budget des ménages grâce à son positionnement prix attractif. L'enseigne a un potentiel d'expansion important au Royaume-Uni avec un objectif d'ouverture d'au moins 950 boutiques (contre 700 aujourd'hui), mais également en France après la conversion de l'enseigne Babou en B&M. De même, l'enseigne de vêtements à bas prix Primark (appartenant à Associated British Foods) possède près de 400 magasins dans 14 pays (dont 20 magasins en France) et continue d'en ouvrir à un rythme soutenu. L'environnement inflationniste que nous connaissons et la préoccupation des ménages pour la préservation du pouvoir d'achat joue le rôle d'accélérateur de tenances permettant aux enseignes dites « discount » d'augmenter leur pénétration et d'offrir par là même des perspectives de croissances fortes, faisant ainsi écho à nos thématiques révélées lors de nos Perspectives Economiques et Financières mettant en avant la capacité d'adaptation des entreprises et les nouveaux modes de consommation.

Sébastien Levavasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	08/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7		dernier pef		31/12/21		sur 12 mois	
MSCI EMU	138,3	140,1	138,8	154,1	141,5	-1,3	↓	-0,3	↓	-10,2	↓	-2,3	↓
MSCI EMU Mid Cap	993	997	985	1 094	1 017	-0,4	↓	0,8	↑	-9,3	↓	-2,4	↓
MSCI EMU Small Cap	432,2	443,5	443,3	487,4	475,0	-2,5	↓	-2,5	↓	-11,3	↓	-9,0	↓
MSCI Europe	154,0	153,0	150,4	161,7	144,7	0,7	↑	2,4	↑	-4,7	↓	6,4	↑
France CAC40	6 548	6 684	6 613	7 153	6 166	-2,0	↓	-1,0	↓	-8,5	↓	6,2	↑
Allemagne DAX30	6 002	6 083	6 058	6 696	6 541	-1,33	↓	-0,9	↓	-10,4	↓	-8,2	↓
Italie MIB	24 819	25 163	24 124	27 445	24 577	-1,4	↓	2,9	↑	-9,6	↓	1,0	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 670	7 538	7 385	7 385	6 942	1,7	↑	3,8	↑	3,9	↑	10,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	9 187	8 952	8 756	8 777	8 003	2,6	↑	4,9	↑	4,7	↑	14,8	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

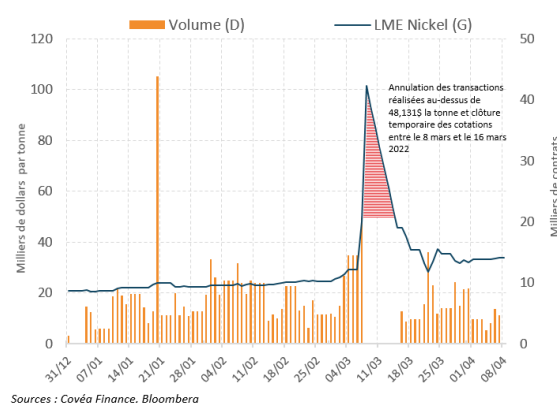
En Asie, le marché indonésien est de loin le plus performant tiré par l'énergie et les matériaux, tandis que l'Inde profite de la publication des bons chiffres économiques. En revanche, le marché japonais est pénalisé par les prises de profits sur les valeurs technologiques et industrielles et ce malgré la faiblesse du yen. Le marché chinois est affecté par la dégradation des prévisions d'activité en raison des confinements successifs. Au plan microéconomique, les géants technologiques Samsung Electronics et TSMC ont envoyé des signaux positifs, le premier anticipant un profit opérationnel en hausse de 50% sur le 1er trimestre tiré notamment par les mobiles et une demande soutenue sur les mémoires, tandis que le second a publié un chiffre d'affaires trimestriel record à \$17 milliards (+36%).

