

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

5 septembre 2022

Jusant*

Si la part des crédits douteux identifiés dans les livres des banques françaises demeure modeste au regard des standards historiques, des signaux faibles apparaissent pourtant depuis peu. En termes de tendance sur la santé financière des ménages, les inscriptions au fichier national des incidents de paiement sont un bon indicateur. Or, depuis le début de l'été, les emprunteurs ayant rencontré des difficultés à rembourser leur crédit sont en forte hausse (+30% vs 2021). Un rythme que l'on retrouve sur la statistique de cartes bancaires retirées...

Des difficultés que l'on retrouve aussi chez les entreprises à travers les premiers remboursements des prêts garantis par l'Etat (PGE). L'exemple de l'hôtellerie-restauration est parlant; malgré une bonne saison touristique, près d'un quart des contractants de PGE serait, selon le syndicat professionnel, gêné pour honorer les remboursements. Plus globalement, les très petites entreprises (TPE), qui représentent 90% de ces prêts garantis, puisent dans leur trésorerie pour régler les premières échéances, au détriment d'investissements productifs. Et alors que le contexte inflationniste fragilise leurs marges, peu d'entre elles se tournent vers le médiateur du crédit pour demander un étalement de leur dette, afin de ne pas être stigmatisées par une fiche à la Banque de France qui rendrait plus difficiles de futurs accès au crédit.

Un crédit qui se renchérit pourtant mois après mois. Le taux français à 5 ans a progressé de -0.25% en janvier à 1.7% fin août. Sur les 8 premiers mois de l'année, il était donc en « moyenne » à 0.77%. Un chiffre à comparer à la moyenne négative des 8 premiers mois de l'année 2021 de -0.55%. Nul doute que ces taux d'intérêt négatifs ont permis à un certain nombre d'entreprises peu viables de survivre. L'arrivée à échéance des aides de l'Etat, la forte hausse du service de la dette, et le contexte hyper-inflationniste des intrants dans les processus de production, quand ils ne sont pas rationnés, ne permettront pas à tous de résister au reflux !

Si les TPE ne sont pas support d'investissements cotés, elles sont pourtant un élément important de la vitalité de nos territoires. Surtout, elles participent au mouvement récent de tentative de relocalisation des fournisseurs de nos grands groupes. Mais leurs difficultés financières pourraient alors prolonger la désorganisation née du blocage des chaînes mondiales de sous-traitance.

* Terme maritime : Période pendant laquelle la marée est descendante

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Focus de la semaine

«...leurs difficultés financières pourraient prolonger la désorganisation...»



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	02/09/22	22/06/22	T-12 mois	22/06/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	0,995	1,057	1,188	-5,8	-16,2
€ / £	0,865	0,862	0,858	0,4	0,8
€ / Yen	139,57	143,99	130,56	-3,1	6,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	93	112	73	-16,8	27,4
Indice CRB*	573	612	557	-6,3	2,9
Prix de l'once d'Or	1 713	1 834	1 809	-6,6	-5,3
Prix de la tonne de cuivre	7 633	8 773	9 377	-13,0	-18,6
Indice Baltic Dry**	1 086	2 349	4 001	-53,8	-72,9
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	2 848	4 222	2 869	-32,6	- 1

Sources : Bloomberg, Covéo Finance *Indice CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai

Analyse de l'évolution des marchés

Obligataire : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les taux sont restés orientés à la hausse de part et d'autre de l'Atlantique, dans le sillage du discours de J. Powell à Jackson Hole et dans l'attente de la réunion de la BCE ce jeudi où, après que l'inflation a atteint 9,1% en Zone euro, une hausse de 75 pb semble être le consensus. La publication des statistiques de l'emploi aux US a toutefois permis une détente vendredi. Sur la semaine, le taux 10 ans américain a progressé de 15 pb à 3,19 tandis que les rendements de l'OAT et du Bund 10 ans se sont tendus de 14 pb à respectivement 2,15 et 1,53%. L'écart BTP-Bund 10 ans est resté stable à 231 pb. Le mouvement sur les taux réels a été d'une plus grande ampleur, avec des points morts d'inflation à 10 ans aux US et en Allemagne en repli de respectivement 11 pb et 19 pb à 2,47% et 2,27%.

Le marché du crédit européen a connu une reprise de l'activité primaire, avec plus de 8 Mds EUR d'émissions cumulées sur la semaine alors que les primes de risques sont restées stable.

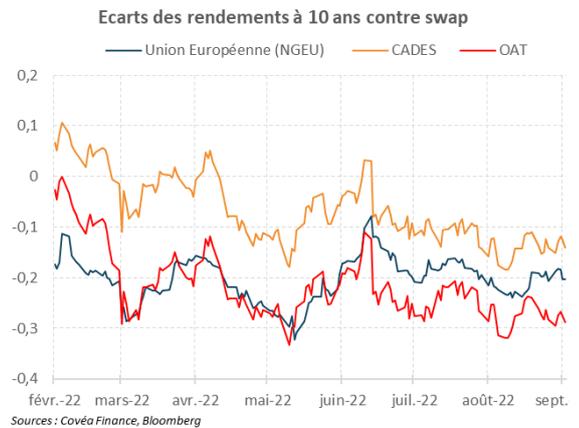
Le Focus de la semaine : Ecartement des taux souverains en Zone euro contre swaps, des opportunités sur la dette quasi-Etat ?

Malgré la réduction des achats d'actifs par la BCE, on assiste depuis le début de l'année à un renchérissement de la dette souveraine cœur de la Zone euro contre les taux swap (les taux de référence des marchés lors d'opérations d'échanges de taux fixe en taux variable).

