

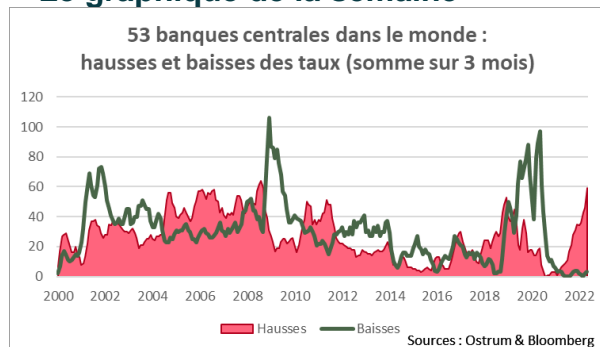
● Le thème de la semaine : REPowerEU : Urgence de réduire rapidement la forte dépendance de l'UE à l'énergie russe

- Le plan REPowerEU vise à rendre l'UE indépendante de l'énergie russe bien avant 2030 tout en atteignant la neutralité carbone d'ici 2050 ;
- Il repose sur 4 axes : accroître les économies d'énergie, diversifier les sources d'approvisionnement, accélérer le déploiement des énergies renouvelables et réaliser des investissements massifs ;
- La Facilité pour la Reprise et la Résilience jouera un rôle essentiel à côté d'investissements des Etats membres et du privé ;
- Le succès de ce plan dépend de la volonté et de la capacité des Etats membres à coopérer et réaliser les investissements et réformes essentiels pour assurer la sécurité énergétique de l'UE.

● La revue des marchés : Un peu de répit pour les actions

- Rally obligataire et fort rebond des actions américaines ;
- Le dollar rechute, l'euro à 1,07\$;
- Les syndications pèsent sur le 30 ans européen ;
- Fragile équilibre sur le crédit en euros.

● Le graphique de la semaine



Selon nos calculs, il y a eu 59 hausses de taux dans le monde au cours des trois derniers mois. C'est très proche du record enregistré à la mi-2008, légèrement au-dessus de 60 hausses. Cela fait suite à un nombre presque record de baisses en 2020 pendant la pandémie de COVID-19.

Les commentateurs ont tendance à se concentrer sur les grandes banques centrales, la Fed et la BCE notamment, qui mettent en place leur stratégie de sortie. Mais cela doit être replacé dans un contexte beaucoup plus général de resserrement monétaire mondial.

● Le chiffre de la semaine

8 %

Source : Ostrum AM

Depuis le début de l'année, les attentes des analystes en matière de BPA pour l'EuroStoxx ont été revues à la hausse de 8%. C'est un exemple de plus de la résilience des profits, malgré tous les vents contraires.



Stéphane Déo
Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte
Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih
Stratégiste pays émergents
zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès
Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

• **Thème de la semaine**

REPowerEU : Urgence de réduire rapidement la forte dépendance de l'UE à l'énergie russe

La Commission européenne vient de présenter le détail de son plan REPowerEU destiné à rendre l'Union européenne indépendante de l'énergie fossile russe bien avant 2030. Il repose sur 4 axes : réaliser davantage d'économies d'énergie, diversifier les sources d'approvisionnement fiables, accélérer le déploiement des énergies renouvelables et réaliser les investissements massifs nécessaires. Il y a urgence, à la fois sécuritaire et climatique, d'agir dès à présent et de manière coordonnée pour mettre fin à cette dépendance, tout en atteignant l'objectif de neutralité carbone à l'horizon 2050.

Urgence de mettre fin à la forte dépendance de l'UE à l'énergie russe

Au-delà du drame humain, le conflit en Ukraine a révélé la vulnérabilité de l'Union européenne vis-à-vis de sa forte dépendance à l'énergie russe. La Russie est en effet le 1^{er} fournisseur d'énergie de l'Union européenne en charbon, en pétrole et en gaz naturel. En 2021, l'UE a consommé 400 milliards de m³ de gaz naturel, 90% étant importés. Près de 45 % de ces importations provenaient de Russie (soit 155 milliards de m³).

Cela constitue une menace pour la sécurité énergétique de l'UE, comme l'a récemment montré la décision de la Russie de stopper brutalement ses approvisionnements en gaz naturel à la Pologne, à la Bulgarie et à la Finlande, suite à leur refus de réaliser les paiements en roubles. Les craintes qu'un arrêt brutal des approvisionnements russes concerne d'autres pays augmentent avec l'échéance très proche de contrats à payer pour les livraisons de gaz naturel.