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine en baisse de 1,3%, mettant fin au rebond des semaines précédentes. L'incertitude sur l'évolution de la situation en Ukraine, la volonté de la FED de combattre l'inflation et les craintes d'un ralentissement économique ont favorisé les secteurs défensifs au dépend des secteurs cycliques. En outre et à l'approche des résultats trimestriels d'entreprises, les investisseurs redoutent une dégradation des perspectives liée aux difficultés d'approvisionnements et aux hausses de coûts. Ces difficultés s'illustrent aussi par la nécessité de prendre des mesures salariales (à la hausse) dans un marché du travail tendu (annonces de Walmart, Activision Blizzard et Starbucks en ce sens). Les valeurs pétrolières progressent malgré la baisse des cours du pétrole consécutive à la décision des pays membres de l'Agence internationale de l'énergie de libérer 60 millions de barils de leurs stocks, ce qui fait suite à celle des Etats-Unis. Toujours en lien avec les problématiques d'approvisionnement en énergie, on retiendra que Sempra a annoncé conclure un accord avec TotalEnergies, Mitsui et Japan LNG Invest. pour le développement du projet d'exportation Cameron LNG en Louisiane.

Le Focus de la semaine : La crise du LME n'a sans doute pas fini de faire des victimes

Alors qu'il y a à peine un mois les positions sur le LME d'un des principaux producteurs chinois de nickel (Tsingshan) ont entraîné des variations exceptionnelles des prix des matières premières et la fermeture temporaire de la principale place d'échange de métaux et matières premières, les conséquences continuent de se faire ressentir. Ainsi, JP Morgan continue de passer en revue les risques associés à ses expositions sur les matières premières et le pétrole. Pour remettre un peu de contexte : au pire de la hausse des cours du nickel (100.000 \$ la tonne, un niveau qui a finalement été annulé par le LME, sous couvert d'un risque systémique), JP Morgan était en attente du règlement de plus d'un milliard de dollars d'appel de marge de la part de Tsingshan. Malgré les centaines de stress tests réalisés par le LME, la faiblesse de ses règles de cotation et le manque de transparence sur les positions des intervenants ont conduit à des dérapages incontrôlés des cours. Face à la réalisation d'un risque jusque-là considéré comme improbable, les banques chinoises, singapouriennes et américaines revoient leurs expositions et réduisent la liquidité octroyée sur les marchés de métaux et matières premières (et on ne parle pas seulement de réduire le financement de la spéculation, mais également de permettre aux producteurs de se couvrir à terme, et aux sociétés de négoce de sécuriser le prix des marchandises à livrer). Au final, d'un côté, les acteurs lésés par l'annulation des opérations ont perdu confiance dans la capacité du LME à respecter ses règles (qui prévoyaient qu'avant d'annuler les opérations, le LME aurait dû faire appel aux fonds de garantie des parties défaillantes, puis des autres membres adhérents et une partie de ses fonds propres). Pour eux... à quoi bon continuer d'apporter de la liquidité dans un marché si peu efficient et privilégiant certains intérêts (l'actionnaire chinois du LME et certaines contreparties bancaires) ? Pour les banques exposées, nul doute que les états majeurs ont réalisé à quel point le risque systémique n'avait pas disparu. Et c'est à ce titre que la revue exhaustive des risques de concentration et de contrepartie devraient à nouveau déboucher sur une réduction des expositions. Même si, à aujourd'hui, il ne semble pas y avoir de dommages financiers directs (seulement des contreparties lésées), l'avenir pourrait être moins favorable. L'illiquidité naissante devrait renchérir les coûts de couverture pour les producteurs, les coûts de transport pour les sociétés de négoce et de logistiques... au final, c'est bien l'économie réelle qui pourrait pâtir de la défaillance d'une des principales chambre de compensation mondiale.