Cet écartement s'explique principalement par l'appétit renforcé des investisseurs pour la dette cœur depuis que les rendements sont repassés en territoire positif. Ce mouvement a rendu particulièrement attractives les dettes des émetteurs quasi-Etats, et notamment les obligations supra nationales (Union Européenne, EIB¹, EFSF²...) dont les caractéristiques à l'émission sont déterminées par rapport aux courbes swap. L'observation est moins nette mais se vérifie également sur les agences (KfW³, CADES⁴, AFD⁵...) qui sont généralement émises en référence aux courbes souveraines. Les dettes à 10 ans des agences françaises CADES et AFD, notées AA, sont par exemple actuellement valorisées à respectivement 32 pb et 28 pb de l'OAT contre 17 pb au début de l'année.

Globalement, les obligations quasi-Etats sont au plus large vis-à-vis de la courbe souveraine allemande depuis 2013. Les volumes émis cette année, dominés à 60% par l'Union Européenne et ses programmes NGEU (Plan européen de 800 Mds euros destiné à contrer les effets économiques et sociaux de la pandémie de Covid), ont été importants, mais ne devraient pas excéder ceux de 2021. Même s'ils n'entrent pas explicitement dans le cadre du futur Instrument de Protection de la Transmission (IPT) de la BCE, ils pourraient bénéficier de sa flexibilité lors des réinvestissements des tombées du programme d'achats lié à la pandémie (PEPP) en cas de tensions.

Les niveaux actuels de valorisation des obligations quasi-Etats de la Zone euro offrent par conséquent aux investisseurs de long terme des alternatives intéressantes aux dettes souveraines française et allemande.



¹Banque Européenne d'Investissement

²Fonds Européen de Stabilité Financière

³Kreditanstalt für Wiederaufbau

⁴Caisse d'Amortissement de la Dette Sociale

⁵Agence Française de Développement

Charles Lepic
Gérant OPC Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	02/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y
Taux directeurs											
Réserve Fédérale Américaine	2,50	2,50	1,75	0,25	0,25	0,00	0,75	2,25	2,25		
BCE - Taux Repo	0,50	0,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,50	0,50		
BCE - Taux Facilité de dépôt	0,00	0,00	-0,50	-0,50	-0,50	0,00	0,50	0,50	0,50		
Banque d'Angleterre	1,75	1,75	1,25	0,25	0,10	0,00	0,50	1,50	1,65		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
Taux 10 ans											
Etats-Unis	3,19	3,04	3,16	1,51	1,28	15	3	168	191	-20	15
Allemagne	1,53	1,39	1,64	-0,18	-0,39	14	-11	170	191	44	16
France	2,15	2,02	2,18	0,20	-0,04	13	-3	195	218	123	46
Italie	3,84	3,70	3,55	1,17	0,67	14	30	267	317	169	17
Royaume-Uni	2,92	2,60	2,50	0,97	0,68	32	42	195	224	-18	36
Japon	0,24	0,22	0,25	0,07	0,04	2	-1	17	21	32	103
Crédit											
Indice Itraxx Main	113,2	113,2	111,5	47,8	44,6	0,0	1,7	65,4	68,6		
Indice Itraxx Crossover	556,1	559,5	552,3	241,7	226,6	-3,4	3,7	314,4	329,4		

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés

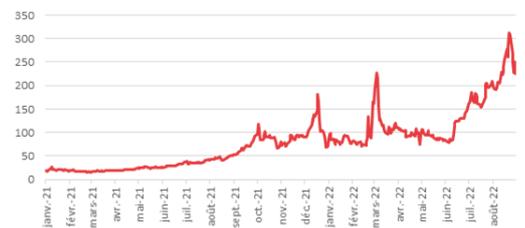
Sur la semaine écoulée, l'ensemble des marchés européens clôture en baisse à l'exception du marché Allemand (+0,6%) tiré par le secteur automobile et l'Italie qui reste à l'équilibre. L'Indice MSCI EMU (Union Economique et Monétaire européenne) affiche un recul de -1,4% pénalisé par le risque d'un ralentissement de la croissance économique. Sur le plan sectoriel, la finance (+2,6%) surperforme cette semaine avec le discours des Banques Centrales focalisé sur la lutte contre l'inflation en augmentant plus significativement les taux. A contrario, l'énergie (-3,3%) et les services aux collectivités (-3,6%) sont en recul, impactés par la baisse du pétrole et du prix du gaz. Ainsi que par la volonté de l'Union Européenne de réformer le marché de l'électricité instaurant un mécanisme de plafonnement des prix. Enfin depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap reste en territoire négatif à (-19,9%) derrière le MSCI EMU (-18,2%) ou le MSCI Europe (-13,6%).

