

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

7 juin 2022

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Colombo

Le Sri Lanka a fait défaut sur sa dette extérieure il y a quelques semaines. Le pays a en effet suspendu ses remboursements dans l'attente d'un plan de sauvetage du FMI. Il faut noter que son service de la dette s'élève à 7Mds\$ pour des réserves de change de 2Mds\$. Plusieurs raisons ont mené à mettre en péril cette dette extérieure (51Mds\$) et à placer le pays au bord du chaos : la crise du Covid a fait s'effondrer les revenus touristiques et ses flux entrants de devises, la production agricole en manque d'engrais est en forte baisse et fait planer une menace de pénurie alimentaire, la balance des paiements est déficitaire malgré des relèvements de taxe sur de nombreux produits importés, la corruption est endémique. Le pays a aussi demandé un répit à l'Inde qui a préféré lui offrir... davantage de crédits alors que la Chine, de son côté, semble commencer à s'inquiéter du destin de ce petit pays, tout comme il se montre plus regardant dans ses investissements en Afrique.

Très sensible au resserrement monétaire mondial, les pays pauvres, sans ressources naturelles à exporter ou à mettre sous tutelle financière étrangère, pourraient constituer une source d'inquiétudes dans les trimestres à venir. Il est à craindre que l'inflation exacerbée par le conflit en Ukraine conduise à multiplier les restructurations. Cela, alors même que le « cadre commun » du G20 décidé en novembre 2020 pour traiter ces cas de surendettement peine à couvrir l'ensemble des crédits à risque du fait, à la fois, de la financiarisation accrue des dettes des pays pauvres, et de l'importance de la Chine, créancier bilatéral, non membre du Club de Paris. Ce dernier regroupait les 9/10 des créanciers au début des années 2000 contre 58 % aujourd'hui. Or, un manque éventuel de coordination entre la Chine et le G20 dans la résolution d'un défaut est un facteur de risque systémique, relevé par le tout nouveau gouvernement allemand. La question ne serait plus de savoir si la Chine a utilisé le piège de la dette le long de ses nouvelles routes de la soie pour exercer une influence léonine sur des États surendettés ou des débiteurs privés qui engagent leur gouvernement, mais si l'absence de résolution internationale ordonnée et exhaustive risque de précipiter le monde dans une crise financière de la dette.

L'« initiative de suspension du service de la dette » d'avril 2020, prise pendant la pandémie par la Banque Mondiale et le FMI, a expiré en décembre 2021. Or, la poursuite de la sortie des politiques monétaires extraordinaires va conduire à la contraction des liquidités. Une réalité alors même qu'est réaffirmé le mandat des Banques Centrales de veiller à la stabilité des prix. Mais aussi un piège périlleux pour les Banques Centrales : elles se sont engagées dans la voie du débouclage de leurs pratiques exceptionnelles et de la hausse de taux sur fond d'inflation forte et durable et d'endettement extrême des acteurs publics et privés.

Enfin, autre signe de la remise en cause du multilatéralisme, souligné dans nos Perspectives Economiques et Financières depuis plusieurs années : le Président de l'Union Africaine vient d'affirmer être rassuré par M. Poutine quant à sa prise de conscience des besoins alimentaires impérieux du continent... pendant que la Chine prenait possession pour 99 ans du port ceylanais en eaux profondes de Hambantota après l'incapacité du Sri Lanka d'honorer le remboursement d'un prêt de 1,4 milliard de dollars...

## Sommaire

### Analyse de l'évolution des marchés p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

### Suivi Macroéconomique p5

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les taux longs européens et américains ont une nouvelle fois connu une hausse sensible cette semaine. Les banquiers centraux (BCE et FED) ont continué de communiquer sur des resserrements monétaires plus agressifs. Robert Holzmann, gouverneur de la Banque d'Autriche et membre du conseil des gouverneurs de la BCE, a déclaré que « faute d'action décisive » les anticipations d'inflation risquent d'échapper à tout ancrage et a ajouté qu'une « hausse de 50 bps en juillet enverrait le signal clair que la BCE est sérieuse dans son combat contre l'inflation ». Peter Kazimir, membre du Conseil des gouverneurs de la BCE s'est également exprimé sur le sujet. Selon lui, l'inflation record en Zone Euro justifie une hausse des taux d'intérêts en juillet et des mesures plus strictes que celles annoncées jusqu'ici pourraient être nécessaires pour contenir les prix. Aux Etats-Unis, au cours d'une entrevue inhabituelle avec le président de la Fed, Jerome Powell, le Président américain lui a assuré qu'il lui laissait carte blanche pour faire baisser les prix. Ainsi, le 10 ans américain a atteint 2,93% la semaine dernière soit une hausse de 20bps en une semaine. Même constat en zone euro où le 10 ans français a dépassé les 1,80% soit une hausse de 32 bps. Les émetteurs périphériques, comme l'Italie, ont souffert dans ce mouvement. Le 10 ans italien termine la semaine à 3,40%.

Sur le marché du crédit, les primes de risque ont continué de se tendre dans un marché peu liquide. Le marché primaire a été limité en raison des jours fériés anglo-saxons. Ainsi, 5 émetteurs se sont présentés pour 2,6Mds€ au total. La demande est restée relativement forte avec un taux de couverture de 2,9x.

### Le Focus de la semaine : le marché primaire du crédit en euro

Après un mois d'avril atone avec 9,1 Mds€ d'émissions, le marché primaire des entreprises non financières en euro a retrouvé du dynamisme, comptabilisant pour 35,2 Mds€ d'émissions en mai, 151 Mds€ depuis le début 2022. Ces montants sont toujours loin de ceux de l'année passée avec un recul de 22% contre mai 2021 et de 30% pour les cinq premiers mois 2022 contre ceux de 2021. Les émissions obligataires sont freinées par les conditions de marché, rythmées par les mouvements de hausse de taux et les phases de volatilité et d'aversion au risque.

Les émissions des entreprises de catégorie Investissement représentent 94% du total de mai. Elles sont en hausse par rapport à mai 2021 (+7,5%) tout en restant moins importantes sur l'année (-1,5%). A l'inverse, les émetteurs de catégorie Haut Rendement peinent à intervenir sur le marché. Ils ont émis seulement 2,0 Mds€ contre 9,3 Mds€ en mai 2021.