Evolution des prix et des volumes de Nickel au LME



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	08/04/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	17/03/2022	31/12/20	sur 12 mois	J-7	17/03/2022	31/12/20	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 488	4 546	4 412	4 766	4 097	-1,3 ↓	1,7 ↑	-5,8 ↓	9,5 ↑	0,2 ↑	3,7 ↑	-1,6 ↓	20,0 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	34 721	34 818	34 481	36 338	33 504	-0,3 ↓	0,7 ↑	-4,5 ↓	3,6 ↑	1,2 ↑	2,7 ↑	-0,1 ↓	13,5 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	13 711	14 262	13 615	15 645	13 829	-3,9 ↓	0,7 ↑	-12,4 ↓	-0,9 ↓	-2,4 ↓	2,7 ↑	-8,4 ↓	8,6 ↑
Japon Nikkei 300	402	413	401	420	402	-2,7 ↓	0,2 ↑	-4,3 ↓	0,0 ↑	-2,7 ↓	-2,6 ↓	-7,4 ↓	-3,8 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 700	2 740	2 695	2 993	2 693	-1,4 ↓	0,2 ↑	-9,8 ↓	0,3 ↑	-0,3 ↓	0,8 ↑	-8,7 ↓	0,0 ↓
Chine - Shanghai	3 252	3 167	3 224	3 640	3 167	2,7 ↑	0,9 ↑	-10,7 ↓	2,7 ↑	4,2 ↑	2,6 ↑	-6,8 ↓	15,7 ↑
Hong Kong Hang Seng	21 872	22 040	19 532	23 398	29 008	-0,8 ↓	12,0 ↑	-6,5 ↓	-24,6 ↓	0,7 ↑	13,9 ↑	-2,8 ↓	-18,1 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 128	1 146	1 121	1 232	1 343	-1,6 ↓	0,6 ↑	-8,4 ↓	-16,0 ↓	-0,1 ↓	2,6 ↑	-4,3 ↓	-8,0 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

6^{ème} rapport du GIEC : Des opportunités d'investissement ?

Lundi 04 avril, Le Groupe d'Experts Intergouvernementaux sur l'Évolution du Climat (GIEC) a publié le dernier volet de son sixième rapport sur le changement climatique. Ce rapport détaille **les différentes options de réduction des émissions de gaz à effet de serre qui s'offrent aux divers secteurs** afin d'être aligné sur l'objectif de limitation du réchauffement climatique en dessous de 2 °C. La diminution des énergies fossiles au profit des énergies renouvelables, la reforestation, le recyclage des matériaux sont notamment mentionnées.

Le rapport insiste également sur **la contribution des technologiques d'élimination de dioxyde de carbone**. Bien que des méthodes biologiques, telles que la plantation d'arbres ou la modification des pratiques agricoles contribuent à réduire les émissions de carbone dans l'atmosphère, elles possèdent leurs propres limites naturelles d'élimination. Le GIEC mentionne des solutions mécaniques comme les technologies de captage et de stockage du CO₂ (*Carbon Capture and Storage, CSC en anglais*). 22 projets CSC sont aujourd'hui opérationnels dans le monde (majoritairement aux États-Unis et au Royaume-Uni) et ont permis de capturer environ 40 millions de tonnes de CO₂ en 2021 d'après l'Agence Internationale de l'Énergie. À titre de comparaison, en 2021, les émissions annuelles liées à la combustion de ressources fossiles et à l'industrie représentent environ 36 milliards de tonnes de CO₂ soit 900 fois les émissions capturées. Ainsi, **cette option est notamment privilégiée par les industries lourdes dans lesquels il est difficile de réduire les émissions de CO₂** (cimenterie, transport maritime, aviation).

Le captage de CO₂ par postcombustion est la technologie la plus maîtrisée aujourd'hui et consiste à capter du CO₂ provenant des fumées de production industrielle. L'ajout d'un solvant sépare ensuite le CO₂ des autres composants qui sera liquéfié et stocké (stockage géologique ou encore utilisé pour extraire du pétrole conventionnel). Cette technologie n'est pas nouvelle mais les objectifs de réduction de gaz à effet de serre amènent à déployer cette dernière à plus grande échelle. Cette option reste toutefois largement controversée de par son utilisation intensive en énergie ou en eau, sa mise en œuvre complexe et son coût encore trop élevé. L'étape de capture du CO₂ peut représenter jusqu'à 70% du coût du procédé.

Notons que des technologies de capture de CO₂ directement dans l'air se développent également à grande vitesse, même si elles sont également freinées par le coût très élevé. Le GIEC envisage également des solutions de développement de puits de carbone : certaines entreprises comme Fermentalg utilisent des microalgues pour capter le CO₂ ; microalgues pouvant être utilisées comme matières premières par la suite.