Le focus de la semaine : Crise énergétique 2022 et crise financière de 2008

La crise financière de 2008 s'est matérialisée par une crise de liquidité puis de solvabilité entraînant des faillites d'établissements financiers. Les États sont alors intervenus pour sauver le système bancaire. La crise énergétique que nous observons actuellement a commencé avant l'invasion en Ukraine. Le gaz devient désormais un enjeu géopolitique entre la Russie et l'Union Européenne mettant en exergue sa dépendance énergétique vis-à-vis de ce dernier. Le bouleversement des exportations d'hydrocarbures a tiré le prix du gaz à la hausse passant de 22€/MWh en moyenne sur 5 ans à un pic à près de 350/MWh, couplé aux impacts des fortes sécheresses, notamment les alertes sur le niveau du Rhin, menacent la fourniture en électricité. Par exemple, l'électricien allemand Uniper subit une baisse de 80% de ses livraisons de gaz, le groupe doit pour honorer ses contrats commerciaux se procurer du gaz sur le marché au comptant où les prix ont explosé. A la fin du premier semestre les pertes d'Uniper se chiffraient déjà à 12,4 milliards d'euros ; des plans de sauvetage ont alors été instaurés par les états. En tant que producteur d'électricité, Uniper vend en avance une partie de sa production et se couvre à cet effet. Malheureusement, cette protection devient onéreuse dans un contexte de hausse des prix de l'électricité en raison des exigences financières demandées par les chambres de compensation* et de la hausse des prix eux-mêmes. Les besoins de liquidité pour vendre à terme les mêmes volumes de gaz ou d'électricité qu'il y a un an par exemple augmentent sous l'effet des deux paramètres et dépassent les facilités de crédit accordées par les banques. Dans le cas contraire, les sociétés devraient fermer ces positions, concrétiseraient alors des pertes fortes et ne pourraient plus livrer leurs clients. Il faut donc assurer les besoins de liquidité des producteurs d'électricité. Ainsi la banque publique KfW a fourni 9 milliards d'euros de facilité de crédit, l'Etat allemand est également monté au capital de l'entreprise à hauteur de 30%, et fin août Uniper a demandé une extension de sa facilité de crédit pour 4 milliards d'euros supplémentaires. La Suède souhaite fournir 23 milliards d'euros de garanties de crédits pour les producteurs d'électricité alors que la Finlande propose un schéma similaire à hauteur de 10 milliards d'euros. A chaque jour sa peine, le phénomène s'amplifie. Le géant russe Gazprom suspend totalement l'approvisionnement en gaz d'Engie au 1er septembre et interrompt ses livraisons depuis le 3 septembre via le gazoduc Nord Stream 1 qui assurait 10% de la consommation européenne avant-guerre. Certaines entreprises se disent asphyxiées par le prix de l'énergie ; le fabricant d'engrais norvégien réduit sa production européenne d'ammoniac de 35% en raison de la hausse des prix du gaz naturel, il en est de même pour les fonderies d'aluminium, à l'image de Norsk Hydro qui ferme son usine slovaque. La chute des livraisons de gaz russe provoque une ruée vers toutes les énergies fossiles, et remet en cause les engagements climatiques. Les initiatives de relance de productions minières en Union Européenne se heurtent actuellement aux résistances locales. Enfin, à l'image du système bancaire qui a été profondément réformé, les politiques planchent sur une réforme du marché de l'électricité avec pour objectif de découpler le prix du gaz et de l'électricité. Cette crise énergétique rebat les cartes, comme suggéré dans nos Perspectives Economiques et Financières, nous sommes à l'aube de changements structurels qui redéfinissent les priorités stratégiques des Etats.

*L'énergéticien vend à terme sa production d'électricité à un prix fixé à l'avance qu'il livrera à une date future. Entre la signature du contrat et l'échéance, l'énergéticien est vendeur d'un volume d'électricité qu'il n'a pas encore produit. Les chambres de compensation interviennent pour garantir l'intégrité des échanges en jouant un rôle d'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur. Pour ouvrir une position et garantir qu'il sera en mesure d'honorer son contrat, le vendeur doit verser un « dépôt », dont le montant initial dépend notamment de la volatilité du prix du sous-jacent, celui de l'électricité dans ce cas présent. Par la suite, comme le vendeur a déjà vendu sa production à un certain prix, quand le prix de l'électricité augmente, il est perdant sur son contrat et la chambre de compensation lui demande le différentiel entre le prix de l'électricité au comptant et le prix de vente du contrat. Cela oblige les producteurs d'électricité à sécuriser des montants de lignes de crédits se chiffrant à plusieurs milliards d'euros alors que la hausse des taux d'intérêt augmente les coûts dans le même temps.

Prix TTF forward 1 mois (€/MWh)



Source : Données Bloomberg—Covéa Finance

Pauline Brunaud
Gérante OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)				
	02/09/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois	
MSCI EMU	126,0	127,7	123,8	154,1	152,7	-1,4	1,8	-18,2	-17,5	
MSCI EMU Mid Cap	885	894	883	1 094	1 105	-1,0	0,2	-19,2	-19,9	
MSCI EMU Small Cap	341,9	345,3	374,7	487,4	517,0	-1,0	-8,7	-29,8	-33,9	
MSCI Europe	139,7	143,1	135,9	161,7	156,6	-2,4	2,7	-13,6	-10,8	
France CAC40	6 168	6 274	5 917	7 153	6 763	-1,7	4,2	-13,8	-8,8	
Allemagne DAX30	5 337	5 307	5 378	6 696	6 693	0,56	-0,8	-20,3	-20,3	
Italie MIB	21 921	21 895	21 789	27 445	26 233	0,1	0,6	-20,1	-16,4	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 281	7 427	7 089	7 385	7 164	-2,0	2,7	-1,4	1,6	
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 420	8 751	8 227	8 787	8 345	-3,8	2,3	-4,2	0,9	

Sources : Bloomberg Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

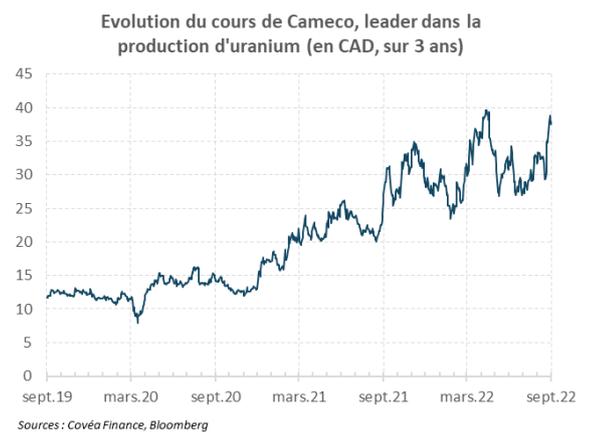
L'analyse des marchés :

L'Asie termine la semaine en recul, Hong Kong et Taiwan affichant les plus fortes baisses, impactés par les valeurs technologiques. En effet, l'administration américaine a donné instruction de cesser d'exporter certaines puces sensibles vers la Chine dégradant des relations sino-américaines qui semblaient pourtant s'améliorer en début de semaine suite à l'annonce d'un accord de coopération entre les deux pays sur l'examen des documents d'audit des sociétés chinoises cotées aux États-Unis. Le marché chinois était en outre pénalisé par de nouvelles annonces de confinement dans la 6ème plus grande ville du pays, Chengdu. L'Indonésie affichait quant à elle la meilleure performance, soutenue par la poursuite de la hausse du prix du charbon alors que l'Inde bénéficiait de la baisse du prix du pétrole.