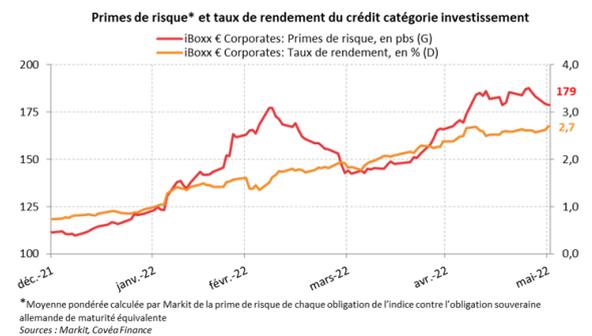
En mai, les secteurs les plus représentés ont été les services aux collectivités, la santé et la technologie. Par pays, la France, l'Allemagne et les Etats-Unis occupent le podium. Nous observons à peu près la même tendance depuis le début d'année.

Les émissions ESG sont fortement plébiscitées par les émetteurs avec 41% du volume émis en mai. Par ailleurs, dans le contexte de hausse de taux, les émissions à taux variables sont davantage présentes que les années précédentes.

Enfin, les caractéristiques moyennes des émissions ont un peu évolué depuis le début d'année et comparées à 2021. Nous observons des maturités d'émission légèrement moins longues et des primes d'émissions qui augmentent progressivement. Bien que plus attentifs à la sélection et à la rémunération, l'appétit des investisseurs est encore présent avec un taux de couverture moyen de 2,3 fois en mai.

Sur le marché secondaire, les primes de risque des titres émis récemment se sont globalement comportées comme le reste du marché.

Pour le mois à venir, le regain de l'offre pourrait se poursuivre avec des entreprises potentiellement en retard sur leur plan de financement. Enfin, il se pourrait que les émetteurs anticipent la fin du CSPP\* et les probables hausses de taux directeurs par la BCE et la Fed.



\*Corporate Sector Purchase Programme, programme d'achats de dettes d'entreprises non financières par la BCE

**Mathilde Gazier**

Gérante OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	03/06/22	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			
<b>Taux directeurs</b>														
Réserve Fédérale Américaine	1,00	1,00	0,50	0,25	0,25	0,00	0,50	0,75	0,75					
BCE - Taux Repo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00					
BCE - Taux Facilité de dépôt	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00					
Banque d'Angleterre	1,00	1,00	0,75	0,25	0,10	0,00	0,25	0,75	0,90					
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00					
<b>Taux 10 ans</b>														
Etats-Unis	2,93	2,74	2,17	1,51	1,63	20	76	142	131	28	15			
Allemagne	1,27	0,96	0,39	-0,18	-0,18	31	89	145	146	63	24			
France	1,80	1,48	0,84	0,20	0,18	32	97	160	163	135	53			
Italie	3,40	2,90	1,90	1,17	0,90	50	150	223	251	218	34			
Royaume-Uni	2,16	1,92	1,57	0,97	0,84	24	59	118	131	49	26			
Japon	0,23	0,23	0,21	0,07	0,08	0	3	16	15	30	79			
<b>Crédit</b>														
Indice Itraxx Main	89,3	86,8	70,2	47,8	49,9	2,5	19,1	41,6	39,4					
Indice Itraxx Crossover	445,9	430,7	334,3	241,7	246,8	15,2	111,6	204,2	199,2					

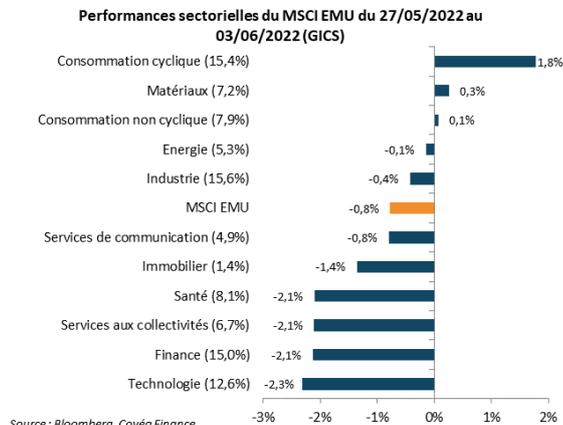
Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Les marchés Européens se replient de 0,8% sur la semaine écoulée, pénalisés par la poursuite de la hausse des taux dans un contexte d'accélération de l'inflation. Le secteur de la consommation cyclique (+1,8%) figure en tête du classement, profitant des annonces d'assouplissement des mesures de confinement en Chine dont bénéficient à la fois le segment du luxe et le segment automobile. Le secteur des matériaux (+0,3%) est également en hausse, principalement tiré par DSM (+10,4%) suite à l'annonce de son rapprochement avec la société d'ingrédients Suisse Firmenich. A l'inverse, la dynamique haussière sur les taux est défavorable au secteur de la technologie (-2,3%) qui figure en bas de classement sur la semaine et creuse son écart avec l'indice depuis de le début de l'année. La sous-performance du secteur de la finance (-2,1%) s'explique par sa composante assurance et services financiers alors que les bancaires sont en hausse. En termes géographiques, le Danemark (+3,6%) profite d'un effet de rattrapage suite à une période de non-cotation et l'Irlande (-2,6%) ferme la marche, pénalisée notamment par les contraintes de recrutement de personnel évoquées par Ryanair (-6,1%).



