

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

Rédacteurs

Gestion — Recherche

08 août 2022

La guerre des puces aura bien lieu

L'administration américaine continue de s'activer, tant sur le plan diplomatique que parlementaire, pour recréer les conditions d'une chaîne de production locale et fiable de semiconducteurs.

Sur le plan diplomatique, elle tente d'imposer une nouvelle alliance, appelée « Chips 4 Alliance », dont l'objectif est de sécuriser la chaîne d'approvisionnement mondiale de semiconducteurs avec des pays « amis ». En dehors des Etats Unis, 3 pays sont ciblés : le Japon, pour sa maîtrise de la chaîne très en amont (composants et matériaux), ainsi que Taiwan et la Corée du Sud, pour la maîtrise des processus de production à très grande échelle. Si le Japon et Taiwan ont déjà répondu favorablement à cette initiative, la Corée du Sud se retrouve dans un dilemme profond. D'un côté, elle est consciente que sans accès à la propriété intellectuelle américaine, les risques à long terme pour la compétitivité et l'innovation de son industrie pourraient être majeurs. D'un autre côté, rejoindre l'alliance, c'est possiblement froisser son plus gros client (près de 50% de ses exportations de semiconducteurs vont vers la Chine), chez qui elle a basé quelques-unes de ses plus grandes usines. Par la voix de ses ministres du commerce extérieur et des affaires étrangères, la Chine a déjà averti son voisin coréen des risques d'une telle alliance, considérant que cette initiative ne permettrait pas de sécuriser cette chaîne de valeur, mais bien au contraire de la fragmenter. De son côté, soucieuse d'organiser rapidement les rencontres entre partenaires de l'alliance, l'administration américaine a donné jusqu'en fin août à la Corée pour qu'elle se prononce. Le tiraillement coréen bat donc son plein : entre signes de bonne volonté vers l'administration américaine (Samsung a signifié une volonté d'investir près de 200 milliards sur 20 ans au Texas sous la forme de 9 nouvelles usines et 2 extensions) et volonté de ménager son client chinois.

Sur le plan parlementaire, après presque deux ans de tergiversations, l'administration américaine vient de donner vie au Chips Act (Creative Helpul Incentives to Produce Semiconductors in America). Un plan autorisant 52 milliards de subventions et crédit d'impôts aux sociétés de semiconducteurs s'engageant dans la création ou l'extension d'usines sur le sol américain. Le débat parlementaire a été intense sur le sujet, certains considérant ces subventions comme impératives pour relocaliser une industrie critique pour assurer la suprématie technologique des Etats Unis, d'autres voyant d'un mauvais œil le fait de subventionner une industrie déjà très profitable (Bernie Sanders). Le diable étant toujours dans les détails, on notera que ce plan prévoit d'octroyer des subventions aux sociétés, seulement si celles-ci ne s'engagent pas à développer des usines de nouvelles générations dans des pays considérés comme pouvant porter atteinte à la sécurité nationale américaine. Les groupes coréens et taiwanais sont donc prévenus : pour obtenir des subventions américaines, il va falloir choisir un camp pour implanter ses usines modernes !

Vincent Haderer



Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde

Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

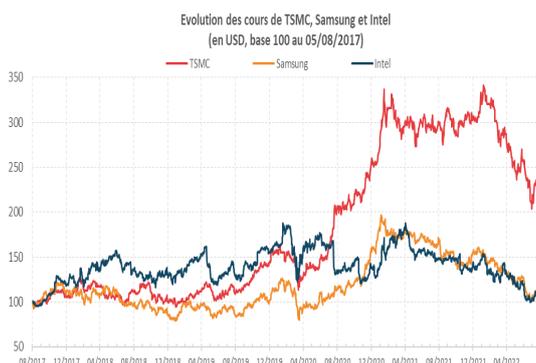
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« Quels leaders pour accompagner la relocalisation de la »



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	05/08/22	22/06/22	T-12 mois	22/06/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,018	1,057	1,183	-3,6	-14,0
€ / £	0,843	0,862	0,849	-2,1	-0,7
€ / Yen	137,51	143,99	129,90	-4,5	5,9
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	95	112	71	-15,1	33,1
Indice CRB*	583	612	560	-4,7	4,1
Prix de l'once d'Or	1 773	1 834	1 805	-3,3	-1,8
Prix de la tonne de cuivre	7 871	8 773	9 492	-10,3	-17,1
Indice Baltic Dry**	1 560	2 349	3 376	-33,6	-53,8
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	3 740	4 222	2 869	-11,4	30

