

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

20 juin 2022

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Notre PEF\* à mi- année

Ces Perspectives Economiques et Financières se déroulent dans un environnement très dégradé, dans la continuité de la séquence des événements ayant surgi depuis 2020. Elles ont pour fil conducteur l'inflation. Nous étions dans un monde très endetté et l'épisode pandémique de 2020-2021 a révélé des divergences, des faiblesses structurelles, et des dépendances stratégiques nombreuses notamment vis-à-vis de la Chine. Le conflit en 2022 met cette fois en exergue la dépendance énergétique européenne à la Russie ainsi que l'amplification de phénomènes relevés depuis longtemps dans nos Perspectives : bipolarisation du monde, désindustrialisation opérée dans de nombreux pays, chaînes de valeurs éclatées.

Ces Perspectives Economiques et Financières de juin 2022 s'intitulent « La géopolitique des matières premières au cœur des pressions inflationnistes ». Elles s'efforceront d'apporter une réponse aux interrogations sur la durabilité de l'inflation et aux chances de succès des réponses des banques centrales face aux multiples facettes de cette dernière. Elles apporteront par ailleurs un éclairage sur les nouvelles alliances autour de ces matières premières et la faisabilité pour l'Europe de poursuivre sa transition énergétique.

Une première partie traitera donc de l'inflation avec ses différences par composition selon les pays et des références historiques aux années 1970. A cette lumière, la capacité des banques centrales à juguler l'inflation sera appréciée. Dans un deuxième temps, nous dresserons un tableau des réserves des matières premières et les enjeux du conflit Russo-Ukrainien qui cristallise et exacerbe la réalité de la dépendance européenne. Dans ce cadre, nous nous interrogerons sur le risque de dédollarisation des flux et des réserves avant de partager notre stratégie d'allocation d'actifs.

\* PEF : Perspectives Economiques et Financières

**Francis Jaisson**

Directeur général délégué en charge des gestions



### Sommaire

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

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales

**Suivi Macroéconomique** p5

Etats-Unis  
Europe  
Asie

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La volatilité obligataire a, à nouveau, atteint des niveaux très élevés cette semaine, à l'image de l'OAT 10 ans qui a fluctué entre 2,15% et 2,48% pour clôturer à 2,20% après des amplitudes quotidiennes de plus de 15pb. Les marchés sont inquiets des effets sur la croissance, des chiffres élevés d'inflation, des relèvements plus ou moins agressifs des taux directeurs des banques centrales (FED, BOE\* et Banque Nationale Suisse, cette semaine) et des risques de fragmentation (écart entre les taux souverains à l'intérieur de la zone) en Europe.

La BCE a d'ailleurs réaffirmé, au cours d'une réunion convoquée en urgence, sa volonté de lutter contre ce risque. Cette annonce a permis aux taux italiens de baisser de 20pb sur la semaine et à l'écart de taux par rapport à l'Allemagne 10 ans de se replier de manière spectaculaire, à 191pb après un plus haut à 242pb. Sur le marché du crédit, ce contexte d'inflation élevée et de resserrement monétaire fait craindre des pressions sur la rentabilité des entreprises. Dans cet environnement, les primes de risque ont continué de se tendre (+23pb sur l'indice Barclays de catégorie investissement européen) dans un marché peu favorable à l'accueil de nouvelles émissions.

### Le Focus de la semaine : Après trois mois et demi de conflit en Ukraine et de sanctions, la situation de la dette souveraine russe reste incertaine.

Le marché anticipe toujours un défaut imminent sur la dette en devise, en témoignent les prix (autour de 20%) auxquels traitent la dette souveraine en dollars et en euro. Dans le même temps, la dette en rouble s'échange à un prix de 88% pour une échéance à 10 ans.

Pour rappel, un défaut sur la dette en devise constituerait une première depuis 1918, lorsque Lénine avait refusé de reconnaître la dette héritée du régime tsariste. Cette divergence de valorisation des obligations selon leur devise d'émission, traduit une situation inédite dans laquelle un Etat n'ayant pas, à ce stade, de problème de solvabilité, est dans l'incapacité d'honorer ses engagements en raison du blocage des circuits de paiement, consécutif aux sanctions occidentales. Après avoir échappé fin mai, à un premier défaut, avec le paiement intervenu au dernier jour de la période de grâce, d'une échéance en dollar, le compte à rebours (30 jours) est une nouvelle fois déclenché, après le blocage depuis le 27 mai, de 2 paiements pour un total de 100M\$. Cette fois-ci, la fin de l'exemption américaine qui avait permis le règlement du mois précédent ainsi que de nouvelles sanctions européennes qui visent le dépositaire centralisateur russe, risquent de geler tous les circuits d'acheminement des paiements vers les créanciers finaux et de conduire à un défaut, le 26 juin prochain. De plus, le CDDC\*\*, comité de crédit de l'ISDA, organisation regroupant les principaux intervenants sur les marchés financiers dérivés de gré à gré s'est récemment prononcé sur le manquement d'un paiement de 1.9M\$ correspondant à des intérêts non versés pendant la période de grâce de 30 jours. Cet événement constitue un événement de crédit ouvrant la voie au déclenchement des protections sur la dette souveraine russe (CDS) dont l'encours net notionnel en relation avec la Russie serait de 2,54 milliards de dollars. Cet événement n'est toutefois pas de nature à déclencher un défaut global sur la dette.

On le voit, la pression occidentale se renforce sur l'Etat russe. La situation est, à bien des égards, inédite. Le gouvernement russe semble vouloir honorer ses engagements et démontrer qu'il met tout en œuvre pour cela. Les occidentaux, de leur côté, souhaitent vraisemblablement, provoquer un défaut sur la dette en devise de la Fédération de Russie afin de couper un peu plus l'Etat et l'économie russe des financements de marchés. Cela signifie qu'en cas de défaut, les développements à venir ne suivront probablement pas un schéma classique de négociation avec les créanciers, de restructuration de la dette et de dévaluation de la monnaie.