### Le Focus de la semaine : l'acier européen en pleine transformation

Depuis 2005, les aciéristes européens doivent se procurer des certificats carbone pour compenser leurs émissions. Une contrainte qui se renforce à mesure que les allocations gratuites de certificats s'amenuisent (jusqu'à épuisement total programmé en 2030) alors que le cours du carbone ne cesse de grimper. Dans ce contexte, les aciéristes européens (thème PEF des secteurs en transformation), s'engagent dans une course à la décarbonation de leur mode de production afin de pérenniser leur activité. Pour mener à bien cette transformation, les producteurs européens bénéficient d'une moindre concurrence de la part des importations depuis la mise en place de quota. Les discussions avancent également sur la mise en place d'une frontière carbone dès 2026 pour taxer les importations d'acier carboné et favoriser ainsi une concurrence équitable avec les producteurs européens. Les aciéristes tels que Arcelormittal multiplient les initiatives pour verdir leurs opérations : installation de systèmes de capture du carbone des hauts fourneaux, pénétration croissante de l'utilisation d'acier recyclé et plus récemment investissements dans l'acier vert (acier obtenu par réduction du fer par l'hydrogène). Cette dernière méthode permet une production d'acier à intensité carbone pratiquement nulle en remplaçant le carbone par de l'hydrogène vert, issu de l'électrolyse à base d'électricité renouvelable. La société suédoise SSAB est avant-gardiste en la matière, après des essais concluants dans la production d'acier vert l'année dernière, la société vise la décarbonation totale de son activité à horizon 2030.

Grégoire Du Mesnil Du Buisson

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	03/06/22	J-7	17/03/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	dernier pef	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	135,1	136,1	138,8	154,1	146,0	-0,8	↓	-2,7	↓	-12,3	↓	-7,4	↓
MSCI EMU Mid Cap	969	975	985	1 094	1 041	-0,6	↓	-1,6	↓	-11,4	↓	-6,9	↓
MSCI EMU Small Cap	420,7	420,9	443,3	487,4	502,6	0,0	↓	-5,1	↓	-13,7	↓	-16,3	↓
MSCI Europe	147,2	148,4	150,4	161,7	149,2	-0,8	↓	-2,1	↓	-9,0	↓	-1,3	↓
France CAC40	6 485	6 516	6 613	7 153	6 508	-0,5	↓	-1,9	↓	-9,3	↓	-0,3	↓
Allemagne DAX30	5 920	5 923	6 058	6 696	6 613	-0,06	↓	-2,3	↓	-11,6	↓	-10,5	↓
Italie MIB	24 167	24 636	24 124	27 445	25 452	-1,9	↓	0,2	↑	-11,9	↓	-5,1	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 533	7 585	7 385	7 385	7 064	-0,7	↓	2,0	↑	2,0	↑	6,6	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 777	8 927	8 756	8 777	8 217	-1,7	↓	0,2	↑	0,0	↓	6,8	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, le marché chinois est le plus performant sur la semaine (+4,8% pour l'indice Hang Seng, en devise locale), porté à la fois par la fin de la politique de confinement et une volonté affichée des autorités de mettre en place une relance économique. Dans ce contexte, les marchés asiatiques ont bénéficié d'un regain d'optimisme: le marché indonésien s'inscrit en hausse de +4,4% (en devise locale), tiré par les valeurs de transport et de logistique, l'énergie, les financières et les matériaux de base. Au Japon, le Nikkei progresse de +3,7% (en devise locale), avec une forte contribution des secteurs des machines-outils et des équipements de transport. Moins favorisés par ces perspectives, les marchés de Singapour et de Thaïlande sont restés états sur la période tandis que la Malaisie était pénalisée par des prises de profits sur quelques poids lourds de l'indice.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 termine la semaine en repli de 1,2%, compte tenu d'une nouvelle dégradation des indices de confiance des ménages, des propos qui restent en faveur d'un resserrement monétaire de la part des gouverneurs de la Réserve Fédérale ainsi que des commentaires plus prudents de plusieurs grands dirigeants d'entreprises (cf édito). En termes sectoriels, les services de communication, l'énergie, les industrielles et consommation discrétionnaire surperforment l'indice général. A l'inverse, les secteurs plus défensifs (santé, consommation courante, immobilier et services publics) ont subi des prises de bénéfices. Enfin, malgré la remontée des rendements obligataires, les financières ont souffert des craintes de dégradation de la qualité du crédit. Afin de lutter contre les pressions inflationnistes, l'administration Biden va consacrer \$2,1 Milliards pour renforcer la chaîne d'approvisionnement alimentaire domestique : les fonds seront libérés dans le cadre de l'« American Rescue Plan Act » (\$1,900 Milliards votés en 2021) et comprennent notamment \$600 millions de subventions pour les PME actives dans la transformation et l'emballage, \$400 Millions pour l'agriculture biologique et \$900 Millions pour les infrastructures (entrepôts frigorifiques et camions réfrigérés notamment).

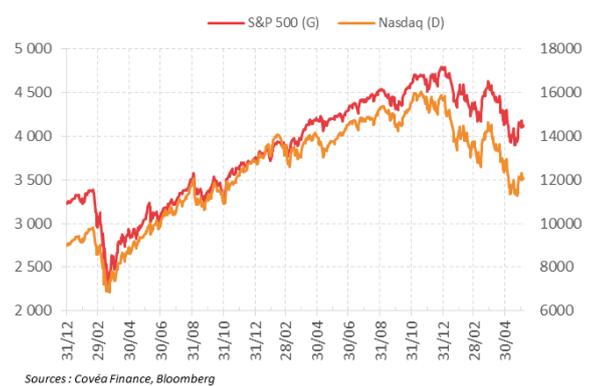
### Le Focus de la semaine : Jamie Dimon change de ton

Les derniers jours ont été marqués par des commentaires très prudents de la part des patrons de JP Morgan, BlackRock ou encore Goldman Sachs :

- Jamie Dimon (PdG de JP Morgan) a ainsi adopté un ton nettement moins optimiste que début avril et encouragé les investisseurs à se préparer à la possibilité d'un « ouragan économique », induit notamment par le resserrement de la politique monétaire américaine et l'invasion de l'Ukraine par la Russie,
- En raison de l'effondrement des chaînes d'approvisionnement mondiales et des politiques en faveur de la transition énergétique, Larry Fink (PdG de BlackRock) anticipe une inflation élevée pendant plusieurs années et un accroissement de la volatilité des marchés d'actions.

