

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

RédacteursGestion — Recherche

02 mai 2022

Sommaire

des marchés Obligataire

Analyse

Europe Asie

Etats-Unis

Actions Europe

Analyse de l'évolution

Actions Internationales

Focus Cellule de crise

Suivi Macroéconomique p6

Flux et reflux européens

Au premier trimestre de l'année 2022, la collecte sur les fonds et ETF en Europe est négative sur les fonds d'obligations avec plus de 42 Mds€ de sorties et positive sur les fonds actions avec une collecte de 21 Mds€. Un constat étonnant pour un continent qui connaît la guerre à nouveau. Mais un constat qui traduit la même divergence que nous avions déjà notée aux Etats-Unis (voir notre suivi d'il y a 2 semaines) avec 75Mds\$ perdus sur les fonds obligataires et 118Mds\$ gagnés sur les fonds actions américains.

La dynamique mensuelle des flux acte toutefois d'une montée progressive de l'aversion pour le risque : après deux mois de collecte positive, le mois de mars connaît un coup d'arrêt de sa dynamique sur les produits actions (17Mds€ de rachats). Logiquement, ces sorties des valeurs mobilières se concentrent sur les produits exposés aux zones européennes et émergentes. Ainsi, par découpage géographique, on observe une dichotomie franche entre les OPC composés d'actions européennes qui décollectent près de 22Mds€ et les OPC d'actions américaines et internationales qui collectent pour 44Mds€ sur le trimestre. Au sein des fonds d'actions émergentes, la collecte de 5Mds€ est portée par les ETF qui voient des flux entrants importants sur les actions chinoises. En termes de thèmes de gestion, on remarque que 50% de la collecte en «actions monde» sur le trimestre sont des « produits » dont l'orientation de gestion porte sur le climat ou la transition énergétique tandis que les ventes des OPC d'actions européennes se sont concentrées sur les supports à thématique «actions croissance» sensibles à la hausse des taux à travers leur niveau élevé de valorisation. Enfin, l'attrait pour les fonds indiciels cotés se poursuit irrémédiablement : les ETF enregistrent des souscriptions nettes de 29Mds€ sur ce trimestre permettant de compenser les sorties des OPC de gestion active.

En opposition avec le monde actions, les fonds et ETF obligataires décollectent pour plus de 42Mds€ sur les 3 premiers mois de l'année. On note par ailleurs une hiérarchie de décollecte en lien avec celle du risque. Ainsi, les fonds de dettes émergentes et de dettes haut rendement composent plus de la moitié des sorties. Par répartition géographique, la tendance est homogène avec la quasi totalité des zones qui voient des flux sortants. Seule exception, les ETF d'obligations américaines rencontrent un regain d'intérêt des investisseurs, suscité par la remontée des rendements de la dette souveraine aux Etats-Unis. Comme sur les actions, l'engouement pour les fonds indiciels cotés se poursuit sur les produits de taux d'intérêt avec 6Mds€ de souscription d'ETF alors que dans le même temps les fonds actifs obligataires subissent 48Mds€ de rachats.

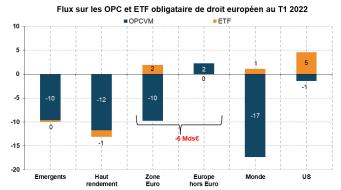
En somme, des deux côtés de l'Atlantique, nous observons des sorties massives sur les produits obligataires au premier trimestre concomitantes à la fois aux perspectives d'arrêt des politiques monétaires extraordinaires et à la remontée des courbes de taux, et à la tension sur les primes de crédit des émetteurs privés. Inversement sur les marchés de valeurs mobilières, les investisseurs semblent vouloir prendre des positions acheteuses dans le cadre de la baisse des indices avec une préférence des investisseurs américains pour leur marché national et une orientation « monde » pour les investisseurs européens.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine



Sources: Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance





Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

La semaine écoulée se caractérise de nouveau par une forte volatilité : en début de semaine, l'aversion au risque a dominé, portée par les nouvelles mesures de confinement en Chine. Les taux ont donc baissé sur l'ensemble des marchés, le taux 10 ans américain revenant à 1.72% et le 10 ans français à 1.26%. Par la suite, le mouvement s'est inversé, le risque inflationniste reprenant le dessus, notamment avec les discussions d'un 6ème train de sanctions européennes pouvant aboutir à un embargo partiel sur le pétrole russe. A cela s'ajoute l'imminence de la prochaine réunion de la Réserve Fédérale américaine (4 Mai), dont le marché, au-delà de la probable hausse des taux directeurs de 50 pbs, attend les informations sur les modalités de la réduction de son bilan. Ainsi, le taux à 10 ans retrouve son niveau de début de semaine à 2,90%, avec un écart entre les taux 10 ans et 2 ans qui se réduit à 18 pbs. En zone euro, le taux à 10 ans de l'Allemagne est en légère baisse à 0.94% tandis que ceux de la France et de l'Italie sont en hausse de 4 pb et 10 pbs respectivement à 1,46% et à 2,77%. L'écart entre le taux 10 ans italien et le taux 10 ans allemand est à présent à 181 pbs, au plus haut depuis Juin 2020. Dans ce contexte, l'euro baisse significativement sur la semaine, à 1.0472% au plus bas, et clôture à 1.0543.

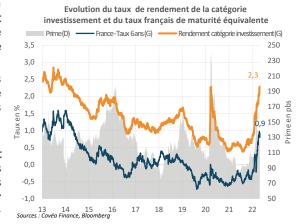
Sur le marché du crédit, on constate un mouvement d'écartement des primes de risque dans ce contexte d'aversion pour le risque. D'ailleurs, le marché primaire marque le pas avec des nouvelles émissions qui restent en retrait de 32% par rapport aux volumes de 2021 à la même période. Sur la semaine, deux émetteurs ont animé le marché primaire, Kering et Philips. Ces émissions ont rencontré une demande conséquente, limitant la prime d'émissions offertes.