En outre, en continuant ses importations, l'UE contribue à augmenter les recettes de l'État russe et à financer ainsi indirectement la guerre en Ukraine, ce qui est totalement contradictoire aux valeurs de l'UE et aux sanctions imposées par celle-ci à l'encontre de la Russie.

Afin de réduire rapidement cette dépendance, la Commission européenne (CE) a déjà annoncé l'arrêt des importations russes de charbon d'ici le mois d'août. Des discussions sont en cours au sein des pays membres, dans le cadre du 6^e paquet de sanctions, pour arrêter les importations de pétrole russe progressivement d'ici la fin de l'année. Un délai serait accordé aux pays les plus dépendants, comme la Slovaquie, la République Tchèque et la Hongrie. Celle-ci s'y oppose pour le moment, demandant un délai et des moyens supplémentaires pour moderniser son infrastructure pétrolière, puisqu'elle ne dispose actuellement d'aucun moyen de substitution.

Le point le plus épineux vient du gaz naturel russe dont l'UE est très dépendante et qui ne bénéficie pas pour le moment d'infrastructures suffisantes pour acheminer le gaz en provenance d'autres pays vers les pays les plus dépendants comme les pays baltes, les pays de l'Est, mais aussi l'Allemagne.

Le plan REPowerEU

La Commission européenne a ainsi proposé, le 8 mars, les grandes lignes d'un plan pour réduire et mettre fin à la forte dépendance à l'énergie russe bien avant 2030 en se focalisant très largement sur le gaz naturel. Elle a ainsi annoncé un objectif de réduction de 2/3 de ses importations de gaz naturel russe d'ici la fin de l'année (soit une réduction de 100 milliards de m³) et un objectif d'indépendance bien avant 2030. Lors du sommet de Versailles, des 24 et 25 mars, les chefs d'État ont validé cet objectif et invité la CE à élaborer un plan détaillé. Celui-ci, dénommé REPowerEU, a ainsi été présenté le 18 mai. C'est un plan ambitieux visant à mettre fin de manière ordonnée et coordonnée aux importations de gaz russe sans remettre en cause l'atteinte de l'objectif de neutralité carbone à l'horizon 2050 et l'objectif intermédiaire de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 55 % d'ici 2030 (par rapport à 1990).

Il repose sur 4 axes : accroître davantage les économies d'énergie, diversifier l'offre, accélérer le déploiement des énergies renouvelables et réaliser des investissements massifs pour y parvenir.

La mise en œuvre du paquet de mesures « Ajustement à l'objectif 55 » vise à réduire la consommation annuelle d'énergie fossile de 30%, soit 116 milliards de m³ d'ici 2030. Le plan REPowerEU permettrait de la réduire de plus de 155 milliards de m³ supplémentaire ce qui correspond au volume

importé en 2021 de la Russie.

Réaliser des économies d'énergie

Réduire la demande d'énergie est le moyen le moins coûteux et le plus rapide de réduire la dépendance à l'énergie russe. L'objectif juridiquement contraignant de l'UE en matière d'efficacité énergétique à l'horizon 2030 a ainsi été relevé pour être porté à 13 %, contre 9 % précédemment. Ce dernier fait partie du paquet « Ajustement à l'objectif 55 » destiné à atteindre un objectif intermédiaire de réduction des émissions de gaz à effet de serre de 55 % d'ici 2030. Si l'objectif à long terme est contraignant, les propositions de la CE pour réduire la demande de gaz et de pétrole ne le sont pas. Elles visent notamment, à court terme, des économies d'énergie de 5 % par le biais d'un changement immédiat de comportement des ménages et des entreprises. Une baisse de 1 degré du thermostat permettrait de réaliser 10 milliards de m³ d'économies d'importations de gaz russe. La CE encourage les pays à lancer des campagnes de communication auprès des parties prenantes et à adopter des mesures d'incitations fiscales comme des taux réduits de TVA sur l'isolation de bâtiment et l'utilisation de pompe à chaleur.

Diversifier les sources d'approvisionnements

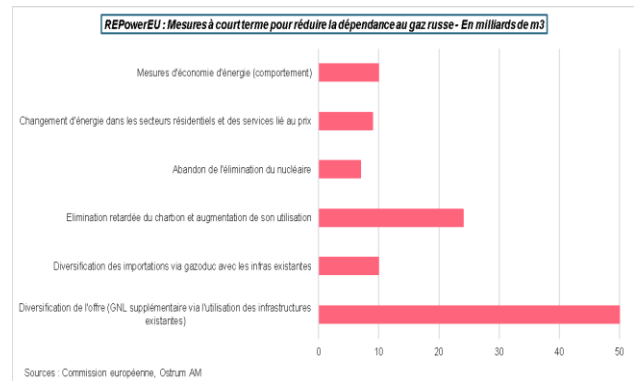
Les 27 États membres se sont accordés sur la mise en place d'une plateforme énergétique de l'UE pour mutualiser la demande pour l'acquisition de gaz et de GNL et coordonner l'utilisation des infrastructures. REPowerEU propose un mécanisme d'achat conjoint, sur la base du volontariat, afin de négocier et de conclure au nom des États membres l'acquisition de gaz et, dans le futur, d'hydrogène renouvelable. Cela permettrait ainsi de bénéficier de prix plus bas.