Conscients des enjeux climatiques, les États les plus développés comme les États-Unis ou l'Europe se sont fortement engagés dans une transition de leurs modèles économiques. S'ils n'empruntent pas forcément des chemins identiques, ce thème est devenu majeur dans nos perspectives économiques depuis plusieurs années. Il est primordial depuis 2020 qui a vu l'accélération des dispositions réglementaires contraignants entreprises et États à une transition énergétique plus rapide. Des sources d'opportunités d'investissements sont déjà embarquées dans nos portefeuilles. Nous restons à l'affût des évolutions technologiques pour identifier de nouvelles opportunités mais aussi des entreprises qui pourraient au contraire souffrir d'obligations énergétiques à l'image d'entreprises de l'industrie lourde.

Coraline Beccegato

Equipe Analyse



Frédéric Kleiss

Responsable des Recherches



Suivi Macroéconomique

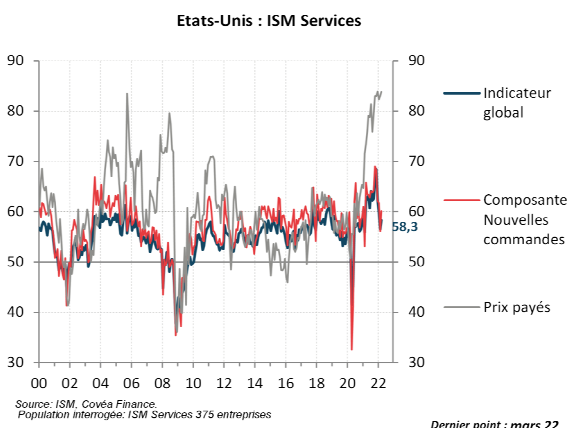
États-Unis

« La Réserve fédérale compte accélérer le rythme de la normalisation monétaire »

Les Minutes de la dernière réunion de la Réserve Fédérale (Fed) témoignent du tournant restrictif de la politique monétaire américaine. Conformément aux déclarations de Lael Brainard (membre du conseil des Gouverneurs) en amont de cette publication, le Comité de politique monétaire (FOMC) envisage de procéder à une réduction de la taille du bilan de la Fed à un rythme nettement plus soutenu que lors de l'épisode de 2017-2019. Les discussions engagées lors de la réunion de mars évoquent un rythme mensuel de réduction du bilan qui pourrait atteindre -60 Mds\$ pour les titres du Trésor et -35 Mds\$ pour les titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), soit -95 Mds\$ par mois (contre -50 Mds\$ par mois en 2017-2019). La Fed souhaite atteindre progressivement ce rythme sur une période de trois mois, soit dès le 3^{ème} trimestre si le

processus est initié lors de la prochaine réunion des 4 et 5 mai. Le stock de titres au bilan diminuerait alors de 1140 Mds\$ par an. Les membres envisagent également de vendre activement des MBS une fois que la réduction du bilan sera bien engagée. La Fed détient actuellement environ 8500 Mds\$ de titres (5800 Mds\$ de titres du Trésor et 2700 Mds\$ de MBS), contre environ 4000 Mds\$ début 2020. Si elle est effectivement plus rapide que la précédente, la normalisation du bilan sera donc tout de même très longue. Par ailleurs, les Minutes signalent que de nombreux membres étaient favorables à une hausse du taux directeur de 50 points de base (bp) lors de la réunion de mars en raison des tensions sur le marché du travail et du niveau d'inflation. Les incertitudes liées au conflit en Ukraine ont poussé le comité à privilégier une hausse plus modeste de 25 points de base. Au regard des développements récents sur les prix, avec une inflation proche de 8% en février, une hausse de 50 bp est clairement envisageable lors de la réunion de mai.

L'indicateur d'enquête ISM services poursuit sa progression au mois de mars, et atteint 58,3, un niveau indiquant une amélioration du climat des affaires relativement au mois précédent. Les sous-composantes de l'indice apparaissent dans l'ensemble bien orientées, avec une accélération des embauches, des nouvelles commandes ainsi que des inventaires. La sous-composante activité reste pour sa part stable sur un niveau témoignant d'une poursuite de la progression de l'activité. Enfin, les délais de livraison se réduisent quelque peu, tout en restant historiquement élevés. En revanche, les pressions inflationnistes se renforcent, avec une sous-composante prix payés qui, à 83,8, atteint son second plus haut historique.