Ces commentaires arrivent dans un contexte où, à l'échelle des entreprises cotées, le marché de l'emploi semble avoir atteint un palier et possiblement un point de retournement : en effet, suite à des résultats trimestriels décevants (pressions sur les marges liées à la hausse de l'inflation et des taux d'intérêt), beaucoup de startups et de grandes entreprises de la sphère technologique ont annoncé des gels d'embauche (Microsoft, Facebook, Salesforce, Snap, Twitter, Coinbase, Nvidia, Lyft et Uber) ou des plans de licenciements (Tesla, Netflix, Paypal, Robinhood). Dans un secteur qui a pleinement bénéficié de l'accélération de la transformation des modes de consommation et de distribution, la normalisation en cours des rythmes de croissance a des impacts immédiats sur l'emploi semblent faire écho aux propos peu rassurants des patrons de Wall Street. A court terme, il sera important de surveiller les répercussions éventuelles sur l'investissement, tant ces mêmes sociétés ont été de très importants pourvoyeurs de dépenses d'investissements, dont les effets de diffusion ont alimenté la croissance. De l'autre côté du spectre, nous notons que les acteurs traditionnels continuent d'annoncer des recrutements importants: Ford et Walmart ayant respectivement annoncé 6200 et 4000 créations d'emplois dans le cadre des investissements de modernisation (Ford dans le cadre du véhicule électrique et Walmart dans l'adaptation des centres de distributions).

Evolution des indices S&P 500 et Nasdaq depuis le 31/12/2019



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Jean Dominique Seta

Responsable Gestion Actions Américaine



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	03/06/22	J-7	17/03/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	17/03/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 109	4 158	4 412	4 766	4 193	-1,2 ↓	-6,9 ↓	-13,8 ↓	-2,0 ↓	-1,0 ↓	-3,6 ↓	-8,6 ↓	10,9 ↑
Etats-Unis - Dow Jones	32 900	33 213	34 481	36 338	34 577	-0,9 ↓	-4,6 ↓	-9,5 ↓	-4,9 ↓	-0,8 ↓	-1,3 ↓	-4,0 ↓	7,6 ↑
Etats-Unis - Nasdaq	12 013	12 131	13 615	15 645	13 615	-1,0 ↓	-11,8 ↓	-23,2 ↓	-11,8 ↓	-0,8 ↓	-8,7 ↓	-18,6 ↓	-0,2 ↓
Japon Nikkei 300	412	399	401	420	412	3,3 ↑	2,8 ↑	-1,8 ↓	0,0 ↔	0,4 ↑	-3,6 ↓	-8,4 ↓	-4,7 ↓
Corée du Sud KOSPI	2 671	2 638	2 695	2 993	2 626	1,2 ↑	-0,9 ↓	-10,8 ↓	1,7 ↑	2,4 ↑	-0,6 ↓	-10,0 ↓	3,5 ↑
Chine - Shanghai	3 195	3 242	3 224	3 640	3 242	-1,4 ↓	-0,9 ↓	-12,2 ↓	-1,4 ↓	-0,9 ↓	-2,3 ↓	-11,2 ↓	7,2 ↑
Hong Kong Hang Seng	21 082	20 697	19 532	23 398	28 966	1,9 ↑	7,9 ↑	-9,9 ↓	-27,2 ↓	2,0 ↑	11,3 ↑	-5,0 ↓	-18,6 ↓
Marchés Emergents - MSCI	1 061	1 043	1 121	1 232	1 384	1,7 ↑	-5,4 ↓	-13,9 ↓	-23,3 ↓	1,8 ↑	-2,1 ↓	-8,7 ↓	-13,3 ↓

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

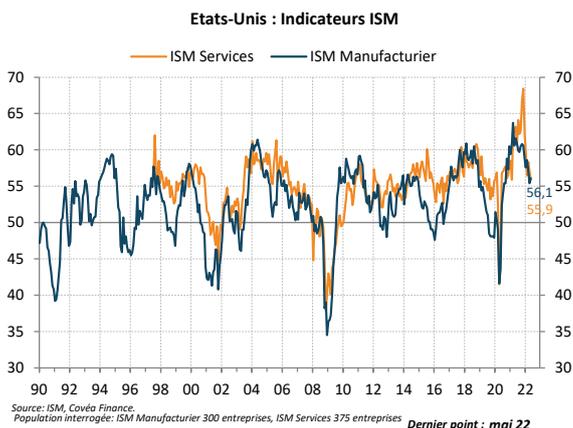
« La Réserve fédérale s'affiche déterminée à enrayer les pressions inflationnistes »

**Les banquiers centraux américains ont multiplié cette semaine les déclarations mettant l'accent sur la lutte contre l'inflation.** Le débat au sein du comité de politique monétaire porte désormais sur le rythme auquel le resserrement monétaire se poursuivra dans la foulée des deux hausses de 50 points de base (bp) qui semblent actées pour les réunions de juin et juillet. Après les propos de Rafael Bostic (Réserve fédérale d'Atlanta) évoquant la possibilité d'une pause du resserrement monétaire en septembre, des membres du comité de politique monétaire sont intervenus cette semaine pour maintenir un discours restrictif. Lael Brainard a ainsi déclaré qu'il est trop tôt pour dire si le rythme des hausses de taux pourrait ralentir. La Vice-Présidente de la Réserve fédérale (Fed) estime qu'il faudrait constater une nette

décélération de l'inflation mensuelle pour envisager un ralentissement. Au contraire si les pressions restent fortes, le rythme de 50 points de base pourrait être maintenu au-delà de la réunion de juillet. Loretta Mester (Réserve fédérale de Cleveland) a tenu des propos similaires dans la foulée. Dans une veine encore plus restrictive, Christopher Waller, membre du Conseil des Gouverneurs, s'est prononcé pour « plusieurs » hausses supplémentaires de 50 bp et a déclaré qu'il envisagerait un tel rythme tant que l'inflation ne se sera pas rapprochée de la cible de 2%. Cette priorité accordée à la lutte contre l'inflation est également le message qu'a fait passer Joe Biden lors de sa rencontre avec Jerome Powell (Président de la Fed) et Janet Yellen (Secrétaire au Trésor) cette semaine.

L'engagement à lutter contre la hausse des prix est également de mise au nord des États-Unis. **La Banque du Canada a relevé de 50 points de base son taux directeur, le portant à 1,50%.** Si ce mouvement était attendu, le communiqué adopte toutefois un ton résolument plus restrictif, en soulignant que le risque lié à l'inflation élevée s'est renforcé. Le comité se dit « prêt à agir plus énergiquement si nécessaire », ce qui suggère qu'une hausse de 75 bp pourrait être envisagée, en cas de dérapage supplémentaire de l'inflation. En avril, la croissance annuelle des prix à la consommation s'est établi à 6,8%.