L'UE a, par ailleurs, adopté une stratégie énergétique extérieure permettant de diversifier les sources d'approvisionnements grâce à des partenariats de long terme avec des pays fiables. Les importations de GNL devraient augmenter de 50 milliards de m³ par an et provenir des Etats-Unis, du Qatar, de l'Egypte et de certains pays d'Afrique de l'Ouest. 10 milliards supplémentaires viendraient des importations via gazoducs en provenance notamment d'Azerbaïdjan, d'Algérie et de Norvège. De grands « corridors hydrogène » seront notamment mis en place en mer du Nord et en Méditerranée.

Accélérer le déploiement des énergies renouvelables

La réduction rapide de la dépendance à l'énergie russe va avoir pour conséquence d'affecter la trajectoire de réduction des émissions de gaz à effet de serre de l'UE. La demande de gaz russe va rapidement baisser, alors que le

déploiement des énergies renouvelables nécessite de vastes investissements et un certain temps avant d'être opérationnel. À court terme, le charbon devra ainsi être utilisé un peu plus longtemps que prévu et les pays auront davantage recours au nucléaire et au gaz domestique pour compenser les moindres importations russes. Comme le montre le graphique suivant, pour réduire de 2/3 les importations d'énergies russes à court terme (soit une baisse de 100 milliards de m³), l'UE va importer 50 milliards de m³ de GNL via d'autres pays, 10 milliards par gazoducs, mais elle va aussi devoir augmenter de manière temporaire l'utilisation du charbon et du nucléaire.



Pour compenser cette hausse temporaire d'émissions et créer davantage de sources d'énergies propres, la CE veut accélérer significativement le déploiement des énergies renouvelables, afin de ne pas compromettre son objectif intermédiaire de réduction de 55 % des émissions de gaz à effet de serre d'ici 2030 et parvenir à la neutralité carbone d'ici 2050. Cela se traduira par une hausse massive des énergies renouvelables dans la production d'électricité, l'industrie, la construction et les transports.

La CE propose ainsi de passer de 40 % à 45 % la part des énergies renouvelables dans la consommation finale d'énergie d'ici 2030, dans le cadre du paquet « Ajustement à l'objectif 55 ».

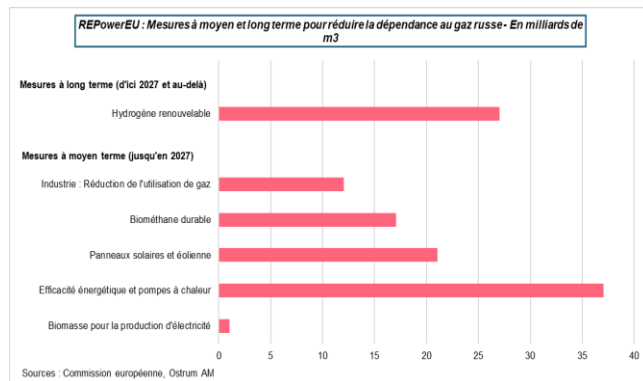
Afin d'y parvenir, la CE a lancé une stratégie spécifique en matière d'énergie solaire. L'énergie solaire sera la principale source d'énergie en 2030, les toitures solaires en représentant plus de la moitié. L'énergie solaire photovoltaïque étant l'une des technologies les plus rapides à déployer et l'une des plus abordables, sa capacité sera ainsi plus que doublée d'ici 2025 par rapport à 2020 (à 320 gigawatts) et sera portée à 600 GW d'ici 2030. La CE propose de rendre obligatoire l'installation de panneaux solaires sur les toits des nouveaux bâtiments publics et commerciaux (d'une surface supérieure à 250 m²) d'ici 2026, d'ici 2027 pour les bâtiments publics et commerciaux existants (d'une surface supérieure à 250 m²) et d'ici 2029 pour toutes les constructions résidentielles neuves. Le

développement des pompes à chaleur individuelles sera multiplié par 2.