Le Focus de la semaine : Le marché européen du crédit catégorie investissement

Le marché européen du crédit catégorie investissement se caractérise par un gisement de 4.425 émetteurs. Sa taille et sa maturité moyenne s'élèvent respectivement à 2 992 Mds€ et 6.2 ans. Ce marché a connu, depuis le début de l'année, un net réajustement. Le rendement s'est accru de +153 pb à 2.27%, de manière relativement linéaire sur la période.

Une partie du mouvement résulte de la remontée des taux. Les taux souverains sont en hausse de +111 pb en Europe, sur une maturité équivalente. Cela résulte du durcissement de ton des banques centrales et de la persistance de pressions inflationnistes élevées, renforcées par le conflit en Ukraine.

La prime de risque est la seconde composante dans l'évolution des rendements. Elle a évolué en deux temps. Le début d'année est marqué par un mouvement d'écartement de 61 pb, portant celles-ci à 158 pb. Depuis le 8 mars, les primes de risque se stabilisent autour de 152 pb à la faveur de résultats d'entreprises positifs. En comparant le niveau actuel des primes de risque avec la moyenne sur 10 ans, on constate que le marché européen se trouve 27 pb au-dessus de celle-ci.



Le marché européen du crédit catégorie investissement offre une rémunération équivalente à celles observées lors de la crise sanitaire de 2020 ou avant 2015. La hausse des taux pour les émetteurs les mieux notés, davantage sensibles à l'évolution des taux d'intérêt qu'à celle des primes de risques, a été très significative.

Les émetteurs aux notations les plus dégradées dans la catégorie investissement, c'est-à-dire aux ratios d'endettement les plus élevés et donc les plus sensibles à la hausse des taux, seront à surveiller attentivement dans les prochains mois en raison de l'impact des pressions inflationnistes persistantes sur leurs marges.





Marchés Obligataires			Niveaux					Variatio	ns (en pbs)			Pe	nte* ((en pbs)	
Walthes Obligatailes	29/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7		17/03/22	31/12/21	sur 12 n	nois	2y - 1	0y	10y - 3	30y
			Taux directeu	ırs				Variatio	ns (en pbs)						
Réserve Fédérale Américaine	0,50	0,50	0,50	0,25	0,25	0,00	\Rightarrow	0,00 🔷	0,25	0,25	1				
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	\Rightarrow	0,00 中	0,00 =	0,00	\Rightarrow				
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	\Rightarrow	0,00 中	0,00	0,00	\Rightarrow				
Banque d'Angleterre	0,75	0,75	0,75	0,25	0,10	0,00	\Rightarrow	0,00 中	0,50	0,65	1				
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	\Rightarrow	0,00 中	0,00 片	0,00	\Rightarrow				
	Taux 10 ans				Variations (en pbs)						Pente* (en pbs)				
Etats-Unis	2,93	2,90	2,17	1,51	1,63	3	1	76 👚	142 1	130	1	22	1	6	1
Allemagne	0,94	0,97	0,39	-0,18	-0,19	-3	1	55 👚	112	113	1	68	Φ	15	1
France	1,46	1,42	0,84	0,20	0,16	4	1	62	126 1	130	1	121	1	44	1
Italie	2,77	2,67	1,90	1,17	0,91	10	1	87 👚	160 1	186	1	205	1	45	1
Royaume-Uni	1,91	1,96	1,57	0,97	0,84	-6	1	34 👚	93 1	106	1	33	1	13	1
Japon	0,23	0,25	0,21	0,07	0,10	-2	1	2	16 1	13	1	28	1	74	1
	Crédit			Variations (en pbs)											
Indice Itraxx Main	90,2	81,9	70,2	47,8	50,2	8,3	1	20,0 👚	42,4	40,0	1				
Indice Itraxx Crossover	427,7	387,5	334,3	241,7	249,3	40,2	1	93,3 👚	185,9	178,4	1				

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



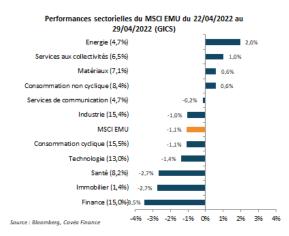


Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens (indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) terminent le mois d'avril sur une note baissière avec un recul de -1.1% sur la semaine écoulée. Les politiques monétaires restent au centre de l'actualité tout comme les tensions géopolitiques illustrées notamment par l'interruption de l'approvisionnement en gaz de la Russie vers la Pologne et la Bulgarie.

D'un point de vue sectoriel, nous constatons une surperformance des segments positivement impactés par les hausses des matières premières, notamment le baril de pétrole (référence Brent +2.7% sur la semaine) qui permet au secteur de l'énergie d'accroître son avance depuis le début de l'année (+9.5%). On observe une tendance comparable pour les services aux collectivités (+1%) qui bénéficient de la thématique liée aux enjeux de souveraineté énergétique. A l'inverse, le secteur financier subit des prises de bénéfices (-0.8%), reflet des inquiétudes sur la croissance mais surtout dans le sillage de publications de résultats mitigées. Nous citerons par exemple Deutsche Bank qui doit revoir à la baisse ses anticipations pour l'année suite au conflit russo-ukrainien et affiche



donc une baisse de 12.7% sur la semaine. Notons d'ailleurs que de manière générale les performances sur la semaine sont à mettre en lien avec le nombre important de publications de résultats trimestriels pour les entreprises européennes. Enfin, depuis le début de l'année, la thématique liée au secteur stratégique de la défense continue de surperformer l'ensemble des marchés, les performances de Dassault Aviation (+68.6%) et de Thalès (+63.1%) en témoignent.

Le Focus de la semaine : la recherche d'un contenu local ; enjeu prioritaire et légal dans le contexte concurrentiel des plateformes digitales

Le groupe Netflix a récemment annoncé une baisse de sa base d'abonnés, une première depuis 10 ans. L'une des raisons invoquées concerne une intensification du paysage concurrentiel. En effet, le groupe leader et précurseur sur le secteur a vu l'arrivée d'acteurs d'envergure à l'image de Disney+, HBO Max ou Amazon Prime Vidéo, mais également les acteurs financés par la publicité (« aVOD ») tels que YouTube ou Facebook.