Selon le nouveau Beige Book de la Réserve fédérale, qui réunit des informations récoltées jusqu'au 23 mai auprès des acteurs économiques, **les entreprises américaines continuent d'être fortement pénalisées par la hausse des prix et le manque de main d'œuvre.** Dans le commerce de détail, un certain ralentissement est signalé. De nombreuses entreprises font part de fortes augmentations de prix, qu'elles ont répercutées sur les consommateurs. Toutefois, certaines d'entre elles relèvent une réticence de la part de leurs clients, qui se tournent vers les marques les moins chères. Les contacts dans le secteur de l'immobilier résidentiel relèvent un affaiblissement de l'activité, les acheteurs étant confrontés à des prix élevés et à des taux d'intérêt en hausse. Sur les douze districts de la Fed, quatre font part explicitement d'un ralentissement de l'activité. Cette modération sera certainement vue d'un bon œil par le comité de politique monétaire qui cherche à refroidir un marché du travail en surchauffe (voir focus *infra*).



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Manuf.	Indice	mai-22	56,1	55,4	52,5	60,6
ISM Services	Indice	mai-22	55,9	57,1	54,3	62,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	mai-22	82,2	84,6	54,0	83,8
ISM Manuf. - NVlles commandes	Indice	mai-22	55,1	53,5	54,0	64,3
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	mai-22	65,7	67,2	61,6	72,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	avr.-22	14,0	12,9	-7,3	13,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	avr.-22	6,6	6,8	0,6	-1,7
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	mai-22	106,4	108,6	101,0	112,7
Taux de chômage	% de la pop. active	mai-22	3,6	3,6	8,1	5,4
Créations nettes d'emplois	Milliers	mai-22	390	436	-774	562
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	mai-22	5,2	5,5	4,9	4,2

\*Du 30/05/2022 au 05/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**A rebours des indicateurs manufacturiers régionaux, l'indice ISM s'est redressé en mai**, passant de 55,4 à 56,1 points, un niveau décrivant une croissance solide de l'activité. Les sous-composantes nouvelles commandes et production progressent, tandis que l'emploi recule sous le seuil de 50, renvoyant à une baisse du nombre de travailleurs. Les composantes prix payés et délais de livraisons refluent légèrement, mais demeurent sur des niveaux suggérant encore des difficultés d'approvisionnement importantes.

**Dans les services, la dynamique porteuse du début d'année consécutive à la levée des restrictions sanitaires semble s'essouffler.** L'indice ISM s'inscrit en baisse à 55,9, après 57,1 en avril, sous l'effet d'un recul marqué de la composante niveau d'activité (54,5 après 59,1 en avril). Concernant les sous-composantes prospectives les signaux sont contrastés, avec d'une part une progression des commandes et d'autre part un ralentissement des carnets de commandes. Tout comme pour le secteur manufacturier, la hausse des coûts de production reste généralisée.

**Dans l'immobilier, les dépenses de construction ont progressé de 0,2% en glissement mensuel en avril** et les estimations de février et mars ont été révisées en hausse. La dynamique mensuelle a été tirée par le résidentiel privé (+0,9%), tandis que le non résidentiel privé et le public sont en retrait (-0,2% et -0,7%). Il faut toutefois relever que les dépenses de construction sont un indicateur plutôt retardé et exprimé en valeur. A ce titre sa bonne tenue comparativement à d'autres indicateurs du secteur résidentiel, peut refléter davantage la hausse des prix de la construction qu'une progression en volume du nombre de projets.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique



# Suivi Macroéconomique

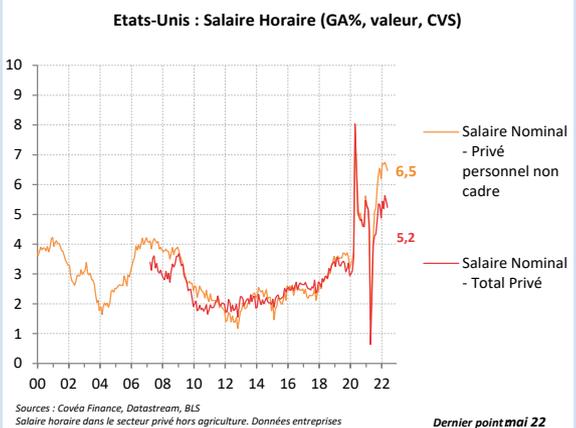
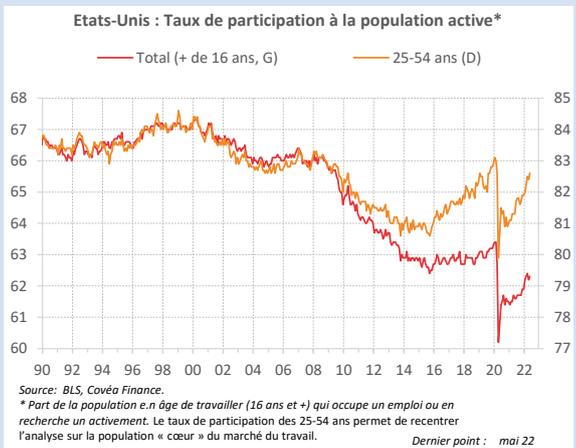
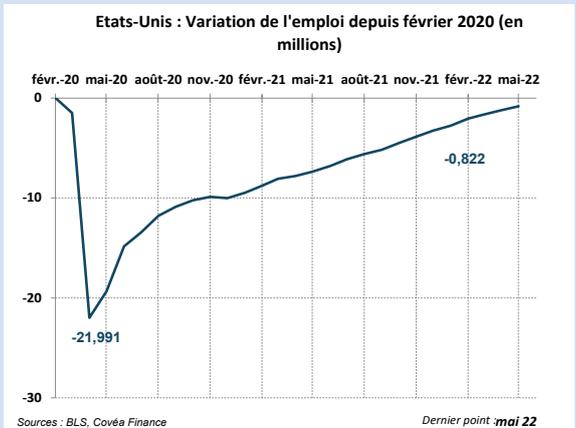
## Focus Etats-Unis : Un marché du travail toujours en tension

**Le rythme des créations de postes est resté soutenu en mai. L'économie américaine enregistre 390 000 postes supplémentaires sur le mois, après 436 000 en avril.** Les estimations des deux mois précédents ont toutefois été révisées en baisse à hauteur de 22 000 postes, ce qui confirme un fléchissement par rapport au dynamisme de début d'année (540 000 par mois en moyenne au T1). **L'économie américaine est en passe d'effacer les pertes d'emplois provoquées par la crise pandémique.** Après avoir essuyé un choc de près de 22 millions de destructions de postes au printemps 2020, le marché du travail n'est plus en déficit que de 800 000 emplois par rapport au niveau d'avant crise.