Plusieurs questions sont aujourd'hui sans réponse. Le défaut sera-t-il effectif le 26 juin à la fin de la période de grâce pour le paiement des 100M\$ de coupons ? Par qui le défaut sera-t-il annoncé officiellement, dès lors que les 3 principales agences de notation ne suivent plus la dette russe pour se conformer aux sanctions européennes ? (A priori, 25% des détenteurs d'une dette pourraient déclarer le défaut). Qui sera à l'initiative des poursuites ? Les 2 parties ont des arguments solides à faire valoir : volonté de payer et preuves des transferts d'un côté et situation de blocage liée aux sanctions justifiées par l'agression qui bloquent les circuits de paiement de l'autre. Ou encore, auprès de quelle juridiction les plaintes seront-elles déposées ?

\*BOE : Bank of England

\*\* CDDC : Credit Derivatives Determination Committee

Eric Le Coz

Responsable équipe Gestion Mandats Taux



| Marchés Obligataires         | Niveaux  |       |          |          |           | Variations (en pbs) |          |          |             | Pente* (en pbs) |           |       |
|------------------------------|----------|-------|----------|----------|-----------|---------------------|----------|----------|-------------|-----------------|-----------|-------|
|                              | 17/06/22 | 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  | 1,75     | 1,00  | 0,50     | 0,25     | 0,25      | 0,75                | ↑        | 1,25     | ↑           | 1,50            | ↑         |       |
| BCE - Taux Repo              | 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            | →         |       |
| Banque d'Angleterre          | 1,25     | 1,00  | 0,75     | 0,25     | 0,10      | 0,25                | ↑        | 0,50     | ↑           | 1,00            | ↑         | 1,15  |
| Banque du Japon              | -0,10    | -0,10 | -0,10    | -0,10    | -0,10     | 0,00                | →        | 0,00     | →           | 0,00            | →         |       |
| <b>Taux 10 ans</b>           |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |       |
| Etats-Unis                   | 3,23     | 3,16  | 2,17     | 1,51     | 1,50      | 7                   | ↑        | 106      | ↑           | 172             | ↑         | 172   |
| Allemagne                    | 1,66     | 1,52  | 0,39     | -0,18    | -0,20     | 15                  | ↑        | 128      | ↑           | 184             | ↑         | 186   |
| France                       | 2,20     | 2,10  | 0,84     | 0,20     | 0,16      | 11                  | ↑        | 137      | ↑           | 201             | ↑         | 205   |
| Italie                       | 3,60     | 3,76  | 1,90     | 1,17     | 0,82      | -17                 | ↓        | 170      | ↑           | 243             | ↑         | 278   |
| Royaume-Uni                  | 2,50     | 2,45  | 1,57     | 0,97     | 0,78      | 5                   | ↑        | 93       | ↑           | 153             | ↑         | 172   |
| Japon                        | 0,23     | 0,25  | 0,21     | 0,07     | 0,06      | -3                  | ↓        | 2        | ↑           | 16              | ↑         | 17    |
| <b>Crédit</b>                |          |       |          |          |           |                     |          |          |             |                 |           |       |
| Indice Itraxx Main           | 111,9    | 99,7  | 70,2     | 47,8     | 47,4      | 12,2                | ↑        | 41,7     | ↑           | 64,2            | ↑         | 64,5  |
| Indice Itraxx Crossover      | 563,4    | 500,9 | 334,3    | 241,7    | 234,1     | 62,4                | ↑        | 229,1    | ↑           | 321,7           | ↑         | 329,3 |

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

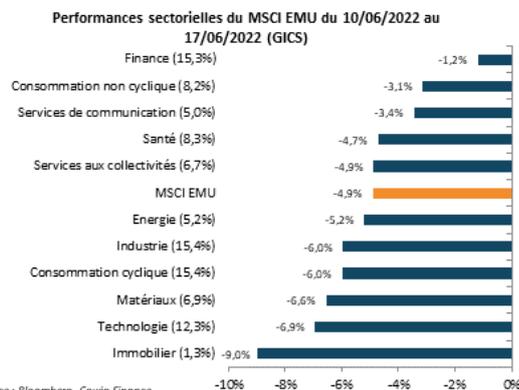
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière, le marché actions européen (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) a baissé de -4,6% pénalisé par l'inflation élevée, la hausse des taux, la guerre en Ukraine et le ralentissement chinois. Et les communications des banques centrales n'ont pas suffi à rassurer les marchés. En termes de performances sectorielles, tous les secteurs sont en baisse. Le secteur immobilier est en chute de -9% pénalisé par les hausses des taux. Depuis le début de l'année, le seul secteur en hausse est celui de l'énergie en progression de +14% alors que le marché est en baisse de -20,3%.

Au niveau des valeurs, Just Eat Takeaway (-20,5%) et HelloFresh (-15,3%) sont pénalisés par la baisse du secteur technologique aux Etats-Unis qui est impacté par la hausse des taux. Zalando (-16,4%) souffre des craintes pesant sur les valeurs de consommation après l'alerte sur résultats d'Asos (-31,9%). Siemens Healthineers (-14,7%) est pénalisé par le confinement en Chine qui fait craindre un ralentissement de l'activité. Par zones géographiques, tous les pays sont en baisse, la Belgique résiste le mieux en baisse de -1,5%. Depuis le début de l'année, le Portugal est le seul pays en hausse de +5,6% alors que la Suède affiche la plus faible performance en baisse de -25,3%. Le pays étant pénalisé par le poids important dans l'indice de valeurs industrielles.



Source : Bloomberg, Covéa Finance

### Le Focus de la semaine : L'hydrogène pour les avions - les industriels s'y préparent

Dans l'Edito de cette semaine, nous souhaitons revenir sur l'annonce faite la semaine dernière par Air Liquide et ADP du projet de création de la première coentreprise pour accompagner le développement des infrastructures hydrogène dans les aéroports. Cette nouvelle s'inscrit dans le prolongement d'un protocole d'accord signé en 2021 et portant sur des études de faisabilité pour accompagner l'arrivée des avions à hydrogène. La coentreprise, détenue à 50-50 par les deux Groupes, va proposer une offre de services et d'ingénierie en France comme à l'international pour accompagner les aéroports dans leur transition vers l'hydrogène. Les premiers avions de ligne propulsés à l'hydrogène sont attendus en 2035. Afin de permettre un bon approvisionnement en hydrogène pour les avions mais également pour les engins au sol, les travaux d'études d'organisation des aéroports et les travaux nécessaires doivent commencer dès maintenant.