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Services	Indice	mars-22	58,3	56,5	54,3	62,5
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	févr.-22	12,6	13,7	-10,4	16,8
Importations	Val, NCVS, GA%	févr.-22	21,0	21,1	-6,3	21,3
Exportations	Val, NCVS, GA%	févr.-22	21,5	15,3	-13,3	23,1

*Du 04/04/2022 au 10/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Dans l'industrie, les commandes s'inscrivent en baisse de 0,5% en février, en ligne avec les attentes. Le rapport fait part d'une faiblesse dans les biens intensifs en capital et plus particulièrement les équipements de transport (-5,3%). Les commandes de biens de consommation non durables affichent par contre toujours un certain dynamisme, avec une hausse de 1,8% sur le mois. En rythme annuel, les commandes sont en croissance de 12,6%.

Sur le marché du travail, les nouvelles demandes d'allocations chômage reculent à 166 000 pour la semaine se terminant le 2 avril, après 171 000 la semaine précédente. Ce niveau très faible semble indiquer que le marché du travail reste robuste à l'amorce du deuxième trimestre de l'année. Le nombre total de demandeurs d'allocations chômage progresse légèrement sur la semaine, passant de 1,506 million à 1,523 million.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

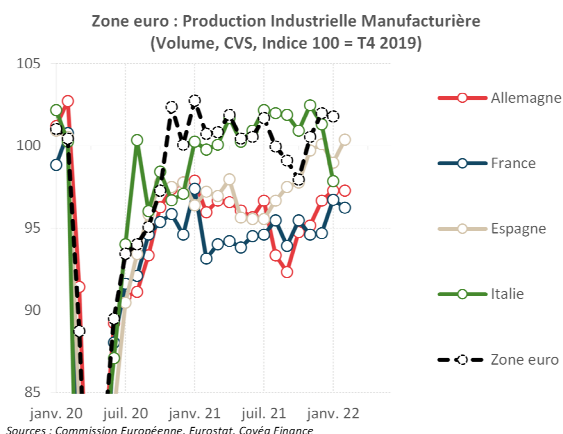


Suivi Macroéconomique

Europe

« L'industrie manufacturière affiche des performances hétérogènes en février »

En Zone euro, les chiffres d'activité publiés pour le mois de février, qui ne portent pas encore les traces du conflit ukrainien, sont en demi-teinte. Dans l'industrie, les pays enregistrent des performances hétérogènes. La production manufacturière française se replie de 0,5% en février, pénalisée par un large déclin de la production pharmaceutique et d'automobile. De ce fait, la production française demeure encore en retrait de 3,6% relativement au niveau d'avant-crise. Les chiffres sont également décevants en Allemagne où la production manufacturière stagne alors que les bonnes performances du secteur de la chimie sont compensées par le recul enregistré par les biens d'équipements. La production allemande peine ainsi toujours à retrouver son niveau du T4 2019. Les nouvelles commandes adressées à l'industrie allemande surprennent à la baisse, avec un recul de 2,2% attribuable à une baisse des commandes en provenance de l'étranger.



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	févr.-22	4,9	8,9	-0,9	5,1
AL	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	févr.-22	3,0	0,7	-8,1	3,1
FR	Prod. industrielle	Vol, CVS, GA%	févr.-22	2,4	-1,1	-10,7	5,7
IT	Ventes au détail	Vol, CVS, GA%	févr.-22	2,4	8,9	-6,5	7,5
ES	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	févr.-22	3,0	2,0	-9,5	7,2

*Du 04/04/2022 au 10/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Cette tendance ne devrait pas s'améliorer au cours des mois à venir alors que les indices de climat des affaires désignent une contraction des commandes à l'export en mars. Seule l'Espagne se démarque plus positivement, avec une hausse mensuelle de 1,4% de la production manufacturière, ce qui lui permet de légèrement dépasser son niveau d'avant crise.

La dynamique de la consommation est également décevante. Les ventes au détail enregistrent une progression mensuelle de 0,3% en février, en-dessous des attentes. Malgré deux mois consécutifs de hausse, la croissance trimestrielle des ventes au détail risque d'être négative au premier trimestre, en raison notamment d'un fort effet base lié au recul des ventes au détail en décembre 2021 (-2,7% sur le mois).