Sur le mois de mai, les embauches ont été tirées par les loisirs et tourisme (84 000), les services aux entreprises (75 000) et l'éducation et santé (74 000). Le secteur de la construction est également dynamique (36 000), tandis que la progression est plus modeste dans le secteur manufacturier (18 000). **Après des embauches massives en début d'année, la distribution marque le pas** et détruit 61 000 postes en mai, une baisse qui peut refléter les difficultés croissantes des détaillants face à la hausse des coûts et à la baisse du pouvoir d'achat des ménages.

**Pour le troisième mois consécutif, le taux de chômage est resté stable à 3,6% de la population active,** un niveau très faible qui illustre les tensions actuelles sur le marché du travail. Le taux de participation à la population active, une des rares mesures restant dégradée par rapport au niveau d'avant crise, s'inscrit en progrès à 62,3%, contre 62,2% en avril. Pour la tranche d'âge 25-54 ans, le taux de participation augmente à 82,6% (82,4% en avril), au plus haut depuis le début de la pandémie et désormais à seulement 0,4% du niveau d'avant crise. Cette remontée constitue un signal positif concernant l'offre de travail, ce qui pourrait soulager les tensions dans les prochains mois. **Du côté des rémunérations, la dynamique reste nettement haussière mais des signaux de modération émergent.** Le salaire horaire progresse de 0,3% pour le deuxième mois consécutif, contre 0,5% en moyenne sur les 12 mois précédents. En rythme annuel, la croissance du salaire horaire nominal passe de 5,5% à 5,2%, un rythme qui demeure toujours élevé. Pour le personnel non cadre, la dynamique est encore plus soutenue avec une croissance annuelle de 6,5%.

Par ailleurs, le Bureau des statistiques du travail a publié cette semaine les données JOLTS d'avril, recensant le nombre d'offre d'emploi à pourvoir, les démissions et les licenciements. Malgré un léger recul du nombre d'offres d'emploi, ce rapport renvoie également l'image d'un marché du travail très tendu. **L'appréciation du risque de dérapage de la boucle prix-salaire ne devrait pas évoluer suite à ces publications, ce qui suggère que la Réserve fédérale maintiendra son approche agressive du resserrement monétaire.**



Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

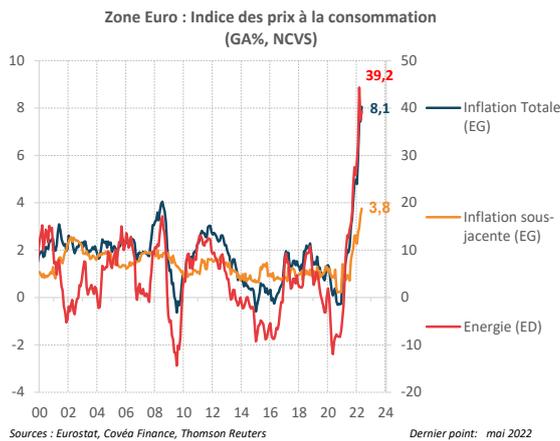


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« L'inflation accélère au mois de mai et se diffuse aux biens manufacturiers »

**L'inflation accélère en zone euro et atteint 8,1 % en rythme annuel au mois de mai (après 7,4% au mois d'avril).** Elle a été de nouveau alimentée par les prix de l'énergie qui augmentent de 39,2% en glissement annuel (GA) ainsi que les produits alimentaires qui sont en hausse de 7,5% (estimations préliminaires). L'inflation totale atteint 8,7 % en Allemagne, 5,8% en France, 8,5% en Espagne et 7,3% en Italie. L'inflation sous-jacente est aussi en hausse à 3,8% avec une accélération des prix des biens industriels de 4,2%. La diffusion de la hausse des prix aux biens manufacturiers pourrait continuer puisque l'indice des prix à la production industrielle hors énergie est en hausse au mois d'avril (+2,6% sur le mois et +15,6% en GA) notamment dans les biens intermédiaires (+3,8% sur le mois) et les biens de consommation finale.



**Dans ce contexte d'accélération de l'inflation, la réunion de politique monétaire de la BCE prévue le 9 juin sera décisive et devrait enfin trancher sur le niveau des hausses retenues ainsi que les dates de leur mise en place.** François de Villeroi de Gallau a mis en garde contre un niveau d'inflation trop fort et trop « large » tandis que Philippe Lane a indiqué lors d'une interview (avant la publication des chiffres d'inflation) que les hausses de taux prévues en juillet et septembre seraient de 25 points de base.

**La publication des chiffres détaillés du PIB du T1 2022 en France et en Italie a révélé un repli de la consommation des ménages.** En France, la baisse marquée du pouvoir d'achat (-1,9% en glissement trimestriel (GT)) a pénalisé la consommation qui diminue de 1,5%. Le PIB français est ainsi révisé à la baisse et recule de -0,2%. En Italie la consommation des ménages recule aussi mais elle est compensée par la dynamique de l'investissement ce qui a entraîné une révision à la hausse du PIB dont la croissance repasse en territoire positif à +0,1%. Les ventes au détail en zone euro sont en baisse de -1,3% en glissement mensuel en avril avec un repli particulièrement marqué en Allemagne (-5,4%) ce qui risque de se traduire par un recul de la consommation au début du T2 et ce malgré un marché de l'emploi qui reste bien orienté. En effet, le taux de chômage en zone euro est stable au mois de mai (6,8%) notamment en Allemagne (3,0%) et en Italie (8,4%) tandis qu'il recule en Espagne (13,3% après 13,5%) et en France (7,2% après 7,3%).