Dans le cadre de cette co-entreprise, Air Liquide apportera son expérience allant de la production par électrolyse, la liquéfaction, le stockage et la distribution de l'hydrogène pour les avions. ADP apportera son expertise en ingénierie aéroportuaire, ainsi que son savoir-faire dans les opérations aéroportuaires.

Les études préliminaires ont permis de démontrer la pertinence de l'hydrogène pour décarboner l'aviation qui est responsable de 2,5 % des émissions mondiales de CO2. Les « biofuels » ne sont qu'une étape intermédiaire avant la mise en œuvre des avions à hydrogène car ils sont produits en quantité trop faible et coûtent de six à sept fois plus cher que le kérosène. L'avion électrique en raison du poids des batteries devrait rester réservé aux petits appareils de moins de 20 places. Ainsi, Airbus a annoncé, mardi 22 février, la signature d'un partenariat avec les deux motoristes Safran et son associé américain General Electric afin de tester, à partir de 2026, un moteur à hydrogène. Dans un premier temps, le trio va développer un démonstrateur en équipant un A380 d'un cinquième moteur reconditionné pour fonctionner à l'hydrogène. Le réacteur supplémentaire sera fixé à l'arrière du fuselage. L'A380 décollera ainsi avec ses moteurs alimentés au kérosène, avant, une fois atteinte son altitude de croisière, de poursuivre son vol à l'hydrogène. En septembre 2020, Airbus avait déjà annoncé vouloir développer un avion 100% hydrogène d'ici 2035. Trois concepts ont été dévoilés dont une aile volante qui a l'avantage d'offrir un grand espace de stockage de carburant. Cela est nécessaire car l'hydrogène est trois fois plus léger que le kérosène, mais presque quatre fois plus volumineux nécessitant d'immenses réservoirs impossibles à loger dans une architecture d'avion classique. Par ailleurs, le stockage de l'hydrogène liquide dans des réservoirs est très complexe, d'une part à cause de la température de -270 °C à maintenir, et d'autre part par le caractère fuyage de ce liquide qui passe à travers les matériaux. Il va falloir développer de nouveaux matériaux pour transporter l'hydrogène. L'industrie ne part pas de zéro car l'hydrogène est utilisé dans le spatial mais il va falloir trouver des matériaux conçus pour une utilisation plus longue. Les sociétés exposées à ce changement s'inscrivent dans notre thème PEF capacité d'innovation et d'adaptation.

Thomas Thirouin

Gérant OPC Actions Europe



| Actions Europe             | Niveaux  |        |          |          |           | Variation (en %) |             |          |             |       |   |       |   |
|----------------------------|----------|--------|----------|----------|-----------|------------------|-------------|----------|-------------|-------|---|-------|---|
|                            | 17/06/22 | J-7    | 17/03/22 | 31/12/21 | T-12 mois | J-7              | dernier pef | 31/12/21 | sur 12 mois |       |   |       |   |
| MSCI EMU                   | 123,3    | 129,1  | 138,8    | 154,1    | 148,5     | -4,5             | ↓           | -11,2    | ↓           | -20,0 | ↓ | -17,0 | ↓ |
| MSCI EMU Mid Cap           | 886      | 932    | 985      | 1 094    | 1 058     | -5,0             | ↓           | -10,1    | ↓           | -19,1 | ↓ | -16,3 | ↓ |
| MSCI EMU Small Cap         | 369,5    | 393,8  | 443,3    | 487,4    | 494,1     | -6,2             | ↓           | -16,7    | ↓           | -24,2 | ↓ | -25,2 | ↓ |
| MSCI Europe                | 135,1    | 141,5  | 150,4    | 161,7    | 152,3     | -4,6             | ↓           | -10,2    | ↓           | -16,5 | ↓ | -11,3 | ↓ |
| France CAC40               | 5 883    | 6 187  | 6 613    | 7 153    | 6 666     | -4,9             | ↓           | -11,0    | ↓           | -17,8 | ↓ | -11,8 | ↓ |
| Allemagne DAX30            | 5 370    | 5 632  | 6 058    | 6 696    | 6 653     | -4,65            | ↓           | -11,4    | ↓           | -19,8 | ↓ | -19,3 | ↓ |
| Italie MIB                 | 21 789   | 22 547 | 24 124   | 27 445   | 25 714    | -3,4             | ↓           | -9,7     | ↓           | -20,6 | ↓ | -15,3 | ↓ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (£) | 7 016    | 7 318  | 7 385    | 7 385    | 7 153     | -4,1             | ↓           | -5,0     | ↓           | -5,0  | ↓ | -1,9  | ↓ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 8 173    | 8 567  | 8 756    | 8 777    | 8 356     | -4,6             | ↓           | -6,7     | ↓           | -6,9  | ↓ | -2,2  | ↓ |

Sources : Bloomberg Covéa Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

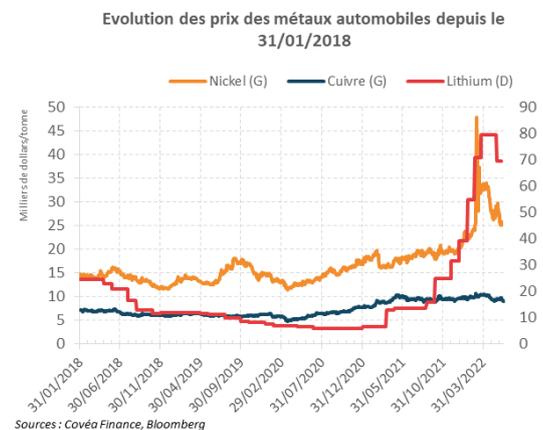
### L'analyse des marchés :