Dans cette guerre au nombre d'abonnés, la durée de vie d'un abonnement est fortement corrélée au renouvellement du catalogue de programmes, avec un cycle d'investissement orienté vers une offre « premium » et exclusive. Dans ce contexte, la France a récemment retranscrit une directive européenne à l'échelle locale, contraignant les plateformes digitales à investir a minima 20% de leur chiffre d'affaires en France dans des productions locales, et pour 2/3 à destination des studios indépendants. Les studios de production français ont donc vu la visibilité de leur carnet de commandes s'améliorer au cours des derniers trimestres, sachant qu'un cycle complet de production est relativement long (3 à 5 ans). Les anciens contenus sont également remis au goût du jour, avec une obligation additionnelle pour les plateformes digitales de proposer 30% de contenu d'origine européenne. Cette demande incrémentale s'ajoute à la demande historique des chaînes traditionnelles qui doivent continuer à investir pour rester compétitives.

Le secteur audiovisuel français connaît donc un regain d'attractivité. En effet, l'amélioration de la visibilité offre à ces acteurs un profil de croissance durable et qualitative dans un environnement d'adaptation aux nouveaux enjeux de consommation conforme à la thématique déclinée dans nos Perspectives Economiques et Financières. Plus globalement, cette mutation sectorielle s'inscrit également dans les spécificités de certains labels comme le label France Relance, afin de financer ces sociétés pour qu'elles deviennent des acteurs majeurs, tout en se développant hors de France.

En effet, cette tendance aboutit à l'émergence de leaders locaux, voir continentaux. Les profils sont hétérogènes. D'un côté, les nouveaux entrants, au profil de consolidateur tel Mediawan, acteur de référence dans la production indépendante européenne et soutenu par le fonds de capital investissement KKR et retiré de la cote parisienne en 2020. De l'autre, des acteurs de niche dotés d'une forte expertise technologique (2D/3D). On citera Xilam Animation, acteur français coté, spécialisé dans le domaine de l'animation, et encore majoritairement détenu par son fondateur.



Gérant OPC Actions Europe



Anti		Niveaux						Variation (en %)							
Actions Europe	29/04/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	7	dernie	er pef	31/12	2/21	sur 12	mois		
MSCI EMU	136,3	137,7	138,8	154,1	142,6	-1,1	₽	-1,8	1	-11,5	<u></u>	-4,4	1		
MSCI EMU Mid Cap	982	989	985	1 094	1 025	-0,8	1	-0,4	1	-10,3	1	-4,2	₽		
MSCI EMU Small Cap	417,6	434,0	443,3	487,4	490,6	-3,8	1	-5,8	1	-14,3	1	-14,9	1		
MSCI Europe	150,5	151,3	150,4	161,7	145,2	-0,6	1	0,1	1	-6,9	Φ	3,7	1		
France CAC40	6 534	6 581	6 613	7 153	6 303	-0,7	1	-1,2	1	-8,7	1	3,7	1		
Allemagne DAX30	5 905	5 935	6 058	6 696	6 490	-0,51	1	-2,5	4	-11,8	1	-9,0	1		
Italie MIB	24 252	24 280	24 124	27 445	24 278	-0,1	1	0,5	1	-11,6	1	-0,1	1		
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 545	7 5 2 2	7 385	7 385	6 961	0,3	1	2,2	1	2,2	1	8,4	1		
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 995	8 943	8 756	8 777	8 009	0,6	1	2,7	1	2,5	1	12,3	1		

Sources : Bloomberg Covéa Finance







Actions Internationales : le regard du gérant

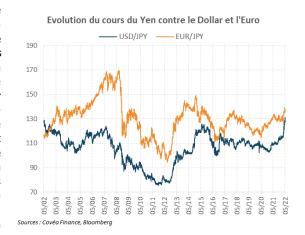
L'analyse des marchés :

En **Asie**, les marchés ont évolué de façon contrastée. Hong Kong est le marché le plus performant, tiré par les plateformes Internet et le secteur des communications. Pour tenter de pallier au ralentissement de croissance, le gouvernement chinois a multiplié les annonces: 1/ relâchement de la pression sur les plateformes de e-commerce, 2/ lancement d'un système de pension individuelle avec un maximum de contribution annuelle équivalent à \$1800 par personne (12 000 CNY), 3/ intention d'augmenter les dépenses en infrastructures et 4/ suppression des tarifs douaniers sur les importations de charbon afin d'augmenter les approvisionnements. Sur les principales autres places, le Japon et la Corée du Sud poursuivent leur repli, impactés par les secteurs de l'énergie et de la finance.

Aux **Etats Unis**, la semaine se termine sur une nouvelle baisse des indices boursiers. Cette baisse clôt un mois marqué par un recul de près de 10% de l'indice S&P500, au cours duquel les valeurs de technologie et de services de communication ont été particulièrement affectées. Les publications de résultats trimestriels n'ont pas permis d'inverser une tendance profondément impactée par la guerre en Ukraine et les confinements en Chine. C'est d'ailleurs une constante dans les perspectives qui sont annoncées par des entreprises telles que Texas Instruments, Intel ou encore Apple : la visibilité sur les prochains trimestres est faible, eu égard, soit au manque de disponibilité de produits intermédiaires, soit à la fermeture d'une partie du marché chinois. La problématique d'inflation continue également de se diffuser, en témoigne cette fois-ci les résultats de Caterpillar, qui malgré une hausse de 5% de ses prix, n'arrive pas à compenser des coûts en très forte progression. Dans ce contexte, Elon Musk (CEO de Tesla) continue d'avancer à contre tendance, annonçant vouloir acquérir Twitter pour un montant record de \$44 milliards, avec la volonté d'en faire la plateforme d'expression la plus libre possible. Les détails restent maigres pour l'instant sur le financement ; en partie sur sa fortune personnelle via la cession récente de 8 milliards d'actions Tesla, en partie grâce à des financements bancaires sécurisées par des titres Tesla ? Si l'opération va à son terme, il sera intéressant de suivre la structure réelle du montage financier, tant les équilibres nous paraissent incertains.