Il y a également un fort potentiel pour les énergies éoliennes, en particulier en mer, et la production de biométhane. Les éoliennes représenteront 31 % des capacités.

Pour réaliser ces objectifs ambitieux, les procédures d'octroi de permis pour les grands projets d'énergies renouvelables seront accélérées à travers, notamment, la détermination de zones propices à leur déploiement par les États membres, où les risques environnementaux sont moindres. Dans ces zones, les procédures d'autorisation ne devraient pas prendre plus d'un an contre jusqu'à 4,5 ans actuellement pour les projets photovoltaïques au sol et jusqu'à 9 ans pour les projets éoliens. Il en sera de même pour les infrastructures associées comme les réseaux.

La CE a également fixé un objectif de production interne de 10 millions de tonnes d'hydrogène renouvelable et de 10 millions de tonnes importées d'ici 2030. La production de biométhane serait portée à 35 milliards de m³ d'ici 2030, y compris dans le cadre de la politique agricole commune.

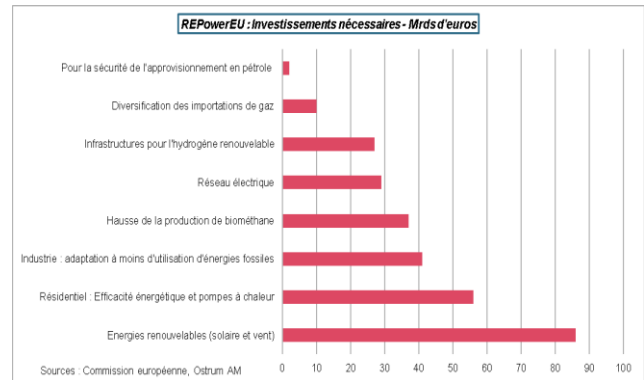


La CE propose en outre d'établir une alliance européenne pour l'industrie solaire et un partenariat européen en matière de compétence. Afin de parvenir à développer les énergies renouvelables, la CE intensifiera les travaux sur l'approvisionnement en matières critiques et préparera une proposition législative en la matière. Il s'agit en effet de ne pas remplacer notre dépendance à l'énergie russe par la dépendance aux pays fournissant les composants spécifiques et rares pour la production d'énergie renouvelable (comme le cobalt, le lithium...), en premier lieu la Chine. L'UE cherche ainsi à diversifier ses sources d'approvisionnement et à renforcer les modèles d'économie circulaires.

Investissements et financement

L'Union européenne estime les besoins d'investissement à près de 300 milliards d'euros d'ici 2030 dont 210 Mds

d'investissements supplémentaires d'ici 2027. Cela vient s'ajouter aux investissements nécessaires pour atteindre les objectifs de neutralité carbone. Le coût de ces investissements supplémentaires serait en partie compensé, selon la CE, par près de 100 milliards d'euros par an d'économies réalisées avec l'arrêt des importations d'énergie fossiles russes. Ces investissements seront réalisés par les secteurs publics et privés, au niveau national, transfrontalier et de l'UE.



Le plan de relance européen NextGeneration EU, à travers la Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR), sera au cœur du financement de REPowerEU. 225 Mds de prêts restent encore disponibles dans le cadre de la FRR et peuvent être demandés jusqu'au 31 août 2023.

La CE propose d'apporter des modifications ciblées et rapides au règlement de la FRR en vue d'intégrer des chapitres supplémentaires de REPowerEU, afin que les pays consacrent des investissements et des réformes pour accélérer la transition énergétique. Les pays pourront ainsi modifier et compléter leurs plans nationaux dans le cadre de la FRR. La CE propose par ailleurs que si les pays ne sollicitent pas la totalité des prêts qui leur reviennent dans le cadre de la FRR dans les 30 jours suivant l'entrée en vigueur du nouveau règlement, ces prêts seront transférés à d'autres États membres. Cela vise à assurer le succès du plan.

NextGeneration EU est le plan de relance européen d'un montant de 800 Mds d'euros destiné à faire face à la crise du Covid-19 et à soutenir plus particulièrement les pays les plus affectés par celle-ci. Il est financé par l'émission commune de dette de la part de la CE au nom de l'ensemble des pays de l'UE. Pour bénéficier des subventions et des prêts à taux avantageux de la FRR, les pays doivent réaliser des investissements et des réformes pour accélérer la transition énergétique et digitale principalement.

La taille de la FRR sera augmentée de 20 Mds d'euros à travers des subventions provenant de la mise aux enchères de quotas du système d'échange des quotas d'émissions de

l'UE. Ces derniers sont actuellement détenus dans la réserve de stabilité du marché.