Du côté de la politique monétaire, le compte rendu de la réunion de la BCE du 10 mars confirme le tournant restrictif entrepris par le conseil des gouverneurs. De nombreux membres du Conseil ont ainsi fait valoir que le niveau élevé actuel de l'inflation et sa persistance nécessitent de nouvelles mesures immédiates en faveur de la normalisation de la politique monétaire. Dans ce contexte, certains membres ont avancé que les conditions pour un ajustement à la hausse des taux d'intérêt directs de la BCE étaient soit déjà remplies, soit très proches de l'être tandis que d'autres ont insisté sur les incertitudes entourant l'évolution de l'inflation sous-jacente.

Il est vrai que les perspectives salariales demeurent incertaines en Zone euro. Avec un taux de chômage faible et des difficultés de recrutement historiquement élevées, il semblerait que les conditions pour une hausse des rémunérations soient réunies. Toutefois, le ralentissement économique et les incertitudes induits par la crise russo-ukrainienne pourraient repousser un éventuel ajustement. **En**

Allemagne, les négociations salariales des employés du secteur de la chimie et de la pharmacie ont ainsi été repoussées à octobre, en raison de la crise russo-ukrainienne.

Côté politique, le président sortant, Emmanuel Macron, et Marine Le Pen, du parti Rassemblement National, se sont qualifiés pour le second tour de l'élection présidentielle avec 28% et 23% des voix respectivement. Selon les sondages, Emmanuel Macron serait crédité d'une courte majorité au second tour, qui se tiendra le 24 avril. **Au niveau de l'Union Européenne, la Commission européenne a décidé de lancer contre la Hongrie, et son Premier Ministre fraîchement réélu V. Orban, une procédure inédite permettant de suspendre le versement des fonds européens en cas de non-respect de l'Etat de droit.** Cette procédure devrait être longue et pourrait, si la Hongrie ne corrige pas les déficiences relevées, aboutir à une suspension ou une limitation des paiements européens. Les enjeux sont importants pour la Hongrie, qui devrait normalement recevoir près de 7 Mds€ de subventions européennes dans le cadre du plan de relance européen.

La Banque Centrale Russe (CBR) a procédé à une baisse de 300 points de base de son taux directeur, le portant ainsi à 17%. La CBR note que les risques financiers, bien que toujours présents, se sont atténués, notamment en raison des mesures de contrôle de capitaux. La Banque Centrale Russe estime par ailleurs que la réappréciation du rouble devrait permettre de limiter partiellement l'accélération de l'inflation. Dans ce contexte, la CBR estime qu'une baisse du taux directeur permettra de soutenir une activité en contraction tout en préservant des conditions monétaires assez restrictives pour limiter les risques inflationnistes.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Focus Macro : les pays occidentaux renforcent les sanctions

Suite aux récents développements en Ukraine, les pays occidentaux ont annoncé cette semaine une nouvelle série de sanctions à l'encontre de la Russie.

L'Union Européenne a dévoilé un ensemble de sanctions qui repose sur 6 piliers : (1) interdiction d'importations de charbon russe (environ 4 Mds € par an); (2) interdiction totale de transactions visant 4 banques russes dont VTB, 2^{ème} plus grande banque du pays ; (3) interdiction pour les navires russes ou exploités par la Russie d'accéder aux ports de l'UE ; (4) nouvelles interdictions ciblées d'exportations de biens technologiques, pour une valeur de 10 Mds € ; (5) nouvelles interdictions d'importations pour plusieurs produits russes, pour une valeur de 5,5 Mds € ; (6) interdiction pour les entreprises russes de participer aux marchés publics des Etats membres et exclusion de tout soutien financier en faveur d'organismes publics russes.

Du côté des **Etats-Unis**, l'administration Biden a interdit tout nouvel investissement vers la Russie, l'exportation de services vers ce pays et ont également étendu les sanctions financières à la Sberbank (1^{ère} banque russe), l'Alfa Bank (5^{ème} banque russe) ainsi qu'aux membres de la famille de Vladimir Poutine. Par ailleurs, afin de limiter les marges de manœuvre de la Russie et sa capacité à financer la guerre, les Etats-Unis ont interdit au gouvernement russe d'utiliser ses fonds détenus au sein d'institutions financières américaines pour rembourser sa dette et ont également suspendu les échanges d'informations avec les autorités fiscales russes.