Aux **Etats-Unis**, le S&P 500 poursuit sa correction et termine la semaine en baisse de plus de 3%. Le discours du président de la réserve fédérale américaine (FED), accentué par d'autres interventions de membres ont continué de peser sur le moral des investisseurs qui redoutent l'ampleur des hausses de taux à venir. Dans ce contexte, les secteurs défensifs comme les services aux collectivités et certaines valeurs de santé, résistent mieux. En revanche les valeurs cycliques comme l'énergie et les matériaux sous-performent sur fond d'inquiétudes sur la demande. De même, les valeurs technologiques souffrent de la remontée des taux longs ainsi que des tensions géopolitiques autour des semiconducteurs, à l'image de Nvidia et d'AMD qui ont déclaré être impactés par l'interdiction des ventes aux entreprises chinoises et russes de certaines puces utilisées dans l'intelligence artificielle, illustrant ainsi la guerre des puces que nous évoquons régulièrement à laquelle se livrent les Etats-Unis et la Chine pour la domination des technologies de pointe.

Le Focus de la semaine : La relance du nucléaire au Japon comme un symbole de la réorganisation du complexe énergétique mondial

Depuis la catastrophe de Fukushima en 2011, le Japon a changé sa politique énergétique pour un retour aux énergies fossiles. Dépourvu de ressources énergétiques, le pays est dépendant des importations (pétrole, charbon, gaz naturel). Depuis la guerre en Ukraine, les énergies fossiles ont vu leurs prix exploser à la hausse ce qui a déclenché une crise énergétique mondiale. Le Japon paie d'autant plus cher son énergie que le yen s'est fortement déprécié sur la période. A la fin du mois d'août, le premier ministre Japonais M. Kishida, a donc annoncé vouloir relancer autant que possible les réacteurs nucléaires fermés depuis 2011, mais également y ajouter des réacteurs nouvelle génération. Cette nouvelle est éminemment symbolique pour un pays qui longtemps avait écarté l'atome de ses choix énergétiques. Ailleurs dans le monde, d'autres pays prennent des décisions pour encourager la filière. Notons parmi eux, la Chine, les Etats-Unis ou la Grande-Bretagne qui réfléchissent au développement de nouveaux réacteurs ou à la prolongation de capacités existantes. Certains s'engagent à créer de toute pièce une filière nucléaire jusqu'ici inexistante, comme l'Égypte. Même les pays d'Asie du Sud Est, peu fournis en capacité nucléaire, étudient également cette possibilité (Indonésie, Philippines). Certes, la flambée des prix de l'énergie fait apparaître le nucléaire comme une alternative compétitive à court terme. Mais le retour en grâce de l'énergie nucléaire semble aussi s'inscrire dans le temps de façon plus structurelle, en complément des énergies renouvelables. Le marché l'a bien compris comme le montre l'évolution des cours des producteurs d'uranium.



Kenn Gagnon

Adjoint au Responsable d'Equipe Gestion Actions Asie



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	02/09/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	22/06/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 924	4 058	3 760	4 766	4 537	-3,3	4,4	-17,7	-13,5	-3,2	10,8	-6,0	3,2
Etats-Unis - Dow Jones	31 318	32 283	30 483	36 338	35 444	-3,0	2,7	-13,8	-11,6	-2,9	9,1	-1,6	5,4
Etats-Unis - Nasdaq	11 631	12 142	11 053	15 645	15 331	-4,2	5,2	-25,7	-24,1	-4,1	11,7	-15,1	-9,5
Japon Nikkei 300	408	419	393	420	408	-2,6	3,9	-2,8	0,0	-4,9	6,6	-9,4	-7,2
Corée du Sud KOSPI	2 409	2 481	2 343	2 993	2 404	-2,9	2,8	-19,5	0,2	-4,9	3,2	-20,0	1,7
Chine - Shanghai	3 186	3 200	3 267	3 640	3 200	-0,4	-2,5	-12,5	-0,4	-1,1	0,1	-8,6	10,2
Hong Kong Hang Seng	19 452	20 170	21 008	23 398	26 090	-3,6	-7,4	-16,9	-25,4	-3,7	-1,9	-5,9	-12,1
Marchés Emergents - MSCI	972	1 007	994	1 232	1 312	-3,4	-2,2	-21,1	-25,9	-3,3	3,8	-9,9	-11,6

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Attention aux turbulences : l'empreinte carbone de l'aviation et des jets privés

Une polémique secoue depuis cet été l'aviation privée. Face aux événements climatiques qui ont touché la France et plus largement le monde (sécheresse, incendies, inondations, tempêtes), les ménages, à qui l'on demande un comportement exemplaire en termes d'empreinte carbone (en éteignant le Wi-Fi avant de dormir par exemple), mettent en avant le besoin de justice sociale dans la lutte contre le réchauffement climatique. La contribution des jets privés aux émissions de gaz à effet de serre (GES) est pointé du doigt. Le débat a fait rage dans les réseaux sociaux, à l'Assemblée nationale et au gouvernement, le ministre délégué aux Transports M. Clément Beaune affirmant qu'une régulation du secteur des jets privés était à l'ordre du jour.

Il convient donc de se questionner sur l'impact environnemental de l'aviation et en particulier de l'aviation privée. Les avions produisent environ 1 gigatonne (Gt) de gaz à effet de serre chaque année sur un total de 40 Gt, soit 2,5% des émissions globales. Ce pourcentage ne prenant pas compte d'autres facteurs comme les escales, le chiffre réel pourrait être en fait bien supérieur. Le journal « Global Environmental Change » indique que 1% des individus dans le monde émet 50% du CO₂ de l'aviation commerciale et privée confondue. En Europe, les émissions de CO₂ des jets privés ont augmenté de 31% entre 2005 et 2019, contre 25% pour l'aviation commerciale. Si on analyse l'intensité des émissions carbone, on découvre que les vols privés émettent 10 fois plus de grammes de CO₂ par passager et par kilomètre que les vols commerciaux. Et près de 4 vols sur 10 en jets privés s'effectueraient même sans aucun passager...