En **Asie**, les principaux marchés évoluent en forte baisse sur la semaine, en réaction aux annonces de resserrements monétaires des banques centrales et aux craintes sur la croissance de l'économie mondiale. Seules les financières japonaises, les sociétés de services aux collectivités en Corée du Sud et la santé à Taiwan résistent. Dans l'actualité des sociétés, et malgré le signal prudent envoyé par Samsung Electronics qui met temporairement en pause ses commandes auprès de fournisseurs en raison du gonflement des stocks et des préoccupations liées à l'inflation, on note la poursuite d'une forte dynamique concernant les investissements dans les infrastructures de semi-conducteurs. En effet, TSMC a ainsi déclaré qu'il produira en masse des gravures de 2 nanomètres d'ici 2025. Dans l'automobile, le chinois BYD, leader en Chine et probable futur fournisseur de batteries pour Tesla, a opéré un placement privé pour un équivalent de 6,7 milliards de dollars.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 enregistre une de ses plus fortes baisses hebdomadaires, perdant près de 6%. Depuis la publication des chiffres de l'inflation américaine et après la décision de la FED d'accélérer son resserrement monétaire, beaucoup d'investisseurs redoutent que l'économie bascule en récession, contribuant à entrainer les indices dans une spirale baissière qui affecte tous les secteurs, des défensifs aux cycliques. Les valeurs pétrolières affichent les pires performances de la semaine, pénalisées par la publication de stocks américains élevés et par les craintes de ralentissement de la demande. En outre, le président Biden, dans un courrier adressé aux dirigeants des géants pétroliers, fustige des marges qu'il juge inacceptables et demande des efforts pour calmer les prix qui pénalisent les consommateurs américains, réitérant au passage son désir de les voir augmenter leurs productions. Alors que les profits des entreprises américaines sont, dans l'ensemble, déjà publiés, certaines publications tardives intègrent des prévisions résolument prudentes à l'égard de l'environnement macroéconomique. C'est ainsi qu'Adobe, géant de la transformation digitale, a dévoilé des résultats témoignant d'une activité très robuste, mais revoit à la baisse ses prévisions. Il cite notamment des effets de change plus difficiles et un contexte international plus compliqué, faisant ainsi écho à l'avertissement récent de Microsoft.

### Le Focus de la semaine : Transition énergétique et automobile : un chemin semé d'embûches ?

Comme nous l'abordons régulièrement dans le suivi de nos perspectives économiques et financières, le secteur automobile est confronté à l'un des plus grands défis de son histoire et doit s'adapter à des ruptures majeures. La principale consiste en l'électrification, suscitée par l'innovation (essentiellement américaine) et rendue possible par une courbe d'expérience favorable dans la production de batteries (essentiellement chinoise). Cette rupture, voulue par des régulateurs (essentiellement européens) impose à l'industrie une feuille de route drastique qui semble faire fi des contraintes sociales et économiques qu'elle implique, en témoigne la décision récente du parlement européen d'interdire les véhicules thermiques en 2035. Pour certains constructeurs, ces défis sont autant d'opportunités de réduire le poids d'une intensité capitaliste devenue trop élevée, notamment à cause des contraintes environnementales imposées aux moteurs thermiques. Toutefois, l'accès aux ressources critiques (Lithium, Nickel...) et les hausses récentes des prix de l'énergie ont inversé la courbe auparavant descendante du coût des batteries. Censé descendre sous les 100\$/Kwh rapidement, il est en fait passé d'environ 126\$ fin 2020 à quelques 150\$ actuellement, ce qui n'est pas sans soulever la question de la démocratisation de la voiture électrique alors que le pouvoir d'achat des ménages est déjà rogné par la hausse générale des prix. Dans ce contexte, le tarissement des financements et un retour à la réalité économique commence à faire de premières victimes, à l'image du fabricant américain de camionnettes commerciales ELMS, qui s'est déclaré en faillite moins d'un an après son introduction en bourse. De leur côté, les principaux constructeurs aux Etats Unis viennent de demander au Congrès un relèvement du plafond de 200 000 livraisons de voitures électriques par an au-delà duquel leurs clients perdent l'éligibilité au crédit d'impôts de 7500\$ pour l'achat d'un véhicule. Une telle mesure permettrait de compenser les hausses de prix. Les constructeurs et leurs fournisseurs restent donc tributaires d'une augmentation massive des approvisionnements à moyen terme et doivent encore compter sur des progrès technologiques pour rendre les batteries plus sobres. En attendant, ils bénéficient tout de même d'une normalisation de leurs chaînes de production et peuvent s'appuyer sur une demande encore élevée car insuffisamment satisfaite depuis presque trois ans et qui s'était reportée sur les voitures d'occasion.



Grégoire Ginoux

Gérant Actions Amérique



| Actions Internationales  | Niveaux  |        |            |          |           | Variations (en %) |            |          |             |      |            |          |             |
|--------------------------|----------|--------|------------|----------|-----------|-------------------|------------|----------|-------------|------|------------|----------|-------------|
|                          | 17/06/22 | J-7    | 17/03/2022 | 31/12/21 | T-12 mois | en devise locale  |            |          | en €        |      | 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      | 3 675    | 3 901  | 4 412      | 4 766    | 4 222     | -5,8              | -16,7      | -22,9    | -13,0       | -5,6 | -12,0      | -16,5    | -1,3        |
| Etats-Unis - Dow Jones   | 29 889   | 31 393 | 34 481     | 36 338   | 33 823    | -4,8              | -13,3      | -17,7    | -11,6       | -4,6 | -8,4       | -10,9    | 0,2         |
| Etats-Unis - Nasdaq      | 10 798   | 11 340 | 13 615     | 15 645   | 14 161    | -4,8              | -20,7      | -31,0    | -23,7       | -4,6 | -16,2      | -25,3    | -13,5       |
| Japon Nikkei 300         | 385      | 412    | 401        | 420      | 385       | -6,5              | -3,9       | -8,2     | 0,0         | -6,7 | -10,8      | -15,2    | -7,4        |
| Corée du Sud KOSPI       | 2 441    | 2 596  | 2 695      | 2 993    | 2 391     | -6,0              | -9,4       | -18,5    | 2,1         | -6,5 | -10,5      | -18,9    | 2,2         |
| Chine - Shanghai         | 3 317    | 3 315  | 3 224      | 3 640    | 3 315     | 0,0               | 2,9        | -8,9     | 0,0         | 0,5  | 3,1        | -6,4     | 9,4         |
| Hong Kong Hang Seng      | 21 075   | 21 806 | 19 532     | 23 398   | 28 559    | -3,4              | 7,9        | -9,9     | -26,2       | -3,2 | 13,5       | -3,1     | -17,2       |
| Marchés Emergents - MSCI | 1 005    | 1 055  | 1 121      | 1 232    | 1 363     | -4,7              | -10,4      | -18,5    | -26,3       | -4,6 | -5,3       | -11,7    | -16,4       |