**L'indice de sentiment économique en zone euro augmente légèrement au mois de mai (+0,1%) avec une hausse marquée en Espagne, en France et en Italie.** Les résultats de l'enquête sont assez contrastés au niveau sectoriel. Dans l'industrie l'indice de confiance dégringole pour le 3ème mois consécutif, plombé par une évaluation négative du niveau actuel des commandes ainsi que des perspectives d'activité. Dans le commerce de détail, l'indice de confiance est aussi en baisse tandis que les anticipations de hausse des prix sont en hausse. En revanche l'indice de confiance est en hausse dans le secteur de la construction

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Taux de chômage % de la pop. active Vol, CVS, GA%	avr.-22	6,8	6,8	8,0	7,7
	Ventes au détail IPCH, NCVS, GA%	avr.-22	4,1	1,8	-0,9	5,1
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	mai-22	8,1	7,4	0,3	2,6
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	mai-22	3,8	3,5	0,7	1,5
AL	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	avr.-22	-0,4	-1,7	4,4	0,8
FR	PIB Vol, CVS, GA%	T1 22	4,5	4,9	-7,9	6,8
IT	PIB Vol, CVS, GA%	T1 22	6,2	6,4	-9,1	6,6

\*Du 30/05/2022 au 05/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

porté par une amélioration de l'emploi.

**Le conseil de l'Union européenne a finalement approuvé un embargo sur les importations de pétrole et les produits pétroliers en provenance de Russie dans le cadre de son sixième train de sanctions.** L'Union Européenne distingue le pétrole russe acheminé par voie maritime, qui sera interdit d'ici à la fin de l'année (6 mois pour le pétrole et 8 mois pour les produits pétroliers) et le pétrole acheminé par les oléoducs. Il y aura ainsi une exemption "temporaire" pour le brut livré par pipeline afin d'accorder un délai supplémentaire à la Hongrie, la Slovaquie et la république Tchèque. Pour l'instant, il n'y pas de précision sur la durée exacte de ce délai. L'Allemagne et la Pologne se sont toutefois engagées à stopper les importations via la partie nord du pipeline Druzhba. Au total, l'UE estime que l'embargo portera sur 90% des importations en provenance de Russie d'ici à la fin de l'année. Sur le plan financier, la Sberbank, qui représente près d'un quart des actifs bancaires russes, a été exclue du réseau Swift.

**Après un an d'attente, la Commission européenne a validé le plan de relance de la Pologne qui lui permettrait d'accéder à environ 36 Mds€ sous forme de prêts et de subventions.** Le déblocage de ces fonds demeure conditionné à la mise en place d'une réforme du système judiciaire polonais. La Commission a dû pour la première fois procéder à un vote pour l'adoption d'un plan de relance d'un de ses pays membres. Cet accord intervient dans un contexte particulier où la Pologne joue un rôle crucial dans l'accueil des réfugiés ukrainiens. De plus, cet accord pourrait faire évoluer la position de la Pologne sur la directive visant à instaurer une taxation minimale de 15% sur les bénéfices des multinationales qu'elle a déjà bloquée par deux fois et qui sera de nouveau discutée le 17 juin.

**Au Royaume-Uni, le Premier ministre britannique est sorti vainqueur du vote de confiance interne au sein du parti conservateur, avec 211 voix de députés en sa faveur contre 148 contre. B. Johnson conserve ainsi la direction du parti conservateur et, par conséquent, son poste de Premier ministre.** En théorie, B. Johnson ne pourra faire l'objet d'un nouveau vote de défiance avant 12 mois. La presse rapporte toutefois que les règles internes du parti conservateur pourraient être modifiées. Même si il conserve son poste, la légitimité de B. Johnson apparaît maintenant sérieusement écornée. Les députés conservateurs ayant voté contre leur Premier ministre pourraient notamment s'opposer à certains textes présentés par le gouvernement.

Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe



# Suivi Macroéconomique

## Focus : Rapport de convergence de l'Union européenne

**Dans le rapport de convergence, la Commission européenne et la Banque Centrale européenne ont confirmé que la Croatie était prête à adopter l'euro à partir de janvier 2023** et devenir ainsi le 20ème membre de la zone euro.

Ce rapport, qui est publié tous les deux ans, évalue les progrès accomplis sur la voie de l'adoption de l'euro par sept pays de l'UE qui n'utilisent pas encore la monnaie unique : la Bulgarie, la Croatie, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque, la Roumanie et la Suède. Le rapport de convergence s'appuie sur l'évaluation de plusieurs critères notamment celui de la comptabilité du système juridique national avec les traités de l'UE, la stabilité des prix (définie par une inflation moyenne sur douze mois jusqu'en avril 2022), la soutenabilité des finances publiques, la stabilité du taux de change et la convergence des taux d'intérêt de long terme.

Ce rapport intervient dans un contexte particulier où les finances publiques sont fragilisées par la crise du Covid et où la guerre en Ukraine a entraîné une dégradation des perspectives économiques ainsi qu'une forte accélération de l'inflation. Hormis la Croatie, il y a eu peu de progrès dans l'atteinte des critères par rapport au précédent rapport de convergence en 2020.

**Cinq pays sur sept ne respectent pas le critère de stabilité des prix non seulement en lien avec la hausse des prix de l'énergie mais aussi une diffusion de la hausse des prix aux biens manufacturiers.** Avec une inflation moyenne de 4,7 % la Croatie est juste en dessous du seuil de référence. La commission estime que l'inflation devrait diminuer en 2023 avec la baisse envisagée des prix de l'énergie tandis que l'inflation sous-jacente restera plus élevée que celle de la zone euro. En Suède le taux d'inflation est de 3,7% (niveau actuel des prix comparé à celui d'il y a un an) mais le niveau des prix est particulièrement élevé par rapport à celui de la zone euro.

**L'évaluation des finances publiques intervient dans un contexte où la pandémie a fragilisé la position budgétaire de la plupart des pays.** Ainsi la Roumanie fait l'objet d'une procédure de déficit excessif. La Croatie et la Pologne sont en dessous du seuil des 3% tandis que la Suède affiche un budget proche de l'équilibre (0,2% du PIB). Le niveau d'endettement a augmenté et dépasse la limite des 60 % du PIB dans l'ensemble des pays examinés. La commission estime qu'il devrait continuer d'augmenter en Bulgarie, en République Tchèque et en Roumanie.