Des mesures politiques et des efforts dans l'industrie de l'aéronautique ont conduit à des améliorations dans la consommation de carburant au cours des dernières années. D'après un rapport de l'Union européenne (UE), la quantité de carburant consommé par passager et par km a chuté de 24% entre 2005 et 2017. Cependant, la croissance du trafic aérien a été soutenue durant cette période, le nombre de passagers étant 50 % plus élevé en 2017 qu'en 2005. L'Organisation de l'aviation civile internationale (OACI) estimait, avant la crise du Covid-19, que les émissions de l'aviation internationale pourraient tripler d'ici 2050 par rapport aux niveaux de 2015.

L'OACI a ratifié en 2016 le programme CORSIA (pour « Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation »), visant à compenser la part des émissions de CO₂ des vols internationaux excédant leur niveau de 2020. Ce programme, signé par 191 pays, oblige les compagnies aériennes à acheter des crédits¹ générés par des projets de compensation carbone internationaux admissibles par CORSIA. Le dispositif CORSIA est entré en vigueur en janvier 2021 pour une période pilote volontaire et deviendra ensuite obligatoire pour toutes les compagnies aériennes à travers le monde en 2027. Notons aussi que les émissions CO₂ de l'aviation ont été incluses dans le système communautaire d'échange de quotas d'émission (SCEQE), un mécanisme de droits d'émissions de CO₂ mis en œuvre au sein de l'UE dans le cadre de la ratification du protocole de Kyōto.

Les carburants alternatifs, en particulier les carburants durables d'aviation (en anglais « sustainable aviation fuel » ou SAF), issus de déchets agricoles ou alimentaires, pourraient aussi aider le secteur de l'aviation à atteindre ses objectifs environnementaux. La méthodologie CORSIA d'évaluation du cycle de vie montre comment les carburants durables d'aviation peuvent réduire les émissions de GES jusqu'à 80 % tout au long de leur cycle de vie. Les certificats SAF permettent aux compagnies aériennes d'obtenir une exemption des coûts associés à la responsabilité carbone dans le cadre du SCEQE. De plus, une compagnie aérienne peut réduire ses exigences en matière de compensation CORSIA en revendiquant des réductions d'émissions résultant de l'utilisation de carburants durables.

Le règlement « Refuel EU Aviation » adopté en juillet 2022 et lancé dans le cadre du paquet législatif européen "Fit for 55", doit favoriser le développement des carburants d'aviation durables au sein de l'UE avec, entre autres, l'incorporation d'un pourcentage minimum de carburant durables dans le total de carburant consommé (2% en 2025, 6% en 2030, 54 % en 2045 et 85 % en 2050). Entre 2021 et 2025 la consommation de SAF en Europe devrait être multipliée par 50 pour satisfaire les objectifs fixés par le règlement « Refuel EU Aviation ». Encore faut-il que les capacités de productions suivent.

Au regard de cette récente polémique, on peut s'interroger sur les perspectives à long-terme du secteur de l'aviation et de son périmètre à l'heure où la sobriété semble devoir s'imposer à tous. Les carburants alternatifs et les réglementations visant à réduire les émissions de GES permettront-ils au secteur de rester aligné à l'objectif de l'Accord de Paris de limiter le réchauffement climatique à un niveau bien inférieur à 2 C° ?

¹ Un crédit carbone équivaut à une tonne d'équivalent CO₂ évitée.

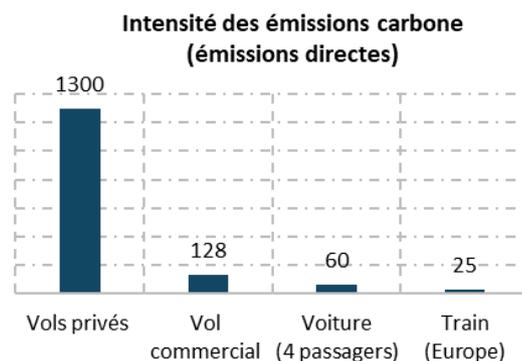
David Martins Pereira

Analyste financier et extra financier



Victor Labate

Analyste financier et extra financier



Source: Transport & Environment, Covéa Finance.
Unité: Grammes de CO₂ / passager / km

Suivi Macroéconomique

États-Unis

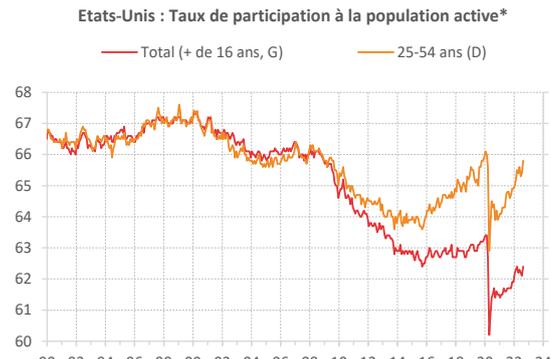
« Le rapport d'emploi suggère une amorce de détente sur le marché du travail »