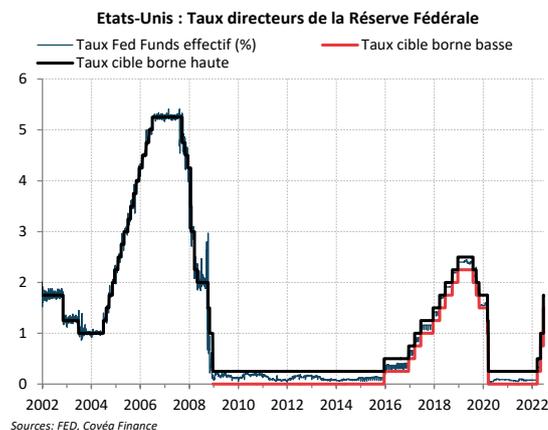
Sources : Bloomberg, Covéa Finance

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« La Réserve fédérale renforce son engagement à lutter contre l'inflation et hausse le ton »

**Le comité de politique monétaire de la Réserve Fédérale (Fed) a finalement procédé à une hausse de 75 points de base (bp) de ses taux directeurs lors de sa réunion de juin.** Avec ce mouvement d'ampleur inédite depuis 1994, la fourchette cible des taux fed funds est portée à entre 1,5% et 1,75%. L'ensemble des membres a voté pour ce mouvement, à l'exception de la Présidente de la Fed de Kansas City, Esther Georges, qui s'est prononcée pour une hausse plus modeste de 50 bp. Jerome Powell a signalé lors de la conférence de presse qu'une hausse de 50 ou 75 bp serait vraisemblable lors de la prochaine réunion de juillet. La médiane des prévisions des membres du comité de politique monétaire (FOMC) porte le taux directeur en fin d'année, soit 1,75% de hausse supplémentaire lors des 4 prochaines réunions de 2022. En 2023, une hausse de 33 bp est envisagée selon la médiane, puis un assouplissement de même ampleur en 2024. Le taux atteindrait donc son maximum en 2023 à 3,75%.



**Les prévisions de croissance ont été révisées en forte baisse pour 2022 et 2023 à 1,7% respectivement, contre 2,8% et 2,2% en mars dernier** (il s'agit de la croissance du PIB T4 sur T4). Le taux de chômage qui était vu quasiment stable à horizon 3 ans, est désormais envisagé sur une pente ascendante, à 3,7% fin 2022, puis 3,9% pour 2023 et 4,1% fin 2024. Ces prévisions suggèrent que le FOMC envisage toujours un atterrissage en douceur de l'économie, un message réitéré par J. Powell lors de sa conférence de presse. Sans surprise l'inflation a été revue en hausse pour 2022 à 5,2% contre 4,3% en mars et le FOMC semble estimé que le chemin plus agressif désormais emprunté permettra une baisse de l'inflation plus rapide, à 2,6% fin 2023, puis 2,2% fin 2024 (-0,1% par rapport à mars). A noter également que le taux de long terme, soit le taux neutre qui ne stimule ni ne freine l'activité, est revu en très légère hausse à 2,5%, contre 2,4% précédemment. Par ailleurs, le comité n'a pas modifié sa politique quantitative et prévoit toujours une réduction mensuelle du bilan de 47,5 Mds\$ pendant 3 mois, puis 95 Mds\$ à partir de septembre. Le communiqué publié ne fait plus mention de prévisions d'un marché du travail solide et renforce l'engagement à revenir à la cible de 2%. La Réserve fédérale affirme ainsi son choix de donner la priorité à la lutte contre l'inflation. **Avec un resserrement monétaire désormais beaucoup plus agressif, la ligne de crête qui permettrait de réduire les pressions inflationnistes tout en évitant une contraction de l'activité semble de plus en plus étroite.**

**Les ventes au détail en valeur ont enregistré un repli de 0,3% en glissement mensuel au mois de mai, après 4 mois consécutifs de progression.** Ce coup d'arrêt est entièrement lié à la chute des ventes d'automobiles qui se contractent de 3,5% sur le mois. Hors automobiles, les ventes au détail ont maintenu une dynamique haussière en valeur (+0,5%), qui

reflète probablement davantage la dynamique des prix que des volumes de ventes.

**La production industrielle du mois de mai a progressé de 0,2% en glissement mensuel, tirée par le secteur minier (+1,3%) et les services aux collectivités (+1%).** Le secteur manufacturier s'inscrit en légère baisse (-0,1%), malgré la progression de la production automobile (+0,7%). Cette faiblesse reflète une baisse marquée dans la production de machines et équipements (-2,1%) et dans une moindre mesure de l'alimentation et boissons (-0,6%). En rythme annuel, la production industrielle affiche une croissance de près de 6%. Le recul marqué des indicateurs d'enquête manufacturiers en mai et juin suggèrent toutefois une dynamique en ralentissement.

**Au Brésil, la Banque centrale a poursuivi son resserrement monétaire** lors de sa réunion du 15 juin et augmenté son taux directeur de 50 points de base (bp), le portant ainsi à 13,25%. Ce mouvement, d'une moindre ampleur que le précédent (+100 bp en mai), devrait selon le communiqué du comité de politique monétaire être suivi d'un nouveau resserrement lors de la prochaine réunion. La hausse envisagée serait de 50bp ou 25 bp en août. Cette poursuite du resserrement se justifie par une révision haussière des perspectives d'inflation, à 4% fin 2023, contre 3,4% précédemment. L'inflation brésilienne s'est établie à 11,7% en rythme annuel en mai.

| Indicateurs de la semaine*         |               | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2020 | Moy. 2021 |
|------------------------------------|---------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| Indice de confiance NFIB           | Indice        | mai-22  | 93     | 93    | 100       | 99        |
| Prod. Industrielle                 | Vol, CVS, GA% | mai-22  | 5,8    | 6,3   | -7,2      | 5,5       |
| Permis de Construire - Résidentiel | Vol, CVS, GA% | mai-22  | 0      | 3     | 7         | 18        |
| Mises en Chantier - Résidentiel    | Vol, CVS, GA% | mai-22  | -3,5   | 20,3  | 8,1       | 15,1      |
| Ventes au détail                   | Vol, CVS, GA% | mai-22  | 8      | 8     | 1         | 20        |