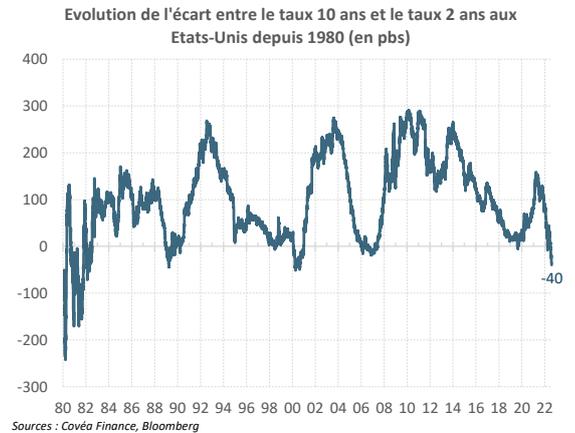
Sources : Bloomberg, Covéa Finance *Indice CRB : indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. **Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales ***Indice 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 rendements souverains sont en nette hausse sur la semaine poussés par des publications encourageantes sur le front de l'activité et de l'emploi aux Etats-Unis. Ce mouvement s'accompagne d'un aplatissement des courbes. Le resserrement monétaire à marche forcée fait craindre à terme, des impacts négatifs sur la croissance. C'est le message explicite de la BOE cette semaine qui a relevé ses taux de 50pb (plus forte hausse depuis 27 ans) tout en prévoyant une récession au T4 2022. La courbe anglaise est quasiment plate sur le segment 2-10 ans. Aux Etats-Unis, l'inversion de cette même partie de courbe s'est un peu plus renforcée, avec la hausse plus marquée de la partie 2 ans (+34pb) par rapport à la partie 10 ans (+18pb). Ce niveau d'inversion (-40pb) n'a pas de précédent depuis l'année 2000. En Europe, les rendements ont également suivi une tendance haussière à l'exception des taux italiens qui sont restés stables, légèrement au-dessus de 3%. On note d'ailleurs que les réinvestissements des tombées de la BCE ont très largement été orientés vers la dette italienne au détriment du Bund allemand.



Le Focus de la semaine : Paris 2024, un rêve olympique rattrapé par la réalité financière?

Le 26 juillet 2024 marquera le début des Jeux Olympiques de Paris. La sobriété écologique et économique a été le fer de lance du projet français. Toutefois, à deux ans de l'échéance, la situation financière des parties prenantes publiques prête à questionnement. Hôte de l'événement, la Ville de Paris a atteint son record d'endettement en 2021 pour un montant de plus de 7,7 Mds €. La ville devra accroître ses dépenses d'investissement pour permettre d'accueillir un tel événement. Pour se faire, elle multiplie le recours à l'emprunt ce qui n'est pas sans conséquences sur son échéancier. Dès 2024, le montant de ses remboursements passera à 100 M€ puis en moyenne à 250 M€ par an jusqu'en 2030 contre 40 M€ et 30 M€ en 2022 et 2023. En charge des transports, Ile de France Mobilités a accumulé de nombreux retards dans ses travaux mais aussi une dette toujours plus importante. L'entreprise a et aura recours massivement au marché obligataire. Quel que soit le niveau des taux d'intérêt. Depuis le début d'année, l'émetteur a proposé trois souches obligataires pour un montant d'émissions d'1.5 Md € égalant, quasiment, le montant émis sur toute l'année 2021. Point critique, la capacité de désendettement de l'entreprise devrait, selon la Cour des Comptes, dépasser le seuil fatidique de 15 ans dès 2026. Ce niveau conditionne la participation de la Banque Européenne d'Investissement, qui est à l'heure actuelle, le premier créancier d'Ile de France Mobilités. Ces éléments expliquent pourquoi l'agence de notation Moody's a, en début d'année, dégradé la note de l'entreprise à Aa3, soit 1 cran en dessous de la note de la dette souveraine française. De plus, l'Etat, prêteur en dernier ressort de ces deux entités n'est pas dans une situation financière optimale. Le niveau de sa dette continue à croître de manière significative et pourrait, d'ici 2024, avoir largement dépassé le seuil symbolique des 3 000 Mds €. Premier contributeur public au projet, l'Etat devra assumer également les dépenses annexes. Le coût initialement annoncé sera vraisemblablement plus conséquent pour les finances publiques déjà mises à mal par le « quoi qu'il en coûte » et les dépenses liées à la lutte contre l'inflation. Si elle se poursuit, la hausse actuelle des taux limitera la facilité d'emprunt dont l'Etat a largement bénéficié ces dernières années. Seule la Région Ile de France semble, a priori, dans une meilleure situation financière mais son engagement dans Ile de France Mobilités pourrait peser sur sa situation financière si sa participation était amenée à être revue à la hausse. A deux ans de ce rendez-vous mondial, la réalité financière de ce projet pourrait contraindre les ambitions du comité olympique français.