L'économie américaine a créé 315 000 postes au mois d'août, un rythme toujours soutenu bien qu'en décélération. Les estimations des deux mois précédents ont toutefois été révisées en baisse à hauteur de 107 000 postes. Sur les 3 derniers mois, la progression mensuelle moyenne s'établit à un solide 378 000 postes, qui témoigne d'un marché du travail toujours en tension. Tous les secteurs ont créé des emplois au cours du mois et les embauches ont été robustes dans le commerce et la logistique (65 000), les services aux entreprises (68 000), ainsi que dans l'éducation et santé (68 000). **Certains éléments du rapport illustrent toutefois un début de rééquilibrage entre offre et demande de travail.** Le nombre d'heures travaillées moyen par semaine pour le personnel non cadre enregistre une nouvelle baisse à 33,9 heures. Bien qu'encore très supérieur au niveau d'avant crise (33,1 heures en janvier 2020), ce niveau

est un point bas depuis le début de la crise sanitaire. Par ailleurs le salaire horaire a progressé de 0,3% en glissement mensuel, ce qui constitue la hausse la plus modeste depuis avril. En rythme annuel, la croissance annuelle du salaire horaire est stable pour le 3^{ème} mois consécutif à 5,2%. Enfin le taux de participation à la population active se redresse assez nettement à 62,4%, contre 62,1% en juillet, signe d'un retour de personnes éloignées de l'emploi vers le marché du travail. Le taux de chômage progresse également à 3,7% après 3,5% en juillet, reflet de la hausse de la participation. Ce rapport illustre sans nul doute un marché du travail toujours bien orienté. Mais des signaux d'apaisement des tensions émergent, ce qui devrait être considéré positivement par la Réserve Fédérale qui poursuit l'objectif de refroidir le marché du travail pour lutter contre l'inflation.

Sur le plan monétaire, les membres de la Réserve fédérale ont continué cette semaine de marteler un message restrictif. Le Président de la Fed de New York, John Williams, a déclaré que la lutte contre l'inflation nécessitera de porter les taux directeur au-dessus de 3,5%, et de les maintenir à ce niveau jusqu'à l'année prochaine (la fourchette cible se situe actuellement à [2;25%; 2,5%]). M. Williams repousse ainsi toute idée d'un mouvement baissier des taux directeur en 2023. Par ailleurs, Raphael Bostic (Président de la Fed d'Atlanta), a estimé qu'il faudra un signal clair d'un ralentissement de l'inflation pour réduire le rythme du resserrement. Il n'écarte ainsi pas la possibilité d'une hausse de 75 points de base lors de la prochaine réunion du 21 septembre.

Dans l'industrie, l'indicateur d'enquête ISM manufacturier est resté stable à 52,8 points en août, un niveau décrivant une croissance modérée de l'activité. **L'orientation des sous-composantes de l'enquête offre toutefois une vision plus favorable qu'en juillet.** Si la composante production recule (50,4 contre 53,5 en juillet), la composante nouvelle commandes rebondit à 51,3, après deux mois sous le seuil de 50 illustrant une baisse des commandes (49,2 en juin, puis 48 en juillet). De même, la composante emploi s'établit à 54,2, après 49,9 en juillet. Enfin, la composante prix payés reflue très nettement à 52,5 après 60 en juillet et un niveau moyen de 80,7 sur le premier semestre



Source: BLS, Covéo Finance.
* Part de la population e.n âge de travailler (16 ans et +) qui occupe un emploi ou en recherche un activement. Le taux de participation des 25-54 ans permet de recentrer l'analyse sur la population « cœur » du marché du travail. Dernier point : août 22

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Manuf.	Indice	août-22	52,8	52,8	52,5	60,6
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	août-22	52,5	60,0	54,0	83,8
ISM Manuf. - Nvlles commandes	Indice	août-22	51,3	48,0	54,0	64,3
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	août-22	55,1	55,2	61,6	72,8
Commandes à l'industrie	Val, CVS, GA%	juil.-22	12,5	14,0	-7,3	13,3
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	juil.-22	3,1	2,6	2,2	-3,6
Conf. des consommateurs - Conference Board	Indice	août-22	103,2	95,3	101,0	112,7
Taux de chômage	% de la pop. active	août-22	3,7	3,5	8,1	5,4
Créations nettes d'emplois	Milliers	août-22	315	526	-774	562
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	août-22	5,2	5,2	4,9	4,2

* Du 29/08/2022 au 04/09/2022 Sources : Refinitiv, Covéo Finance

2022. Cette décre est à mettre en relation avec la modération des prix du pétrole, mais pourrait également illustrer un apaisement des difficultés d'approvisionnement, ce que semble suggérer la stabilité de la composante délais de livraison à 55,1.

Dans l'immobilier, le dynamisme des prix des logements se modère. L'indice S&P Case-Schiller qui mesure les prix dans les 20 plus grandes villes américaines s'inscrit en hausse de seulement 0,4% en glissement mensuel en juin, soit la plus faible progression mensuelle enregistrée depuis 2 ans. La croissance annuelle des prix ralentit à 17,4%, après 19% en mai. Par ailleurs l'indice des prix FHFA signale également un freinage de la hausse des prix au mois de juin, un mouvement attendu à la suite de la forte baisse des transactions de ces derniers mois, consécutive à la hausse des taux.

Du côté des ménages, la confiance du consommateur du Conference Board a rebondi de 7,9 points en août, à 103,2 points, un niveau toujours très en deçà des niveaux pré-pandémiques. L'amélioration concerne à la fois la situation présente et future et doit être mise en relation avec la détente des prix des carburants.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

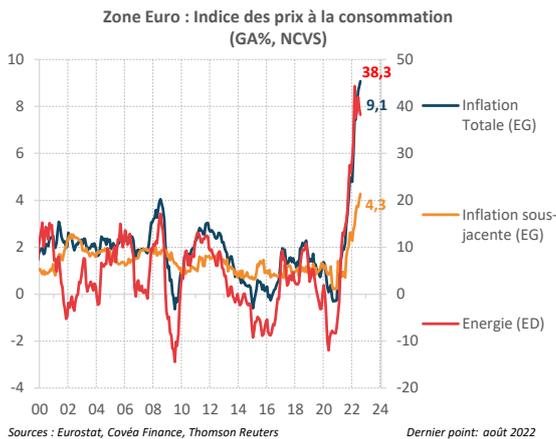


Suivi Macroéconomique

Europe

« Flambée des prix et risque de pénurie »

L'accélération des prix se poursuit en Zone euro alors que l'inflation atteint, à 9,1% en août, un nouveau plus haut historique. L'énergie décélère très légèrement mais demeure, de loin, la principale contributrice à l'envolée des prix avec une croissance annuelle à 38,3%. En revanche, les prix de l'alimentation poursuivent leur hausse et enregistrent désormais une croissance annuelle de près de 11%. Les tensions sous-jacentes apparaissent également de plus en plus importantes. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation atteint 4,3%, en lien avec une accélération notable des prix des biens. **Les tensions inflationnistes devraient persister puisque les prix à la production industrielle sont toujours en hausse au mois de juillet et progressent de 4,0% en rythme mensuel après 1,3% le mois précédent.** Dans ce contexte, plusieurs membres de la Banque Centrale Européenne ont adopté un ton passablement plus restrictif et appellent désormais à une hausse de 75 points de base des taux directeurs à l'occasion de la prochaine réunion du 8 septembre.