Les États membres pourront également transférer une partie de certains fonds européens vers la FRR. 26,9 Mds d'euros provenant des fonds de la politique de cohésion pourront être transférés de manière volontaire par les pays membres vers la FRR pour réaliser les objectifs de RepowerEU. 7,5 Mds d'euros en provenance du fonds européen agricole pour le développement rural peuvent aussi être transférés de manière volontaire.

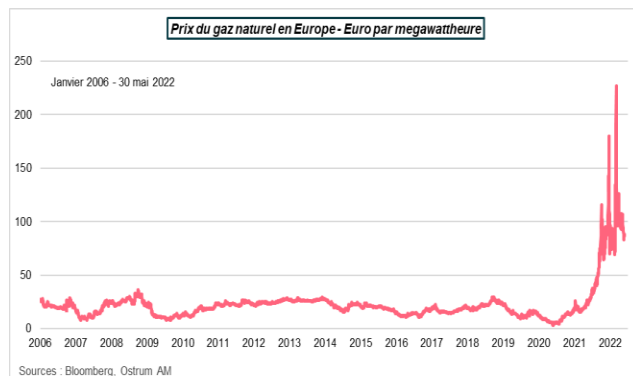
Les fonds pour l'innovation seront doublés en 2022 pour atteindre 3 milliards d'euros.

10 Mds d'euros d'investissements sont nécessaires pour renforcer l'interconnexion des réseaux transeuropéens d'énergie. A cette fin, la CE lance un nouvel appel à contribution doté d'un budget de 800 millions d'euros.

Les États membres peuvent également prendre des mesures d'incitations fiscales pour réaliser des économies d'énergie et réduire la consommation d'énergie fossile.

Conséquences pour le prix du gaz

L'éclatement du conflit en Ukraine et les craintes de fortes perturbations dans l'approvisionnement en gaz naturel russe, dont l'Europe est très dépendante, ont généré une forte hausse du prix du gaz, jusqu'à 227 euros par mégawattheure, le 7 mars. Depuis, les tensions se sont réduites et le prix du gaz oscille autour de 100 euros par MW (87.9 euros le 30 mai), ce qui reste un niveau très élevé au regard d'une moyenne de 20 euros entre 2006 et 2019.



La réduction des tensions sur les prix est liée en partie à la nette hausse des stocks de gaz naturel permise par la forte progression des importations de gaz naturel liquéfié en provenance d'autres pays.

L'UE et les États-Unis ont signé un accord. Les États-Unis se sont engagés à augmenter de 15 milliards de m³ leurs exportations vers l'UE en 2022 et de les porter progressivement jusqu'à 50 milliards par an d'ici 2030. Cela va nécessiter des investissements supplémentaires.

L'Allemagne a pour sa part signé un accord avec le Qatar sur des importations en gaz naturel liquéfié. Ne disposant jusqu'à présent que de gazoduc pour son approvisionnement, l'Allemagne a décidé d'accélérer la construction de deux terminaux gaziers pour pouvoir être en mesure de diversifier ses approvisionnements grâce à du gaz naturel liquéfié (GNL). Cela prendra au moins 2 ans ; en attendant l'Allemagne utilise d'autres terminaux dans des pays voisins.

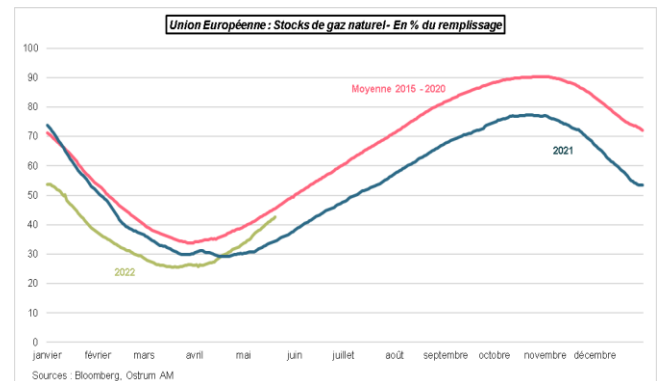
L'UE détourne également des livraisons de GNL qui étaient destinées à l'Asie en payant un prix plus élevé.

Ursula von der Leyen a indiqué que cette hausse des importations de GNL en provenance d'autres pays avait permis de réduire la part des importations de gaz russe de l'UE à 26 % en avril contre près de 45 % en 2021.