Le Focus de la semaine : Baisse du yen : un mouvement historique

La dépréciation récente du yen est passée quasiment inaperçue dans un contexte où les inquiétudes des investisseurs sont nombreuses. La baisse de la devise nipponne, au plus bas niveau depuis 20 ans face au dollar américain, s'explique par une politique monétaire à contre-courant des autres grandes banques centrales. Au Japon, l'inflation est encore faible et principalement importée. La banque centrale japonaise a confirmé en milieu de semaine dernière sa volonté de rester très accommodante. En parallèle, le politique commence à s'inquiéter de la situation, en témoigne les discussions qui se sont tenues entre le ministre des finances japonais et Janet Yellen. Une baisse supplémentaire de la devise pourrait en effet pénaliser fortement les entreprises japonaises mais également les ménages. Couplée à une envolée des prix de l'énergie, que le Japon importe en quasi-totalité, la baisse du yen peut avoir des conséquences néfastes sur la trajectoire de l'économie. Il s'agira de surveiller désormais les mesures prises pour freiner la déroute de la devise, qui longtemps avait été interprétée comme positive, bénéficiant notamment aux grandes valeurs exportatrices. A ce titre, il est intéressant de noter que l'enquête menée par l'institut Tokyo Shoko Research montre que 30% des entreprises interrogées déclarent la faiblesse pénalisante



(vs 60% neutre et 5% favorable). Par ailleurs, nous notons que dans le cadre des publications de résultats en cours, en moyenne les sociétés continuent d'envisager une parité loin des niveaux actuels (Canon 120 yens contre dollar, Disco 115 yens contre dollar).

Kenn Gagnon *Gérant Actions Asie*



			Niveaux								Vari	atio	ns (en %	5)						
Actions Internationales								en	devis	e locale						eı	n€			
Actions internationales	29/04/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	J-7	7	17/03	/2022	31/12/21	sur 1	.2	J-7		17/03/2	2022	31/12	/21	sur	12
		* '		01, 11, 11				, , , ,			moi	S						<u></u>	mo	is
Etats-Unis - S&P500	4 132	4 272	4 412	4 766	4 211	-3,3	1	-6,3	1	-13,3 堤	-1,9	1	-1,0 🔻	}	-1,5	1	-6,5	1	12,8	1
Etats-Unis - Dow Jones	32 977	33 811	34 481	36 338	34 060	-2,5	1	-4,4	1	-9,2 堤	-3,2	1	-0,2	}	0,6	1	-2,1	1	11,3	1
Etats-Unis - Nasdaq	12 335	12 839	13 615	15 645	14 083	-3,9	1	-9,4	1	-21,2 堤	-12,4	1	-1,7	ļ	-4,7	1	-15,0	1	0,7	1
Japon Nikkei 300	403	405	401	420	403	-0,6	1	0,4	1	-4,1 堤	0,0	\Rightarrow	0,7 1		-3,5	1	-8,3	1	-3,6	₽.
Corée du Sud KOSPI	2 695	2 705	2 695	2 993	2 680	-0,4	1	0,0	1	-10,0 堤	0,5	1	0,8 1	î	0,8	1	-8,7	1	1,7	1
Chine - Shanghaï	3 047	3 047	3 224	3 640	3 047	0,0	\Rightarrow	-5,5	1	-16,3 堤	0,0	\Rightarrow	0,7 1		-4,4	1	-13,2	1	12,6	1
Hong Kong Hang Seng	21 089	20 639	19 532	23 398	29 303	2,2	1	8,0	1	-9,9 堤	-28,0	1	5,0 1	1	13,1	1	-3,5	₽.	-18,2	1
Marchés Emergents - MSCI	1 076	1 076	1 121	1 232	1 365	0,1	1	-4,0	1	-12,6 堤	-21,1	1	2,4 1	ì	1,0	1	-5,8	4	-9,3	1

Sources : Bloomberg, Covéa Finance





Le regard de l'analyste

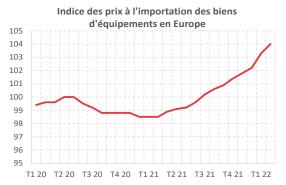
Le secteur des biens d'équipements à l'heure du conflit russo-ukrainien

Une définition communément admise du secteur des biens d'équipements est celui qui regroupe les sociétés produisant des biens durables servant à produire d'autres biens. On y retrouve les industries suivantes : l'aérospatiale et la défense, les produits pour l'industrie du bâtiment, la construction et l'ingénierie, les équipements électriques, les conglomérats industriels, les machines (industrielles, agricoles et de construction), les distributeurs d'équipements et de produits industriels.

L'exposition à la Russie et à l'Ukraine du secteur européen des biens d'équipements se limitait à 2% de son chiffre d'affaires en 2021. Les sociétés d'équipements miniers avaient la plus forte exposition, comprise entre 5% et 10% de leur chiffre d'affaires. A titre d'exemple, Metso Outotec, un groupe industriel finlandais spécialisé dans les équipements industriels pour les secteurs des mines et de la construction, réalisait 10% de ses ventes en Russie en 2021. A l'opposé, Nordex, un fabricant allemand d'éoliennes, n'avait aucune exposition.

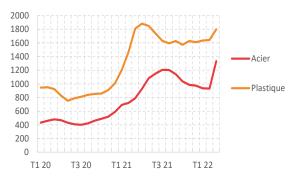
Même si le conflit russo-ukrainien a un effet limité sur les ventes du secteur des biens d'équipements, il a créé des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement et a conduit à la hausse du coût de l'énergie, des matières premières et de certains intrants. En particulier, le secteur a été affecté par l'augmentation du prix de l'acier, du plastique et de certains composants électroniques. Par exemple, le prix de l'acier en Europe a augmenté de près de 50% depuis le début du conflit.