L'accélération des prix de l'énergie risque de se poursuivre alors que les tensions sur les approvisionnements de gaz se sont de nouveau intensifiées suite à la suspension, pour une période indéterminée, des livraisons de gaz russe via le gazoduc Nord Stream1. Cette suspension serait officiellement due à un problème technique mais elle fait suite à l'annonce par les pays du G7 de la mise en place d'un prix plafond sur le prix du pétrole russe. Ce prix plafond serait inférieur au prix de vente actuel mais supérieur au prix de production. Afin que cette mesure soit efficace, elle doit être appliquée par le maximum de pays notamment la Chine et l'Inde.

Dans ce contexte d'envolée des prix, Ursula Von der Leyen, présidente de la Commission européenne, a annoncé la tenue d'une réunion d'urgence des ministres de l'énergie. Lors de cette réunion, prévue le 9 septembre, les discussions devraient porter sur les mesures d'urgence à court terme afin de limiter la hausse des prix ainsi que des réformes structurelles du marché de l'énergie, l'une des pistes étant le découplage du prix du gaz du prix de l'électricité. Ces mesures sont d'autant plus attendues que la flambée des prix de l'énergie commence à pénaliser lourdement l'activité de certaines entreprises.

De son côté, le gouvernement allemand a annoncé un troisième plan de soutien budgétaire face à la flambée des prix. Ce plan, d'un montant de 65 milliards d'euros (1,8% du PIB) s'ajoute aux 30 milliards déjà déployés par le gouvernement depuis le début de l'année. Une large partie de ces mesures est consacrée aux ménages, avec une augmentation des transferts aux plus pauvres, aux étudiants, aux retraités et aux familles. Le plan prévoit également une extension des mesures de soutien aux entreprises, à travers les dispositifs de chômage partiel et les mesures de soutien au crédit. Le gouvernement allemand souhaite également mettre en place une taxe sur les profits des énergéticiens et utiliser ces revenus pour limiter les prix payés par les

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	juil.-22	6,6	6,7	8,0	7,7
	Inflation IPCH, NCVS, GA%	août-22	9,1	8,9	0,3	2,6
	Inflation sous-jacente IPCH, NCVS, GA%	août-22	4,3	4,0	0,7	1,5
AL	Taux de chômage % de la pop. active	juil.-22	2,9	2,9	3,7	3,6
FR	Taux de chômage % de la pop. active	juil.-22	7,5	7,6	8,0	7,9
IT	Taux de chômage % de la pop. active	juil.-22	7,9	8,0	9,3	9,5
	PIB Vol, CVS, GA%	T2 22	4,7	6,3	-9,1	6,6
ES	Taux de chômage % de la pop. active	juil.-22	12,6	12,6	15,5	14,8

*Du 29/08/2022 au 04/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

consommateurs. Le gouvernement souhaite que cette taxe soit mise en place au niveau européen mais pourrait l'appliquer au niveau national si aucun accord n'émergeait à l'échelle de l'UE.

Le pessimisme des entrepreneurs s'accroît alors que la Zone euro continue de faire face à une flambée des prix et à des difficultés d'approvisionnement énergétique. Au mois d'août, l'indice de sentiment économique de la Commission européenne enregistre ainsi un sixième mois consécutif de recul et reste, à 97,6, en-dessous de sa moyenne de long terme. Le climat des affaires se détériore dans le secteur manufacturier et dans celui des services dans un contexte d'affaiblissement de la demande. L'indice de confiance des consommateurs se redresse quelque peu mais demeure sur son plus bas niveau historique. Du côté des prix, l'enquête de la commission suggère une atténuation, ou du moins une stabilisation des tensions inflationnistes : les anticipations quant à l'évolution des prix facturés, bien qu'encore élevées, s'inscrivent à nouveau en repli, aussi bien du côté des services que de l'industrie. **Malgré la détérioration des perspectives, le marché du travail de la Zone euro poursuit sa consolidation.** Le taux de chômage recule ainsi à nouveau pour atteindre 6,6% en Zone euro, un plus bas historique. L'emploi poursuit par ailleurs sa progression et se situe, au T2 2022, sur un niveau supérieur à celui d'avant crise en France, en Allemagne et en Italie.

En Italie, le PIB au T2 2022 a été légèrement révisé à la hausse et passe de 1,0% à 1,1% en rythme trimestriel. L'économie italienne dépasse ainsi son niveau d'avant-crise grâce à la consommation qui a progressé de 1,7% en rythme trimestriel malgré la hausse des prix. **Sur le plan politique, alors que la date des élections législatives approche (le 25 septembre), le parti favori, les Frères d'Italie mené par Giorgia Meloni a présenté son programme.** Sur la partie européenne, le programme propose d'actualiser le Plan National de Relance, financé par l'Union européenne, afin de tenir compte de l'impact de la guerre en Ukraine et de la hausse des prix des matières premières ce qui reviendrait à allouer davantage de ressources à l'approvisionnement en énergie et à l'amélioration de l'efficacité énergétique. Ces modifications, si elles sont mises en place, feraient planer une incertitude sur le versement des fonds européens car l'actualisation du plan de relance nécessitera la validation de la commission européenne.