Forte hausse des stocks

Le bas niveau des stocks de gaz au regard de la moyenne sur la période 2015-2020 avait contribué à la hausse du prix du gaz à partir de l'été 2021. On assiste à un réel changement de tendance depuis le mois d'avril. Les stocks de gaz naturel ont nettement augmenté avec la hausse des importations de GNL pour s'approcher de leur moyenne sur 2015-2020.

Afin de sécuriser l'offre avant l'hiver, l'UE vient de signer un accord visant à porter à 80 % les capacités de stockage de gaz naturel d'ici le 1^{er} novembre 2022 et à 90 % les années suivantes.



Si les mesures prises jusqu'à présent pour réduire la dépendance à l'énergie russe ont permis de limiter les tensions sur les prix du gaz, tout en restant à un niveau élevé, la mise en œuvre du plan risque de créer de la

volatilité et des tensions sur les prix à l'approche de l'hiver. Celles-ci risquent par ailleurs de s'accroître suite à la hausse des tensions entre la Russie et l'UE avec la fin des importations russes de charbon en août et probablement d'ici la fin de l'année en pétrole.

En outre, l'UE n'est pas à l'abri d'un arrêt brutal des approvisionnements russes comme l'a montré récemment la décision de la Russie d'arrêter ses exportations de gaz vers la Pologne, la Bulgarie et plus récemment la Finlande, suite à leur refus de payer en roubles. Cela constitue une menace pour la sécurité énergétique de l'UE. Les craintes qu'un arrêt brutal des approvisionnements concerne d'autres pays augmentent avec l'échéance très proche de contrats à payer par différents pays. L'UE a été claire : un paiement en rouble, comme demandé par la Russie, va à l'encontre des sanctions imposées par l'UE.

Conséquences d'un arrêt brutal des approvisionnements de gaz naturel russe

En cas de perturbations graves dans l'approvisionnement, la CE est en train de définir des mesures d'urgence à adopter en établissant, notamment, un ordre de priorités dans le rationnement de la demande pour certaines entreprises.

En cas d'un arrêt brutal des importations de gaz russes, les conséquences seraient significatives pour la croissance européenne, compte tenu de sa forte dépendance et de son incapacité à trouver rapidement d'autres sources d'approvisionnement. Si les ménages et certains secteurs essentiels, comme les services publics et hôpitaux seront préservés, des entreprises pourraient être rationnées à court terme, affectant ainsi l'activité. Cela se traduirait, par ailleurs, par une forte hausse des prix de l'énergie et une nouvelle accélération de l'inflation pesant ainsi davantage sur le pouvoir d'achat des ménages et donc sur la croissance.

La BCE a réalisé des simulations concernant un rationnement du gaz de 10 % sur le secteur des entreprises. Cela réduirait la valeur ajoutée de la zone Euro d'à peu près 0,7 %. Les industries les plus affectées sont, bien évidemment, celles du secteur énergétique, suivies des métaux de base, des minéraux non métalliques (comme le verre, le ciment, la céramique), les producteurs de papiers et de produits chimiques. Les pays les plus touchés seraient ceux dont l'industrie est la plus dépendante du gaz et de

l'énergie de manière directe et indirecte. Les simulations de la BCE montrent que l'impact serait plus important pour la Slovaquie, l'Autriche, le Portugal, l'Estonie, la Lettonie, la Grèce et l'Italie.

La Bundesbank a récemment fait une simulation. En cas d'un embargo brutal de l'énergie russe, le PIB allemand serait, la 1^{re} année, inférieur de 5 % par rapport aux prévisions de mars de la BCE, soit une baisse de 2 % par rapport à 2021. Cela résulte, notamment, de rationnement de la consommation d'énergie, mais aussi des pertes de pouvoir d'achat liées à l'accélération de l'inflation. Cela se traduirait effectivement par une forte hausse des prix de l'énergie (pétrole à 170 \$) et une progression encore plus importante du prix du gaz naturel, et donc une nouvelle accélération de l'inflation. Elle serait plus élevée de 1,5 point de pourcentage en 2022 et de 2 pp en 2023, par rapport aux prévisions de mars de la BCE. La Commission européenne a également réalisé cet exercice. En cas de fortes perturbations en gaz naturel russe, la croissance de l'UE ne serait plus que de 0,2 % en 2022, contre une prévision de 2,7 % dans le scénario central, ce qui correspond à une forte récession, compte tenu d'un acquis de croissance de 1,9 % fin 2021.