**Enfin la Commission passe en revue d'autres facteurs macroéconomiques et financiers qui pourraient accroître les vulnérabilités des pays examinés.** En termes de déséquilibres extérieurs, la commission considère que dans les pays évalués, la position extérieure nette (définie comme la différence entre les actifs et les passifs du pays par rapport au reste du monde) est stable mais qu'elle demeure à des niveaux élevés en Hongrie, en Pologne et en Roumanie où elle dépasse 35% du PIB. Enfin la hausse des prix de l'immobilier reste un point de vigilance notamment dans les pays où le niveau d'endettement des ménages est élevé (la Hongrie, la République tchèque et la Suède).

Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe



# Suivi Macroéconomique

## Asie

« La situation sanitaire s’améliore en Chine mais les perspectives restent très incertaines »

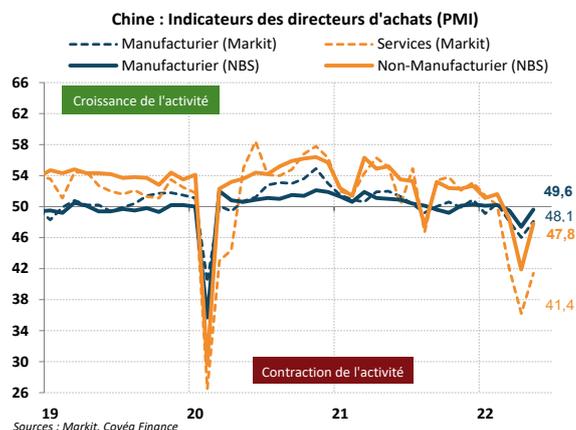
**La situation sanitaire poursuit son amélioration en Chine et les autorités ont mis un terme au confinement de Shanghai le 1er juin.** Après deux mois de confinement strict, les habitants de Shanghai résidant dans les zones « zéro Covid » ont à nouveau pu sortir de chez eux – plus de 2 millions d’individus sur les 25 millions que compte la ville doivent toutefois rester confinés. Cette amélioration s’est

accompagnée de la reprise des transports et, à compter du 6 juin, de la réouverture des écoles. A Pékin, l’amélioration sanitaire a également permis la levée de restrictions sur les déplacements et la restauration. Néanmoins, le maintien de la politique « zéro Covid » du gouvernement continue de faire planer un voile d’incertitude sur le pays. En effet, des articles de presse rapportent le reconfinement de certains quartiers de Shanghai un jour à peine après la réouverture de la ville.

**Les indices des directeurs d’achat (PMI) rapportent un moindre déclin de l’activité en mai après le recul brutal d’avril.** L’amélioration du contexte sanitaire et la levée de certaines restrictions au cours du mois ont permis un redressement marqué du PMI manufacturier à 49,6 (contre 47,4 en avril) et surtout du PMI services à 47,8 (contre 41,9 en avril), selon l’enquête du Bureau national des statistiques chinoises (NBS). Ces indices se maintiennent néanmoins en-dessous du seuil de 50 et rapportent donc toujours un déclin de l’activité qui reste plus prononcé dans les services. Le redressement manufacturier a été largement généralisé aux sous-composantes de l’indice et en particulier aux délais de livraison, dont l’amélioration envoie un message positif sur l’évolution des contraintes d’approvisionnement. Notons que l’enquête PMI de Caixin (48,1 pour l’indice manufacturier) reste moins bien orientée que celle du NBS. Cette différence peut refléter une situation économique plus dégradée pour les entreprises des régions côtières et les PME qui sont relativement plus représentées dans l’enquête de Caixin.

**Au Japon, l’industrie recule en avril face aux perturbations des chaînes d’approvisionnement.** La production industrielle a reculé de 1,3% en

rythme mensuel (volume, ajustée des variations saisonnières), principalement en lien avec les déclin des composantes et matériels électroniques (-6,6%) et des machines (-2,7%) dont la production est exposée aux restrictions sanitaires chinoises et au recul de la demande internationale. L’industrie japonaise se maintient donc en sous-régime avec une production inférieure de 4% à son niveau de janvier 2020. D’après l’enquête du gouvernement, les entreprises affichent un optimisme prononcé concernant les perspectives de production pour les mois de mai et juin.



Sources : Markit, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021	
JP	Taux de chômage	% de la pop. act.	avr.-22	2,5	2,6	2,8	2,8
	Ventes au détail	Vol, NCVS, GA%	avr.-22	2,9	0,7	1,0	2,7
	Prod. Industrielle	Vol, CVS, GA%	avr.-22	-3,3	-0,8	-10,6	5,6
CH	PMI Non-manufacturier	Indice	mai-22	47,8	41,9	52,6	52,9
	PMI Manufacturier	Indice	mai-22	49,6	47,4	49,9	50,5

\*Du 30/05/2022 au 05/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**La consommation japonaise reste toutefois bien orientée.** Les données de ventes au détail affichent une forte croissance de 0,8% en glissement mensuel en avril (valeur, ajustée des variations saisonnières). La consommation continue donc de profiter de l’amélioration sanitaire avec des hausses généralisées à la plupart des sous-composantes de l’indice mais en particulier au niveau des ventes de vêtements (+12,8%). Néanmoins, les très volatiles ventes d’automobiles ont affiché un recul marqué sur le mois (-5,7%). Notons que cette bonne dynamique nominale des ventes au détail masque aussi un effet prix positif. Cette accélération de l’inflation pourrait à terme affecter la demande des ménages et se répercuter à la baisse sur la consommation.

**Le Japon conserve également un marché de l’emploi très dynamique alors que le chômage recule à 2,5%.** La progression du nombre d’individus en emploi (+0,4% en glissement mensuel) masque toutefois une disparité entre la dynamique des emplois non-manufacturiers (+1,4%), qui bénéficient de la réouverture de l’économie, et le déclin des emplois manufacturiers (-1,8%), qui reflète probablement les conséquences de la détérioration économique en Chine.

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.