De manière similaire, le **Royaume-Uni** a interdit tout nouvel investissement vers la Russie et a également imposé des sanctions financières à l'encontre de la Sberbank, la Credit Bank of Moscow et à 8 oligarques russes. Concernant les échanges commerciaux avec la Russie, le Royaume-Uni a interdit les exportations de biens technologiques ainsi que les importations de produits sidérurgiques russes, et s'est engagé à mettre fin aux importations de charbon et de pétrole d'ici fin 2022 et de gaz « dès que possible ».

Enfin, le **Japon** a lui aussi annoncé mettre fin aux importations de charbon russe, qui représentent 11% de ses importations totales de charbon.

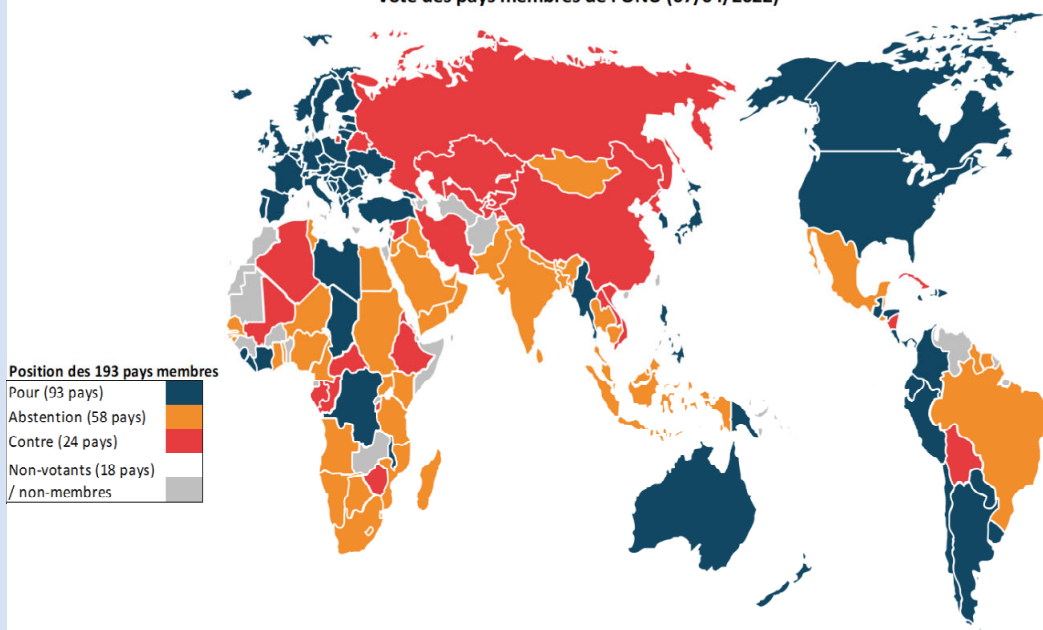
Dans le même temps, l'Assemblée Générale des Nations Unies s'est réunie pour 3^{ème} fois depuis le début du conflit. Contrairement aux résolutions précédentes, qui n'étaient pas contraignantes pour la Russie, ce vote avait pour but d'exclure le pays du Conseil des droits de l'Homme. La résolution a été adoptée par 93 votes pour, 24 votes contre et 58 abstentions (ainsi que 18 non votants). Le texte devait obtenir une majorité des deux-tiers (sans tenir compte des abstentions) pour être adopté. La Russie, la Chine, Cuba, la Corée du Nord, l'Iran, la Syrie, le Vietnam, ont été parmi ceux qui ont voté contre. Le caractère contraignant de cette résolution et la non reconnaissance des abstentions pour la décision finale ont obligé certains Etats-membres à prendre position. La Chine s'est donc alignée sur la Russie, dénonçant une démarche hâtive. **Bien que symbolique, cette suspension accroît l'isolement de la Russie sur la scène internationale.**

Eloïse Girard-Desbois

Assistante Recherche économique



Résolution pour suspendre la Russie du Conseil des droits de l'Homme
Vote des pays membres de l'ONU (07/04/2022)