\*Du 13/06/2022 au 19/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

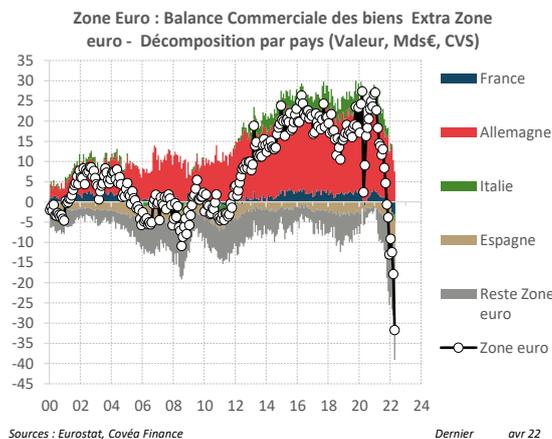


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Les tensions sur l’approvisionnement en gaz menacent la croissance européenne »

**En zone euro, les tensions sur les approvisionnements en gaz se sont intensifiées cette semaine entraînant dans leur sillage une hausse des prix (la référence européenne du prix du gaz naturel, Dutch TTF, a enregistré une hausse de 50% sur la semaine).** En effet, Gazprom a annoncé que les approvisionnements de gaz via le pipeline Nord Stream seraient diminués de 60% en raison de problèmes techniques. L’Allemagne, l’Italie, la Slovaquie et l’Autriche seraient les principaux pays affectés. Selon Gazprom, il s’agirait d’une panne dont la réparation serait compliquée par les sanctions qui empêchent la Russie d’importer les pièces nécessaires. Le vice-chancelier allemand considère quant à lui qu’il s’agit plutôt de représailles politiques suite à la visite des chefs d’Etats de la France, de l’Italie et de l’Allemagne à Kiev. A cela s’ajoute un incendie d’un terminal de gaz naturel liquéfié aux États-Unis qui représente près de 18% des exportations américaines et dont le délai de remise en marche totale serait plus long que ce qui a été initialement annoncé (90 jours au lieu de 3 semaines). Cet incendie complique la stratégie européenne de stockage et de diversification des approvisionnements énergétiques avant la mise en place effective de l’embargo sur les produits pétroliers prévue en fin d’année.



« Au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, le taux de vacances du marché de l’emploi en zone euro progresse et atteint 3,1%. Il augmente dans tous les pays de la zone euro, particulièrement en Allemagne où il atteint 4,1% avec de fortes tensions dans le secteur de la construction. Ces tensions devraient persister car au mois de mai, 38,9% des entreprises allemandes du secteur de la construction ont signalé les difficultés de recrutement comme facteur limitant la production (contre 27,6% au mois de mars).

« La balance des biens de la zone euro, encore largement excédentaire en 2021, poursuit sa dégringolade pour atteindre un plus bas historique, à -32,4 Mds€ en avril. Cette évolution reflète notamment la dégradation continue des termes de l’échange, en raison de la forte progression des prix des importations énergétiques.

« Alors que la Pologne a finalement donné son accord (pour plus de détails voir le Suivi Hebdomadaire du 7 juin 2022) pour la directive européenne visant à instaurer une taxation minimale de 15% sur les bénéfices des multinationales, c’est au tour de la Hongrie d’opposer son veto (alors qu’elle était jusque là favorable). Le Ministre des finances hongrois a considéré que la directive pourrait pénaliser l’économie hongroise déjà fragilisée par la guerre en Ukraine et une inflation galopante (10,8% en GA en mai).

| Indicateurs de la semaine* |  | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2020 | Moy. 2021 |
|----------------------------|--|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| RU                         | Taux de chômage<br>% de la pop. active | mars-22 | 3,8    | 3,7   | 5,1       | 4,0       |
|                            | Prod. industrielle<br>Vol, CVS, GA%    | avr.-22 | 0,7    | 0,7   | -8,4      | 5,1       |

\*Du 13/06/2022 au 19/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

directrice pourrait pénaliser l’économie hongroise déjà fragilisée par la guerre en Ukraine et une inflation galopante (10,8% en GA en mai).

**En France, le parti présidentiel reste la première force politique au parlement (245 sièges) mais n’a pas obtenu la majorité absolue à l’issue du second tour des élections législatives.** Avec 88 sièges, le Rassemblement National a fait une nette percée tandis que la NUPES devient le premier parti d’opposition (avec 131 sièges). La capacité d’action du gouvernement d’E. Macron risque donc d’être limitée et sera, dans tous les cas, conditionnée à la mise en place de consensus entre les partis.

**Au Royaume-Uni, le comité de politique monétaire de la Banque d’Angleterre (BoE) a procédé à 6 voix contre 3 à une hausse du taux directeur de 0,25 point de pourcentage, le portant ainsi à 1,25%.** Les trois membres dissidents se sont prononcés en faveur d’une hausse de 0,50 point de pourcentage. La Banque d’Angleterre maintient donc une approche graduelle alors que la FED et la BCE ont accéléré le pas. La BoE souligne le ralentissement de l’activité britannique mais note que le marché du travail reste tendu et que les récentes mesures budgétaires de lutte contre l’augmentation du coût de la vie devraient soutenir l’activité à court terme. Le comité de politique monétaire estime que la hausse de l’inflation, à 9% en avril, devrait se poursuivre pour atteindre un pic en octobre à 11%. A moyen terme, la communication de la Banque d’Angleterre apparaît potentiellement plus restrictive. Alors qu’elle notait, en mai dernier, « qu’un durcissement de la politique monétaire pourrait encore être approprié dans les mois à venir », la BoE estime désormais que « le rythme et l’ampleur de futures hausses de taux dépendra de l’évaluation de la situation économique et des pressions inflationnistes ». Le comité de politique monétaire ajoute qu’il sera prêt à agir en cas de pressions inflationnistes plus persistantes. **Du côté des données d’activité, l’indice de PIB mensuel décrit une contraction de l’activité de 0,3% au mois d’avril, avec un troisième mois consécutif de repli pour l’industrie manufacturière et un recul de la construction après un premier trimestre dynamique.** L’indice des services enregistre également une baisse, qui reflète toutefois principalement la fin des campagnes de tests dans le cadre de la lutte contre le Covid. Enfin, le marché du travail britannique reste très tendu malgré une légère hausse du taux de chômage, qui atteint 3,8% en moyenne sur les trois derniers mois menant à avril. Le nombre d’emplois vacants est ainsi équivalent au nombre de chômeurs. La croissance des salaires se stabilise pour sa part sur des niveaux élevés. **Enfin, sur le front du Brexit, le gouvernement britannique a présenté son projet de loi visant à modifier le protocole sur l’Irlande du Nord signé lors des accords sur le Brexit. En retour, l’Union Européenne a annoncé le lancement de procédures d’infraction contre Londres.**