Lucas Couvert

Assistant-Gérant Mandat Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)				Pente* (en pbs)	
	05/08/22	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 directs											
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	1,25	1,25	0,25	0,10	0,50	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	2,83	2,65	3,16	1,51	1,22	18	-33	132	160	-40	24
Allemagne	0,96	0,82	1,64	-0,18	-0,50	14	-68	113	145	50	21
France	1,49	1,38	2,18	0,20	-0,16	11	-69	130	165	114	54
Italie	3,02	3,02	3,55	1,17	0,53	0	-52	185	249	174	21
Royaume-Uni	2,05	1,86	2,50	0,97	0,52	19	-45	108	153	10	38
Japon	0,17	0,19	0,25	0,07	0,01	-2	-8	10	16	27	99
Crédit											
Indice Itraxx Main	102,3	100,0	111,5	47,8	46,2	2,2	-9,3	54,5	56,0		
Indice Itraxx Crosscover	518,7	509,4	552,3	241,7	233,8	9,3	-33,7	277,0	284,9		

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

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

Les marchés actions européens progressent légèrement de +0.3% la semaine passée. Les sociétés européennes continuent de publier de bons résultats pour le deuxième trimestre et confirment leurs perspectives financières pour l'année dans la grande majorité de cas. Pourtant les tensions restent nombreuses : approvisionnement en gaz russe, risque de resserrement monétaire plus agressif suite aux bons chiffres de l'emploi US, conséquences de la visite de Nancy Pelosi à Taiwan et niveau du Rhin au plus bas depuis dix ans risquant de perturber les chaînes d'approvisionnement en Europe.

La meilleure performance sectorielle sur la semaine écoulée revient aux financières (+2.6%), portée par des bons résultats des banques et assurances. La consommation discrétionnaire progresse de +1.5% grâce au rebond des valeurs internet, d'Essilor Luxottica et des constructeurs automobiles. Enfin, citons la hausse des sociétés technologiques (+0.9%) et ce, malgré la remontée des taux en fin de semaine pénalisant les valeurs de croissance. A l'autre bout du spectre, l'immobilier (-2.8%) pâtit de la hausse des taux longs tout comme la santé (-1.6%) qui en plus est pénalisée par la publication décevante du leader mondial du diabète Novo Nordisk et des craintes liées à l'ingérence future de l'administration américaine dans la fixation des prix de certains médicaments aux Etats-Unis.

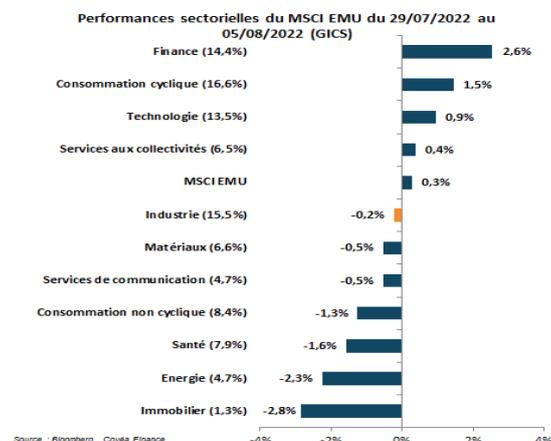
Plus spécifiquement, Zalando affiche la plus forte hausse (+12.8%) suite à une publication qui n'a pas vu les chiffres se dégrader davantage malgré un environnement difficile, suivi de Lufthansa (+12.2%) qui trouve un accord avec son personnel au sol évitant ainsi de nouvelles perturbations pour le reste de la saison estivale. Ubisoft (+11.9%) bénéficie de son côté des rumeurs de montée à son capital du géant du numérique chinois Tencent, prêt à payer un prix proche de 100€ par titre. Les plus fortes baisses se trouvent chez les sociétés ayant publié des résultats mitigés à l'image de Rational AG ou encore DSM.