Conclusion

REPowerEU est la feuille de route de l'UE pour réduire rapidement sa forte dépendance à l'énergie russe. Elle vise à réaliser davantage d'économies d'énergie, une diversification des sources d'approvisionnement fiables et un net déploiement des énergies renouvelables par le biais d'investissements ciblés. La Facilité pour la Reprise et la Résilience jouera un rôle majeur à côté d'investissements des États membres et du secteur privé. L'UE vient de prolonger à nouveau d'un an, jusqu'à fin 2023, la suspension des règles du pacte de stabilité pour donner davantage de marge de manœuvre aux États membres, afin de répondre aux chocs sur la croissance liés à la guerre en Ukraine, à la forte hausse des prix de l'énergie et aux perturbations dans les chaînes d'approvisionnement, et de financer la réduction de la dépendance à l'énergie russe. Le succès de ce plan dépend tout d'abord de son adoption par les États membres et surtout de leur volonté et capacité à mettre en œuvre les réformes et investissements nécessaires et de coopérer. Il est urgent et essentiel que les pays de l'UE se coordonnent en matière de politique énergétique, afin d'en assurer la sécurité actuellement menacée par la Russie.

Aline Goupil-Raguénès

● **La revue des marchés****Un peu de répit pour les actions****Surperformance du T-note et fort rebond des actions grâce au repli du dollar**

Les marchés financiers cherchent encore une direction. L'inflexion de plusieurs indicateurs américains s'est accompagnée d'une détente des rendements obligataires et d'une baisse du billet vert permettant un fort rebond des indices boursiers aux États-Unis (4 % sur le S&P 500) et des marchés du crédit en dollars. La remontée de l'euro au-dessus d'1,07 \$ freine parallèlement la performance relative des marchés européens. L'Euro Stoxx 50 s'adjuge néanmoins 3 % sur la semaine écoulée. Le rendement du Bund pointe à la hausse autour de 1 %, la pression vendeuse étant plus significative encore sur les échéances au-delà de 10 ans. Les spreads de crédit se stabilisent malgré des tensions persistantes sur le swap spread. En Chine, les difficultés conjoncturelles et la réduction du taux de référence à 5 ans de la PBoC pèsent finalement sur les rendements obligataires après une longue période de stabilité. Le yuan reste fragile (6,71). La crise énergétique et alimentaire crée un regain de tensions sur les prix des matières premières (Brent à 114 \$ le baril). Les métaux industriels font toutefois exception.

Une fois encore, la croissance mondiale ne semble reposer que sur le consommateur américain. La contraction du PIB des États-Unis (-1,5 % au premier trimestre) traduit l'envolée des importations en provenance de Chine en mars, précipitée par les risques de rupture d'approvisionnement qui se sont concrétisés depuis. La contribution du commerce efface plus de 3 pp de croissance et la moindre accumulation des stocks retire 1 pp supplémentaire. À l'opposé, la consommation des ménages et l'investissement des entreprises est au beau fixe. La chute de la confiance et la hausse des prix infléchissent à peine le comportement de consommation (+3,1 % au 1T 2022). Les données de dépenses réelles d'avril (+0,7 %) le confirment. Il convient toutefois d'être attentif à l'ampleur de la baisse de l'investissement résidentiel induite par le durcissement monétaire. La diminution des dépenses militaires américaines reste une énigme, étant donné le soutien conséquent apporté à l'Ukraine. Le conflit qui s'enlise au Donbass provoque aussi une crise alimentaire mondiale sans précédent. Le blocus de la mer Noire par l'armée russe empêche l'exportation par la mer des céréales ukrainiennes. En Europe, les enquêtes (IFO, PMI) surprennent encore par leur résilience malgré la faible croissance rapportée au premier trimestre. L'Allemagne enregistre un maigre 0,2 % avec une consommation des ménages en berne (-0,1 %). Le Royaume-Uni, soumis en outre à l'impasse du Brexit en Ulster, annonce 15 Mds £ de soutien aux ménages. Le gouvernement chinois fait face à des difficultés économiques bien pire qu'en 2020 selon Li Keqiang. Le

chômage des jeunes atteint 18 % et les difficultés financières des promoteurs immobiliers semblent sans issue. Une liste de 33 mesures de soutien a été annoncée, l'urgence étant au rebond de l'activité avant le 20^{ème} congrès du PCC à l'automne.