Source : Covéa Finance, Organisation des Nations Unies

Suivi Macroéconomique

Asie

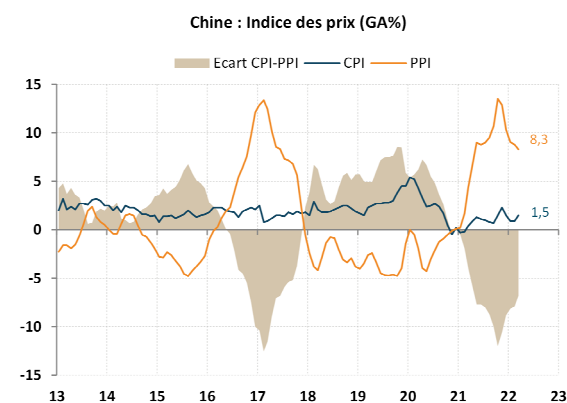
« L'économie chinoise fait face aux pressions sanitaires et inflationnistes »

En Chine, les contaminations au Covid-19 poursuivent leur croissance exponentielle, amenant le gouvernement à renforcer les restrictions. Shanghai (26 millions d'habitants) est particulièrement affectée par la détérioration sanitaire et les autorités ont annoncé l'extension des mesures de confinement à l'ensemble de la population sans annoncer de date pour la fin des restrictions.

La province de Jilin, au nord-est du pays, est également particulièrement touchée par la pandémie alors que la politique « zéro Covid » du gouvernement est mise à rude épreuve par l'arrivée des nouveaux variants plus infectieux.

Les conséquences économiques de cette dégradation sanitaire peuvent également être accentuées par les pressions inflationnistes issues de l'énergie et des matières premières.

L'inflation des prix à la consommation CPI a accéléré pour atteindre 1,5% en mars en glissement annuel (GA) mais reste largement contenue par le prix du porc qui baisse de 41,4% alors que les prix de l'énergie continuent d'accélérer. En particulier, les prix des carburants pour véhicules progressent de 24,1% en GA alors que l'inflation sous-jacente reste inchangée à 1,1%. Du côté des prix à la production, l'inflation PPI poursuit son ralentissement pour un quatrième mois consécutif à 8,3% en GA. Toutefois, cela reflète surtout des effets de base négatifs qui masquent une accélération séquentielle portée par la dynamique des prix de l'énergie et des matières premières. Pour l'heure, ces pressions inflationnistes se cantonnent en amont des chaînes de production et la transmission de la hausse des prix à la production vers les prix à la consommation semble rester modeste. Dans le contexte géopolitique actuel, les prix de l'énergie devraient continuer de tirer l'inflation chinoise à la hausse. Néanmoins, ces pressions pourraient être contenues par le



Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice	mars-22	49,4	44,2	42,1	48,2
CH	Inflation	IPC, NCVS, GA%	mars-22	1,5	0,9	2,5	0,9
	Inflation sous-jacente	IPC, NCVS, GA%	mars-22	1,1	1,1	0,8	0,8

* Du 04/04/2022 au 11/04/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

ralentissement de la demande issu du contexte sanitaire et par de nouvelles interventions attendues des autorités monétaires.

Les salaires japonais enregistrent un deuxième mois consécutif de croissance plutôt robuste en février après l'atonie du T4 2021. La croissance du salaire mensuel moyen par employé a atteint 1,2% en glissement annuel sur le mois alors que le taux de croissance de janvier a été revu à la hausse à 1,1%. En revanche la hausse reste dominée par des éléments temporaires comme les primes et le paiement des heures supplémentaires. La partie fixe des salaires connaît une progression plus modeste à 0,9% en glissement annuel. En outre, d'après l'enquête de la Confédération des organisations professionnelles japonaises, les négociations salariales de printemps ne devraient pas se traduire par une hausse significative des salaires fixes. En effet, étant déjà affectées par la hausse des coûts induite par le contexte international, les entreprises seraient plus réticentes à de fortes hausses des rémunérations. La croissance des salaires ne devrait donc pas, à court terme, se rapprocher des 3% que le gouverneur de la Banque du Japon, H. Kuroda, avait évoqué comme nécessaire pour atteindre la cible d'inflation de 2%.

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.