Plusieurs sociétés du secteur ont déjà fait des avertissements sur leurs résultats soulignant la hausse de leurs coûts et leurs problèmes d'approvisionnement. Par exemple, la guerre en Ukraine a affecté Palfinger, société autrichienne spécialisée dans les grues hydrauliques auxiliaires pour camions et matériels mobiles, en raison de son volume d'activité en Russie (représentant 6% de son chiffre d'affaires), d'une hausse importante de ses coûts, et d'une chaîne d'approvisionnement perturbée. Kion, fabricant allemand de chariots élévateurs, a aussi revu ses résultats pour l'exercice 2022 à la baisse en raison des goulots d'étranglement sur les marchés d'approvisionnement qui devraient durer plus longtemps que prévu et de la forte augmentation des coûts des matériaux et de la logistique.



Source: Covéa Finance, Eurostat. Index, 2015=100. 27 pays de l'Union Européenne, données non-ajustées.

Evolution du prix de l'acier et du plastique



Source: Covéa Finance, Bloomberg. Unite: €/tonne metrique. North Europe Steel Hot Rolled Coil (HRC) Spot Ex-Works., Polypropylene Western Europe.

Le conflit russo-ukrainien a mis à jour la nécessité pour l'Europe de réduire sa dépendance au gaz russe. Le conflit devrait donc accélérer les mesures visant à renforcer l'efficacité énergétique, l'adoption des énergies renouvelables et l'électrification, ce qui pourrait soutenir les producteurs d'équipements électriques. Les secteurs de la construction et des produits pour l'industrie du bâtiment pourraient aussi bénéficier des mesures d'efficacité énergétique dans le bâtiment, premier consommateur d'énergie. Enfin, la transition environnementale et la transformation numérique présentent des opportunités pour les machines industrielles et les équipements miniers.

Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Olivier Berthet

Analyste financier et extra financier





Suivi Macroéconomique Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La dégradation de la balance commerciale a grevé la croissance du PIB au T1 »

Le Produit Intérieur Brut américain s'est contracté de -0,4% en glissement trimestriel au premier trimestre 2022 sous l'effet d'une forte dégradation de la balance commerciale. Les importations, qui viennent se soustraire au PIB, enregistrent en effet une hausse de 4,2% sur le trimestre, tandis que les exportations reculaient de 1,5%. La vigueur des importations témoigne de la bonne tenue de la demande domestique américaine, à l'image des dépenses de consommation qui maintiennent une dynamique haussière (+0,7% en glissement trimestriel) en dépit de la montée des prix. On relève sur le trimestre que la consommation n'est plus tirée par les dépenses de biens, qui stagnent sur le trimestre, mais par les services (+1,1%), dans un mouvement illustrant la levée progressive des restrictions sanitaires pour des secteurs tels que le tourisme ou les loisirs. Par ailleurs, les dépenses d'investissement des

Etats-Unis: Contribution à la croissance trimestrielle (Volume, AVS) 1,0 ■ Importations 0.5 ■ Exportations **■** Stocks 0,0 ■ Investissement non -0,4 -0,5 Résidentiel ■ Investissement -1,0 Dépenses Publiques -1,5 ■ Consommation T122

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Ventes logements neufs	Milliers d'unités	mars-22	763	835	828	774
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	avr22	107,3	107,6	101,0	112,7
Conf. des consommateurs - Michigan	Indice	avr22	65,2	59,4	81,5	77,6
Revenu disponible	Vol, CVS, GA%	mars-22	-19,9	-1,2	6,2	2,2
Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	mars-22	2,3	6,8	-3,8	7,9
PIB	Vol, CVS, GA%	T1 22	3,6	5,5	-3,4	5,7

*Du 25/04/2022 au 01/05/2022

Sources: BEA, Covéa Finance

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

entreprises ont accéléré (+2,2% sur le trimestre, après 0,7% au T4 2021) en lien avec une forte hausse des dépenses en équipements (informatiques et industriels) et une poursuite de la dynamique positive des dépenses liées à la propriété intellectuelle (respectivement +3,6% et +2% sur le trimestre). Le mouvement de restockage s'est poursuivi à un rythme soutenu, bien qu'inférieur au trimestre précédent (+159 Mds\$, après 193 Mds\$). Cette moindre progression induit une contribution négative des stocks à la croissance trimestrielle. L'investissement résidentiel, qui constitue une faiblesse potentielle pour la croissance en 2022 en raison de l'impact de la remontée récente des taux immobiliers, a maintenu une progression modeste au T1 (+0,5% sur le trimestre). Les dépenses publiques (consommation et investissement) enregistrent un repli similaire au trimestre précédent (-0,7% en glissement trimestriel). Au final, la demande domestique privée (consommation des ménages et investissement) affiche une progression de 0,9% sur le trimestre, la plus forte depuis le T2 2021, ce qui conduit à nuancer la contraction du PIB sur ce début d'année.

Les pressions salariales liées aux tensions sur le marché du travail se sont encore renforcées au T1 2022. L'indice de coût du travail ECI a enregistré une hausse de 1,4% en glissement trimestriel, la plus forte progression trimestrielle depuis 1989. En rythme annuel, l'indice affiche une croissance de 4,5%, après 3,9% au T4 21. Cet indicateur, qui adopte des poids fixes pour les secteurs d'activité, présente l'avantage de ne pas être biaisé par les effets de composition de l'emploi, consécutifs à la fermeture de pans entiers de l'économie (les secteurs à faible rémunération ont licencié massivement au début de la pandémie, ce qui a induit une hausse des indicateurs de salaires moyens). Le dynamisme de l'ECI au T1 reflète une accélération à la fois des salaires (+1,2%) et des primes et

avantages (+1,8%). Cette publication confirme le risque d'emballement de la boucle prix-salaires et devrait conforter la Fed dans son approche plus agressive du resserrement monétaire. Une hausse de 50 points de base du taux directeur est attendue lors de la réunion du 4 mai.