**La Banque nationale suisse (BNS) a resserré sa politique monétaire en relevant d’un demi-point son taux directeur, le portant ainsi à -0,25%.** La BNS craint que l’inflation dépasse sa cible de 2% et n’exclut pas d’autres hausses de taux dans un avenir proche. Concernant le cours du Franc suisse, le président de la banque centrale note que la BNS pourrait intervenir « dans les deux directions » et que « si le franc venait à s’affaiblir, nous pourrions envisager de vendre des devises étrangères ».

Mounira Nakaa  
Economiste Zone Europe



Pierre Bossuet  
Economiste Zone Europe



# Suivi Macroéconomique

## Focus : Vers un nouvel outil anti-fragmentation en zone euro

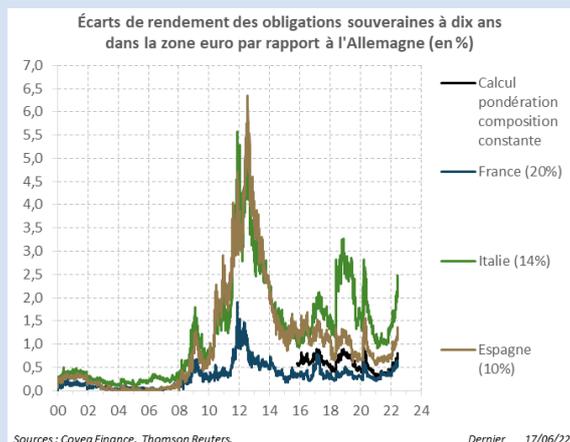
**La menace de fragmentation sur les marchés souverains des pays de la zone euro s'est intensifiée cette semaine et a poussé la BCE à agir.** La BCE définit la fragmentation des marchés comme une hausse de l'écart des rendements des dettes souveraines entre les pays de la zone euro qui ne serait pas justifiée par les fondamentaux économiques et qui entraînerait une divergence des conditions de financement (et, par conséquent, de la transmission de la politique monétaire) entre les pays. Alors que le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale européenne (BCE) n'avait que peu abordé la question de la fragmentation des marchés lors de sa réunion de politique monétaire du mois de juin, la forte hausse des écarts entre les rendements des obligations souveraines italiennes et allemandes ont poussé la BCE à organiser une réunion exceptionnelle afin d'examiner les « conditions actuelles du marché ».

**Suite à cette réunion, la BCE a confirmé la flexibilité des réinvestissements des échéances du programme d'achat d'urgence face à la pandémie (PEPP)** ce qui reviendrait ainsi à concentrer les réinvestissements sur les pays les plus exposés à la fragmentation notamment l'Italie et la Grèce. Par ailleurs, elle a mandaté les services de l'Eurosystème ainsi que ceux de la BCE pour accélérer la création d'un « nouvel instrument anti-fragmentation » qui sera certainement présenté lors de la prochaine réunion prévue le 21 juillet. Ce nouvel instrument est particulièrement attendu car le PEPP à lui seul pourrait s'avérer insuffisant en cas de creusement de l'écart entre les taux souverains. Cet instrument prendrait la forme d'un programme d'achat d'actifs mais plusieurs interrogations subsistent :

- Le niveau de conditionnalité assorti à sa mise en place et notamment l'adoption des réformes économiques recommandées par la Commission européenne. Un niveau de conditionnalité trop élevé pourrait limiter le recours à cet instrument ;
- Le niveau de flexibilité qui s'entend aussi bien en termes de pays couverts par le programme, de la durée de sa mise en place et des montants alloués ;
- Enfin, dans un contexte de normalisation de sa politique monétaires, la BCE devra aussi prévoir un mécanisme de compensation afin d'absorber la liquidité injectée dans les marchés et « stériliser » ainsi l'effet de l'instrument sur la création monétaire.

**Par le passé, la BCE a lancé deux outils pour lutter contre la fragmentation des marchés.** Le programme pour le marché des titres (*Securities and Market Program, SMP*) mis en place en mai 2010 qui s'est traduit par le rachat sur le marché secondaire d'obligations souveraines du Portugal, de l'Irlande, de l'Italie, de la Grèce et de l'Espagne pour un montant total d'environ 220 milliards d'euros. Ces opérations ont porté essentiellement sur les titres de dettes publiques mais étaient aussi possibles pour les titres de dettes privées. La BCE a procédé à la stérilisation de ces opérations qui n'ont donc pas eu d'impact sur la création monétaire. Le second programme correspond aux opérations monétaires sur titres (*Outright Monetary Transactions, OMT*) qui a été lancé à partir d'août 2012 mais qui n'a jamais été utilisé et qui reste à ce jour actif. Ce programme était assorti d'un niveau de conditionnalité particulièrement élevé ce qui aurait limité son utilisation.