Mounira Nakaa
 Economiste Zone Europe



Pierre Bossuet
 Economiste Zone Europe



Suivi Macroéconomique

Asie

« Les difficultés sanitaires restent une source d'incertitude majeure sur l'activité chinoise »

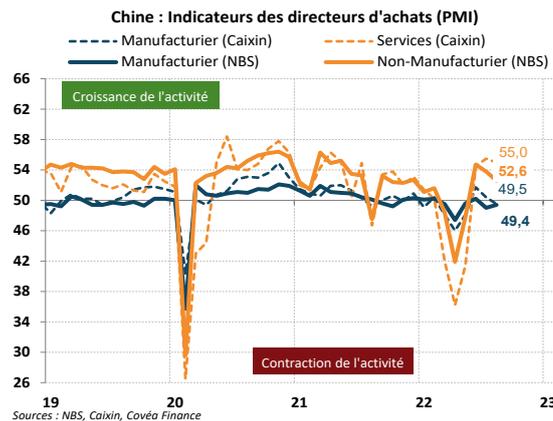
En Chine, la semaine a été marquée par la mise en place de nouvelles restrictions sanitaires dans plusieurs grandes villes. En particulier, la mégapole de Chengdu a annoncé le confinement de ses 21 millions d'habitants et la réalisation d'une campagne de test massive. Dans le centre économique de Shenzhen et dans la ville portuaire de Dalian, l'accélération du nombre de cas a également amené les autorités à renforcer les restrictions. L'incertitude sanitaire reste donc prégnante en Chine et se cumule aux nombreux vents contraires pénalisant l'activité en 2022. **Dans un contexte de dégradation économique et d'escalade des tensions géopolitiques sur la question taïwanaise, le XXème Congrès National du Parti Communiste se tiendra à compter du 16 octobre et pourrait être l'occasion de nouvelles orientations politiques.** Cet évènement majeur de la vie politique chinoise, qui a lieu une fois tous les cinq ans,

devrait donner lieu à un large remaniement au niveau des postes clés du gouvernement chinois. En revanche, le Président Xi Jinping devrait probablement être officiellement maintenu à son poste pour un 3ème mandat de cinq ans à la tête du pays.

Sur le plan économique, les PMI du Bureau national de statistiques chinois ne permettent pas de rassurer sur l'évolution de l'activité en août après la dégradation de juillet. Du côté de l'industrie, le PMI manufacturier se maintient en zone de contraction mais de façon légèrement moins prononcée qu'en juillet avec un indice à 49,4 (contre 49 le mois précédent). Cette meilleure orientation serait notamment associée à une moindre détérioration de la demande sur le mois, ce qui peut en partie s'expliquer par l'effet temporaire des préparatifs de la fête de la mi-automne qui aura lieu début septembre. Au niveau des services, l'enquête décrit une activité en ralentissement mais qui resterait toutefois en expansion en juillet. L'indice PMI non-manufacturier est en effet en baisse à 52,6 (-1,2 point sur un mois) avec une composante service qui recule à 51,9 (-0,9 point sur un mois), ce qui fait notamment écho à la dégradation des conditions sanitaires.

L'industrie japonaise poursuit son redressement en juillet, soutenue par l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement. La production industrielle affiche une progression solide de 1% en glissement mensuel après le rebond de 9,2% enregistré en juin. Ces données encourageantes ne permettent toutefois pas d'effacer les difficultés du premier semestre comme l'illustre le taux de croissance de la production industrielle en glissement annuel qui affiche toujours une contraction de 1,8% en juillet. Dans le détail, la bonne dynamique

de croissance de la production industrielle en glissement annuel qui affiche toujours une contraction de 1,8% en juillet. Dans le détail, la bonne dynamique toujours une contraction de 1,8% en juillet. Dans le détail, la bonne dynamique



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	Taux de chômage % de la pop. act.	juil.-22	2,6	2,6	2,8	2,8
	Ventes au détail Vol, NCVS, GA%	juil.-22	2,4	1,5	1,0	2,7
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	juil.-22	-1,0	-2,8	-10,6	5,6
CH	PMI Non-manufacturier Indice	août-22	52,6	53,8	52,6	52,9
	PMI Manufacturier Indice	août-22	49,4	49,0	49,9	50,5

* Du 29/08/2022 au 04/09/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La consommation japonaise se reprend quelque peu en juillet. La croissance nominale des ventes au détail progresse de 0,8% en juillet en glissement mensuel ce qui ne permet toutefois pas de compenser le déclin de 1,4% enregistré en juin. Ce rebond reflète également, dans une certaine mesure, l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement qui a favorisé la forte progression des ventes d'automobiles (+4,1%). Les ventes ont également fortement progressé dans l'alimentation (+1,5%) bien que cette dynamique nominale soit aussi le reflet de la progression des prix. Si l'accélération des prix devrait continuer de peser sur la confiance des ménages, la consommation devrait bénéficier de l'assouplissement des restrictions aux frontières annoncée par le gouvernement. A partir du 7 septembre, le nombre maximum d'entrées quotidiennes dans le pays atteindra 50 000 contre 20 000 actuellement. Aussi, tous les étrangers voyageant dans le cadre de forfaits touristiques pourront entrer dans le pays même s'ils ne sont pas accompagnés de guide.

En Corée du Sud, l'inflation se modère en août à 5,7% en glissement annuel (contre 6,3% en juillet) après six mois d'accélération. Toutefois, ce ralentissement témoigne principalement du recul des prix des carburants et de l'alimentation sur le mois alors que l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) ne baisse que marginalement à 4,4% (-0,1 point de pourcentage par rapport à juillet). Outre la baisse internationale des prix du pétrole, la baisse de 7,7% en glissement mensuel de la composante « produits pétroliers » de l'inflation coréenne reflète aussi l'extension de la baisse de l'impôt sur les carburants de 30% à 37% annoncée en juillet. L'inflation reste toutefois bien supérieure à la cible de 2% de la banque centrale qui devrait poursuivre le resserrement de sa politique monétaire au cours des prochains mois.

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.