Les prix des dépenses personnelles de consommation ont maintenu une dynamique haussière en mars (+0,9% en glissement mensuel) et affichent une croissance annuelle de 6,6%, après 6,3% en février. Des signaux de détente se manifestent toutefois sur l'indice hors énergie et alimentation, avec une hausse mensuelle de 0,3% et une croissance annuelle en décélération à 5,2%, après 5,3% en février. Il s'agit de la première baisse du rythme annuel depuis fin 2020, les effets de base jouant désormais plus favorablement (l'accélération des prix sous-jacents avait débuté en mars 2021). Du côté des dépenses, la dynamique est restée positive malgré la hausse des prix. La consommation progresse de 0,2% en glissement mensuel en volume (+1,1% en valeur) en lien avec une poursuite des progrès du côté des services (+0,6% sur le mois), tandis que le ralentissement des dépenses en biens durables se confirme (-0,9% sur le mois). Le revenu disponible, bien qu'en progression en valeur, s'inscrit en recul en volume et le taux d'épargne se réduit à 6,2% du revenu disponible, après 6,8% en février.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



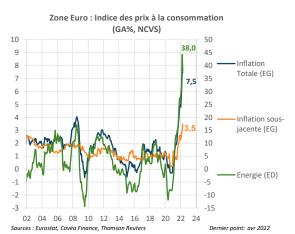


Suivi Macroéconomique

Europe

« La croissance ralentit alors que les tensions inflationnistes se diffusent »

L'activité en zone euro ralentit à 0,2% au T1 2022 après 0,3% au T4 2021. Sur ce trimestre, la consommation aura été mise à rude épreuve avec la vague Omicron en début d'année et l'accélération de l'inflation qui pénalise le pouvoir d'achat des ménages. En France, l'activité stagne et la baisse de la consommation des ménages est atténuée par la contribution positive du commerce extérieur et la constitution de stocks. L'Allemagne quant à elle évite la récession (le PIB progresse de 0,2% après un recul de 0,7% le trimestre précédent) grâce au dynamisme de l'investissement mais l'activité reste en deçà de son niveau d'avant-crise. Le PIB progresse de 0,3% en Espagne, tiré par le commerce et l'investissement alors que la consommation est toujours en retrait. En Italie, l'activité se contracte de −0,2% par rapport au trimestre précédent, pénalisée par le recul de la valeur ajoutée du secteur des services alors que l'industrie stagne.



Inc	dicateurs de la semain	e*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
	Prêts aux Entreprises	Val, CVS, GA%	mars-22	4,2	4,5	7,1	4,3
ZE	Inflation	IPCH, NCVS, GA%	avr22	7,5	7,4	0,3	2,6
ZE	Inflation sous-jacente	IPCH, NCVS, GA%	avr22	3,5	3,0	0,7	1,5
	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 22	5,0	4,7	-6,5	5,4
AL	IFO - perspectives de prod. à 6 mois	Indice	avr22	83,9	82,2	92,5	100,1
AL	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 22	3,7	1,8	-4,9	2,9
FR	Dépenses de consommation	Vol, CVS, GA%	mars-22	-2,4	-2,3	-3,9	2,7
ГK	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 22	5,3	5,5	-8,0	7,0
IT	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 22	5,8	6,2	-9,1	6,6
ES	PIB	Vol, CVS, GA%	T1 22	6,4	5,5	-10,8	5,1

*Du 25/04/2022 au 01/05/2022 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Alors que la croissance ralentit, l'inflation, elle, reste très élevée. En avril, la croissance annuelle des prix à la consommation atteint ainsi 7,5% (contre 7,4% le mois précédent) en Zone euro. Malgré une décélération liée à des mesures budgétaires et une stabilisation du prix du pétrole, la hausse des prix de l'énergie continue d'expliquer l'essentiel de l'inflation (près de 50% du total). Les prix de l'alimentation poursuivent quant à eux leur accélération dans un contexte de problème d'approvisionnement grandissant et contribuent à hauteur de 20% à la dynamique des prix. La diffusion des tensions inflationnistes au reste de l'économie est de plus en plus patente. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation atteint 3,5% (contre 2,9% le mois précédent), tirée par une accélération des prix des services comme des biens industriels. Par pays, l'inflation accélère légèrement en Allemagne (7,8%, +0,2 point de pourcentage) et en France (5,4, +0,3 point) mais recule en Italie (6,6%, -0,2 point) et en Espagne (8,3%, -1,5 point). La décélération de l'inflation en Europe du Sud apparaît essentiellement attribuable aux prix de l'énergie et masque une diffusion des tensions inflationnistes. Les indices nationaux d'inflation indiquent ainsi une nette accélération de l'inflation sous-jacente au sein des deux pays. Le mois prochain, un accord donné à l'Espagne et au Portugal par la Commission Européenne va permettre aux deux pays de limiter fortement le prix du gaz et du charbon pour les centrales électriques, ce qui devrait entraîner une décélération de l'inflation en mai.

Malgré la détérioration des conditions économiques, le flux mensuel des prêts aux entreprises reste dynamique au mois de mars en zone Euro. Relativement au mois précédent, les prêts aux entreprises enregistrent une hausse de plus 30 Mds€. La hausse de la demande traduit toutefois, pour partie, une augmentation des besoins de financement à court terme, illustrée par la forte hausse des prêts dont l'échéance est inférieure à un an. L'enquête trimestrielle sur les conditions de crédits de la BCE rapportait par ailleurs une augmentation des besoins en fonds de roulement en raison des goulets d'étranglement, de la hausse du coût des intrants et de la constitution des stocks de précaution. Au cours du trimestre à venir, les banques attendent un durcissement des conditions de prêts aux entreprises, qui se reflète déjà en partie dans l'augmentation des

coûts de financement des banques de la Zone euro en février. Du côté des ménages, la croissance des prêts immobiliers reste encore robuste en dépit d'un début de légère augmentation des taux d'intérêt débiteurs.