La volatilité financière ne diminue pas. La narrative dominante sur les marchés financiers semble être que le ralentissement américain permettra une inflexion salvatrice dans la politique monétaire américaine. Le marché a ainsi effacé 25 pb de resserrement de la Fed à l'horizon de décembre prochain. Le repli du T-note vers 2,75 % reflète la diminution du taux réel à 10 ans. La baisse du dollar encourage parallèlement la prise de risque. Ce scénario reste pourtant cousu de fil blanc compte tenu de l'inflation à 8 %, favorisée, cette semaine encore, par le renchérissement du baril. À tort ou à raison, le marché n'envisage pas que la Fed privilégie durablement l'objectif de la baisse de l'inflation. À l'instar des Treasuries, la pente de la courbe des taux en zone euro s'accroît. Le spread 10-30 ans s'élargit de 10 pb sur la semaine écoulée. Les émissions de DSL 30 ans, Bund 15 ans ou RAGB verte (2049) expliquent en partie la dégradation du marché obligataire sur les maturités les plus longues. Les spreads souverains à 10 ans se sont toutefois bien comportés malgré le débat sur l'ampleur des hausses de taux de la BCE. Klaas Knot et d'autres n'excluent pas de relever les taux de 50 pb en juillet. La fin des taux négatifs approche. Le BTP italien se resserre néanmoins vers 190 pb ce qui semble compatible avec un mécanisme de soutien pérenne de la BCE pour encadrer les risques asymétriques caractéristiques de l'union monétaire.

Le marché du crédit peine à se stabiliser entre les risques conjoncturels et l'imminence de l'arrêt du CSPP et des hausses de taux. Le niveau des swap spreads reste inhabituellement élevé, entraînant un nouvel écartement des spreads des covered bonds. Le spread moyen sur le crédit IG en euro se dégrade de 18 pb en mai. Les primes à l'émission, pourtant élevées depuis le mois d'avril, ne permettent pas de surperformance des nouveaux emprunts. Le high yield européen attend toujours la reprise du marché primaire. Les flux vendeurs ralentissent cependant de sorte que le spread moyen contre Bund s'est stabilisé aux alentours de 500 pb. À l'opposé, grâce à la baisse du dollar, les marchés du crédit et du high yield américains profitent pleinement du rebond des actifs risqués.

Le dollar n'apparaît plus comme la devise refuge, à mesure que les anticipations de taux s'ajustent. Le yen s'est renforcé vers 127 et l'euro passe le seuil de 1,07 \$. Aux antipodes, le dollar néo-zélandais profite du durcissement monétaire réaffirmé par la RBNZ qui relève à près de 4 % son objectif de taux pour 2023.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	30-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	0.44%	+2	+18	+106
EUR Bunds 10a	1.05%	+3	+11	+122
EUR Bunds 2s10s	60.4bp	+1	-7	+17
USD Treasuries 2a	2.48%	-14	-24	+174
USD Treasuries 10a	2.74%	-11	-20	+123
USD Treasuries 2s10s	25.8bp	+3	+5	-52
GBP Gilt 10a	1.98%	+1	+7	+100
JPY JGB 10a	0.24%	0	-7	-1
EUR Spreads Souverains (10a)	30-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	51.89bp	0	0	+14
Italie	196.63bp	-5	+13	+61
Espagne	108.11bp	-4	+5	+34
Inflation Points-morts (10a)	30-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.77%	-4	-31	+67
USD 10a Inflation Swap	2.97%	+12	-15	+19
GBP 10y Inflation Swap	4.6%	+13	-7	+43
EUR Indices Crédit	30-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	167bp	-1	+16	+72
EUR Agences OAS	65bp	+0	+1	+16
EUR Obligations sécurisées OAS	74bp	+1	-2	+28
EUR High Yield Pan-européen OAS	499bp	-6	+49	+181
EUR/USD Indices CDS 5a	30-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	85bp	-12	-5	+37
iTraxx Crossover	425bp	-51	-5	+182
CDX IG	79bp	-10	-5	+30
CDX High Yield	457bp	-50	-6	+164
Marchés émergents	30-mai-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	455bp	-34	+22	+86
Devises	30-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
EUR/USD	\$1.078	0.786	2.551	-5.2
GBP/USD	\$1.265	0.461	1.233	-6.5
USD/JPY	JPY 127	0.424	2.199	-9.6
Matières Premières	30-mai-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2002 (%)
Brent	\$120.1	\$6.7	\$13.0	58.3728903
Or	\$1 855.6	\$2.0	-\$7.5	1.4416
Indices Actions	30-mai-22	-1sem (%)	-1m(%)	2002 (%)
S&P 500	4 158	6.58	0.64	-12.8
EuroStoxx 50	3 839	3.52	0.95	-10.7
CAC 40	6 558	3.14	0.37	-8.3
Nikkei 225	27 369	1.36	1.94	-4.9
Shanghai Composite	3 149	0.07	3.35	-13.5
VIX - Volatilité implicite	26.42	-7.23	-20.90	53.4

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...30/05/2022

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com