**Enfin, Isabel Schnabel dans son discours aux étudiants de la Sorbonne le 14 juin dernier, a rappelé que l'engagement ferme de la BCE à lutter contre la fragmentation est un élément essentiel pour rassurer les marchés.** En 2012, le « quoi qu'il en coûte » (*whatever it takes*) de Mario Draghi, alors président de la BCE a été particulièrement efficace pour mettre fin à la menace de fragmentation. Par ailleurs, elle a indiqué que malgré la hausse de niveaux d'endettement au sein de la zone euro plusieurs facteurs devraient rassurer les marchés et limiter les tensions haussières sur les taux souverains. Tout d'abord, les faibles niveaux des taux d'intérêt ont permis **d'allonger la maturité des dettes souveraines** en zone euro ce qui devrait ralentir la transmission de la hausse des taux. Par ailleurs, le **différentiel entre le taux d'intérêt et la croissance nominale resterait négatif** ce qui permettrait de limiter le fameux effet « boule de neige » où la hausse de la charge d'intérêt viendrait augmenter le niveau de la dette publique rapportée au PIB. Enfin, elle a insisté sur l'importance du plan de relance européen tant sur le plan institutionnel qu'économique. En ciblant les pays fortement endettés avec un faible niveau de PIB par tête, le plan de relance pourrait accélérer la convergence économique au sein de l'Union européenne.



Mounira Nakaa

Economiste Zone Europe

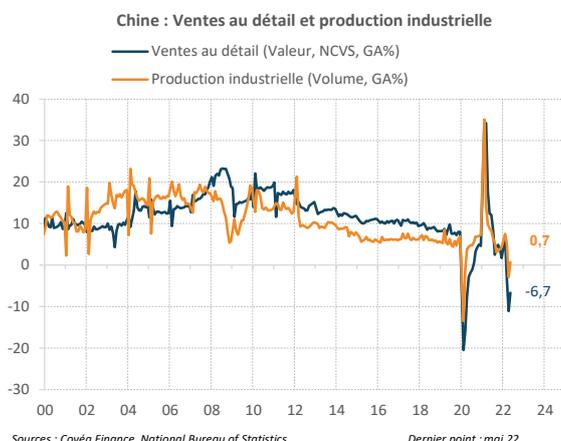


# Suivi Macroéconomique

## Asie

« En Chine, l'activité se redresse mais le risque sanitaire se maintient »

**Les données d'activité chinoises s'améliorent nettement en mai après le creux d'avril.** Ce redressement est principalement lié à la levée de restrictions sanitaires sur le mois. La production industrielle a bénéficié d'adaptations ciblées du confinement à Shanghai dans certains secteurs et d'un allègement des contraintes d'approvisionnement pour afficher une croissance de 0,7% en glissement annuel (notamment tirée par le rebond de la production automobile) après le déclin de 2,9% enregistré en avril. La croissance des investissements, qui avait fortement ralenti en avril à 1,8% en glissement annuel, s'est solidement redressée à 4,5% en mai, principalement portée par la dynamique des investissements en infrastructures qui bénéficient des annonces des autorités en faveur d'émissions d'obligations et d'investissements plus importants des gouvernements locaux. Les investissements dans le secteur manufacturier connaissent en revanche une accélération plus modeste alors que les investissements immobiliers continuent de décliner largement (-7,7% en glissement annuel) malgré les assouplissements politiques. La consommation a toutefois enregistré un moindre redressement comme l'illustre la croissance des ventes au détail qui est toujours largement négative à -6,7% en mai en glissement annuel (-11,1% en avril). Enfin, le taux de chômage a légèrement baissé à 5,9% après un pic à 6,1% en avril. Si ce redressement économique rassure quelque peu, les perspectives restent très incertaines sur l'imposition de nouvelles restrictions sanitaires dans le cadre de la politique « zéro covid » du gouvernement.



Sources : Covéa Finance, National Bureau of Statistics

Dernier point : mai 22

| Indicateurs de la semaine* |                                |                | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2020 | Moy. 2021 |
|----------------------------|--------------------------------|----------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| JP                         | Exportations                   | Val, CVS, GA%  | mai-22  | 15,5   | 12,4  | -11,4     | 21,7      |
|                            | Importations                   | Val, CVS, GA%  | mai-22  | 43,9   | 35,7  | -14,1     | 25,0      |
|                            | Investissement en actifs fixes | NCVS, GA%      | mai-22  | 6,2    | 6,8   | 2,9       | 4,9       |
| CH                         | Prod. Industrielle             | Val, NCVS, GA% | mai-22  | 0,7    | -2,9  | 3,4       | 9,3       |
|                            | Ventes au détail               | Val, NCVS, GA% | mai-22  | -6,7   | -11,1 | -2,9      | 12,4      |

\*Du 13/06/2022 au 19/06/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

**Au Japon, le déficit commercial atteint son plus haut depuis 2014 à 2 385 Mds de yens (18 Mds\$) sur le mois de mai.** Cette dégradation de la balance commerciale tient principalement de la très forte accélération des importations qui progressent de 48,9% en valeur en glissement annuel, principalement en lien avec la dépréciation du yen et la hausse des prix de l'énergie et des matières premières. En effet, la hausse des importations n'est que de 4,7% en volume en glissement annuel. Les exportations ont également accéléré, dans une moindre mesure, à 15,8% en glissement annuel en valeur. Toutefois, la dynamique en volume se maintient en territoire négatif (-3,5%) ce qui reflète notamment un

nouveau déclin mensuel des exportations vers la Chine. Ainsi, la dépréciation historique du yen semble, pour l'heure, avoir un effet négatif sur le solde commercial japonais.

**A rebours des autres banques centrales, la Banque du Japon (BoJ) a laissé sa politique monétaire inchangée.** Elle maintient ainsi son taux court à -0,1% et son programme de contrôle des taux souverains à 10 ans autour de 0%. Dans son communiqué, la BoJ estime que la croissance risque d'être moins importante que prévu tandis que l'inflation devrait être plus importante qu'anticipé. La Banque du Japon estime toutefois que l'inflation devrait ralentir par la suite alors que les pressions liées à l'énergie se dissipent (en avril, la BoJ estimait que l'inflation atteindrait 1,1% en 2023 et 2024). La BoJ a tout de même ajouté au communiqué qu'une attention particulière devait être accordée au développement des marchés financiers et de devises tandis que le gouverneur de la Banque du Japon a déclaré que la dépréciation massive du yen était négative pour l'économie dans la mesure où elle augmentait l'incertitude et réduisait les perspectives d'investissement.

**L'Australie renforce ses engagements climatiques.** Le nouveau gouvernement travailliste s'est engagé auprès des Nations unies à ce que le pays réduise de 43% ses émissions de carbone entre 2005 et 2030. L'objectif du précédent gouvernement conservateur impliquait un recul d'entre 26% et 28% des émissions sur cette même période.

**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.