En Russie, la Banque centrale (CBR) a procédé, le 29 avril, à une nouvelle baisse de son taux directeur de 300 points de base, le portant ainsi à 14%. La CBR note que les risques financiers, bien que toujours présents, se sont encore atténués. La Banque centrale souligne par ailleurs le ralentissement des pressions inflationnistes au cours des dernières semaines, fruit de l'appréciation du rouble et d'une réduction de la demande des ménages. Les incertitudes sur l'évolution demeurent toutefois importantes, notamment en raison des restrictions sur les importations. La CBR a également présenté ses projections macroéconomiques. Elle anticipe, pour 2022, une contraction de 8 à 10% de l'économie et une inflation annuelle moyenne comprise entre 18 et 21%. Enfin, la CBR estime pouvoir poursuivre la baisse de son taux directeur au cours des prochaines réunions.

Pierre Bossuet

Economiste Zone Europe



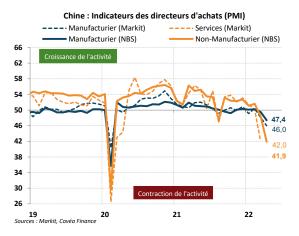


Suivi Macroéconomique

Asie

« Les autorités chinoises et japonaises renforcent leur soutien à l'activité »

L'activité économique chinoise recule nettement face à la pandémie. Les PMI manufacturier (47,4) et surtout non-manufacturier (41,9) du Bureau national des statistiques (NBS) ont connu une baisse marquée et généralisée en avril alors que la plupart des souscomposantes des indices (que ce soit au niveau de la production ou de la demande) atteignent leur plus bas niveau depuis le pic initial de



In	dicateurs de la semaine	*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
	Taux de chômage	% de la pop. act.	mars-22	2,6	2,7	2,8	2,8
JP	Ventes au détail	Val, NCVS, GA%	mars-22	1,0	-0,9	1,0	2,7
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	mars-22	-0,8	0,5	-10,6	5,6
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	avr22	41,9	48,4	52,6	52,9
Сп	PMI Manufacturier Indice		avr22	47,4	49,5	49,9	50,5

*Du 25/04/2022 au 01/05/2022

l'épidémie en février 2020. En particulier, le fort allongement des délais de livraison reflète le poids des perturbations sanitaires sur les chaînes d'approvisionnement. Les pressions sur les prix restent également très importantes, bien qu'en ralentissement par rapport au mois précédent. Sur le plan sanitaire, la situation serait en voie d'amélioration à Shanghai avec 6 des 16 districts ayant atteint le statut « zéro Covid » d'après les autorités, mais les restrictions se renforcent progressivement à Pékin avec notamment la fermeture temporaire des restaurants.

Dans ce contexte de perturbations sanitaires et géopolitiques, les dirigeants du Parti communiste chinois (PCC) maintiennent la cible de croissance du PIB à 5,5% en 2022. Les conclusions de la réunion du bureau politique du PCC (Politburo) du 29 avril indiquent que les autorités sont prêtes à accélérer la mise en place des politiques économiques de soutiens à l'activité annoncées en mars (2 500 Mds de yuan de réductions d'impôt et 3 650 Mds de yuan d'émissions d'obligations des gouvernements locaux) et à renforcer ces mesures pour compenser les effets des chocs baissiers et atteindre les objectifs économiques et de développement social du pays. Les dirigeants ont principalement mis l'accent sur les investissements dans les infrastructures et le soutien des secteurs les plus affectés par la crise sanitaire tels que les services mais aussi les transports et la logistique afin de réduire les perturbations sur les chaînes de valeurs. Les dirigeants se sont également engagés au maintien d'une politique « zéro Covid dynamique» ainsi qu'un soutien au marché de l'immobilier.

En parallèle, la Banque populaire de Chine (PBoC) a annoncé une baisse du ratio de réserves obligatoires des dépôts bancaires en devises étrangères. Après avoir augmenté ce ratio de 5 à 7% en juin, puis de 7 à

9% en décembre 2021, face à l'appréciation du Yuan, la PBoC a annoncé une baisse de 9 à 8% qui sera effective à compter du 15 mai dans un contexte de dépréciation rapide de la devise chinoise. Cette dernière est en effet affectée par les conséquences économiques de la crise sanitaire et par l'évolution de l'écart de taux souverains avec les Etats-Unis. Cet assouplissement monétaire permet donc à la fois d'injecter de la liquidité en devises étrangères dans l'économie chinoise et de limiter la dépréciation du Yuan. En outre, la PBoC a réaffirmé qu'elle intensifierait son soutien à l'économie face à la menace sanitaire, en particulier aux petites entreprises et à certains secteurs ciblés tels que la

La Banque du Japon (BoJ) maintient sa politique et ses orientations prospectives inchangées mais apporte plus de clarté sur ses récentes opérations d'achats d'actifs. Le communiqué précise que, dans le cadre de sa politique de contrôle des taux souverains, la BoJ se proposera d'acheter des bons du trésor (JGB) à 10 ans à 0,25 % chaque jour ouvrable. Si la courbe de taux est déformée par ces opérations, la BoJ pourra éventuellement intervenir sur d'autres maturités. Par cette clarification, la banque centrale réaffirme le maintien d'une politique d'assouplissement monétaire d'envergure, à contre-courant de la tendance internationale, et cherche ainsi à stabiliser les anticipations des marchés face aux pressions haussières induites par les différentiels de taux avec d'autres pays. Du côté des projections de croissance, la BoJ a revu à la baisse son estimation de la croissance du PIB sur l'année fiscale 2022 à 2,9%, contre 3,8% prévu en janvier dernier, en lien avec des facteurs tels que les perturbations sanitaires (domestiques et étrangères) et géopolitiques ainsi que la hausse des prix de l'énergie et des matières premières qui continuent de faire peser des risques baissiers sur les perspectives. Une nouvelle projection a également été introduite sur l'inflation hors alimentaire frais et énergie qui est attendue à seulement 0,9% en 2022, soit bien endessous de la mesure traditionnelle de l'inflation sous-jacente observée par la BoJ (uniquement hors alimentaire frais) qui est prévue à 1,9% la même année (temporairement proche de la cible de 2%). La BoJ met ainsi l'accent sur sa perception du caractère temporaire de l'inflation et éloigne donc la perspective d'une normalisation monétaire à court terme. La question de la dépréciation du yen est traitée dans le focus des actions internationales (p.4 de ce document).

Le gouvernement japonais a en effet annoncé un ensemble de mesures économiques d'un montant de 6200 Mds de yens (1,1% du PIB) afin d'atténuer l'impact économique négatif de la récente hausse des prix de l'énergie. Ces mesures prolongent la subvention sur les prix de l'essence et ajoutent des soutiens financiers aux PME et aux ménages à faibles revenus. Pour financer ces politiques, le gouvernement prévoit d'utiliser des fonds déjà présents dans le budget annuel et d'établir un budget supplémentaire de 2 700 Mds de yens.

En Corée du Sud, la croissance reste robuste à 0,7% au T1 2022 en glissement trimestriel. Après la croissance de 1,2% enregistrée au T4 2021, le PIB ralentit dans un contexte où la consommation souffre du retour de l'épidémie. Il conserve toutefois une dynamique marquée grâce aux exportations et à l'industrie manufacturière.

Louis Martin

Economiste Zone Asie







Suivi Macroéconomique

Focus : Le règlement du gaz russe -en rouble ou en devise- au cœur des enjeux sur l'application des sanctions à l'encontre de la Russie

Le 31 mars, le gouvernement russe a publié un décret portant sur l'utilisation du rouble dans le règlement des importations de gaz. Ce décret stipule que les pays considérés comme inamicaux (ce qui inclut l'ensemble de l'Union européenne) devront régler leurs importations de gaz en rouble. Plus précisément, le décret prévoit que les importateurs devront ouvrir deux comptes auprès de la Gazprombank, l'un en devise et l'autre en rouble, auprès de la filiale suisse de Gazprombank. Le paiement des importations se déroulera en deux temps. Dans un premier temps, les importateurs régleront la somme due en devise (en euros ou en dollars) sur le premier compte, ce qui, jusqu'à présent, signalait la bonne fin de la transaction. Dans un deuxième temps, Gazprombank procédera à la conversion du compte en devise en rouble, sur le marché des changes russes. Le compte de l'importateur européen sera alors crédité de la somme correspondante en rouble. L'importateur européen devra ensuite procéder au paiement de ses importations de gaz en rouble auprès de la Russie. Pour Moscou, la transaction est donc considérée comme complète lorsque le paiement en rouble est effectué (alors qu'auparavant ces paiements s'effectuaient en devise).

La portée de ce mécanisme sur les sanctions européennes et sur le rouble apparaît ambiguë et fait l'objet de débat. Depuis le déclenchement de la guerre, 80% des recettes en devises des exportateurs de gaz russes devaient être converties en rouble. La conversion des devises en rouble était donc déjà assurée en grande partie. Cette obligation de conversion, conjuguée à des mécanismes de contrôle de capitaux, a d'ailleurs permis au rouble de retrouver son niveau d'avant-guerre.

Avec ce système de double dépôt (en devise et en rouble), le gouvernement russe assure un soutien à la devise, mais semble aussi se prémunir de futures sanctions. Jusqu'à aujourd'hui, la Gazprombank était créditée en devise, mais ces paiements restaient sous la menace d'être rendus inutilisables par de nouvelles sanctions (à l'instar des avoirs de réserves de la Banque Centrale russe à la suite des sanctions). En obligeant les importateurs européens à effectuer le paiement en rouble, Moscou cherche à se prémunir contre d'éventuelles nouvelles sanctions, portant sur la saisie ou le gel des paiements en devise.

Depuis des semaines, les Etats et les entreprises cherchent à obtenir une clarification sur la portée de cette exigence russe (est-elle constitutive d'une rupture de contrat et à ce titre sont-elles ou non dans l'obligation de s'y soumettre?). Face au manque de ligne directrice claire de la Commission Européenne et compte tenu des intérêts divergents qui ont pu faire surface de la part des Etats, les entreprises semblaient avancer en ordre dispersé. Uniper en Allemagne, OMV en Autriche ou ENI en Italie ont fait des démarches pour ouvrir les comptes en roubles requis, se laissant la possibilité d'assurer les règlements des factures à venir et donc la continuité de la livraison de gaz. Ces entreprises attendent notamment les décisions de chacun des Etats membres.

La décision de la Russie de stopper l'approvisionnement en gaz de la Bulgarie et de la Pologne, en raison du refus de ces derniers de se soumettre au nouveau système de paiement, a permis de clarifier la position de la Commission Européenne. Par la voix de son porte-parole, puis relayée par Ursula Von der Leyen, la Commission européenne a ainsi déclaré le jeudi 28 avril que répondre aux exigences du gouvernement russe constituerait une violation des sanctions, d'une part, et des contrats actuels (97% des contrats actuels sont en euros ou en dollars selon la Commission) d'autre part. Toutefois, la Commission a ajouté qu'il appartenait à chaque Etat membre de s'assurer que les sanctions soient bien appliquées. Or, certains États membres, au premier rang desquels se trouve l'Allemagne, ne semblent pas disposés à risquer une coupure du gaz. La Bundesbank a notamment publié la semaine passée un rapport qui prévoit une récession majeure en cas d'embargo sur le gaz (contraction de 2% de l'économie allemande en 2022).

Les semaines à venir vont donc être cruciales puisque d'importantes échéances de règlement de factures de gaz russe doivent intervenir au mois de mai. La ligne directrice éditée par la Commission européenne sera-t-elle respectée, au risque pour certains Etats de mettre en péril leurs propres économies si la Russie venait à mettre en exécution ses menaces de coupure des approvisionnements ? A l'inverse, les dissensions vont-elles apparaître, en fonction des intérêts et risques particuliers? Nul doute que l'unité des pays considérés comme « inamicaux » par la Russie va être à nouveau amplement testée. Dans ce contexte, un consensus sur un arrêt des livraisons de pétrole pourrait s'avérer plus aisé, les Etats européens travaillant sur des solutions logistiques alternatives.

Texte rédigé par les collaborateurs des équipes de recherche et de gestion dans le cadre du suivi par la cellule de crise de Covéa Finance sur la guerre en Ukraine



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.