Le Focus de la semaine : La transformation des majors pétrolières

Les géants du secteur pétrolier viennent de publier d'excellents résultats au titre du 2nd trimestre 2022, bénéficiant d'un parfait alignement des planètes : hausse du prix du pétrole, hausse du prix du gaz et marges de raffinage au plus haut. Dans ce contexte, la génération de trésorerie atteint des montants records. Il revient ensuite aux dirigeants d'allouer cet excédent entre investissements (CAPEX), opérations de croissance externe (fusions-acquisitions) et retour à l'actionnaire.

Les pétroliers ont une activité très intense en capital et allouent plusieurs milliards de dollars à leurs investissements via une approche sélective et disciplinée. Par exemple, Total Energies va dépenser 16 Mds\$ cette année et Shell quasiment 27 Mds\$ quand Schneider, un acteur clé de la transition énergétique, ne dépense « que » 1 Md€. Concernant les acquisitions, les grandes opérations de rapprochement appartiennent au passé (la dernière grande opération est le rachat de BG par Shell en 2015 pour 64 Mds€). Aujourd'hui, les pétroliers privilégient des opérations de petite taille, ciblées pour renforcer leur portefeuille d'actifs de production de pétrole et de gaz et/ou pour accélérer leur transition vers les activités bas carbone. En fait, les pétroliers préfèrent utiliser la trésorerie excédentaire générée pour la rendre à leurs actionnaires sous forme de dividende ou de rachat d'actions. Ce dernier a clairement leur préférence. Le rachat d'actions offre de la flexibilité (le montant du programme est ajusté en fonction de la trésorerie disponible alors que le dividende est un engagement plus difficile à revoir à la baisse) tout en envoyant un signal positif en termes de confiance sur leurs perspectives et de surcroît, la réduction du nombre de titres en circulation augmente de facto la rémunération de l'actionnaire pour les prochains exercices.

Lors des résultats du T2, les investisseurs ont systématiquement salué les sociétés ayant accéléré leur programme de rachat d'actions et sanctionné celles ayant annoncé une hausse de leurs dépenses d'investissements. Cette réaction est un paradoxe et nous interroge. Dans un passé pas si lointain, les pétroliers étaient exclus de l'univers d'investissement de certains fonds pour des raisons de normes ESG. Gageons que cette réaction de court terme ne remette pas en cause leur programmes d'investissement notamment en faveur de la transition dans les activités bas carbone. La transformation de ces acteurs en des groupes « multi énergies » grâce à leur bilan solide est un des enjeux majeurs de la réorganisation du complexe énergétique mondial que nous illustrons dans nos Perspectives Economiques et Financières.



Chicuong Dang

Gérant OPC Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	05/08/22	J-7	22/06/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	22/06/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	132,1	131,7	123,8	154,1	150,4	0,3	↑	6,7	↑	-14,3	↓	-12,2	↓
MSCI EMU Mid Cap	926	929	883	1 094	1 086	-0,3	↓	4,9	↑	-15,4	↓	-14,7	↓
MSCI EMU Small Cap	366,6	366,2	374,7	487,4	500,2	0,1	↑	-2,2	↓	-24,8	↓	-26,7	↓
MSCI Europe	146,1	146,9	135,9	161,7	155,4	-0,6	↓	7,5	↑	-9,6	↓	-6,0	↓
France CAC40	6 472	6 449	5 917	7 153	6 781	0,4	↑	9,4	↑	-9,5	↓	-4,6	↓
Allemagne DAX30	5 553	5 517	5 378	6 696	6 655	0,7	↑	3,3	↑	-17,1	↓	-16,6	↓
Italie MIB	22 587	22 405	21 789	27 445	25 666	0,8	↑	3,7	↑	-17,7	↓	-12,0	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 440	7 423	7 089	7 385	7 120	0,2	↑	4,9	↑	0,7	↑	4,5	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 821	8 844	8 227	8 777	8 382	-0,3	↓	7,2	↑	0,5	↑	5,2	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

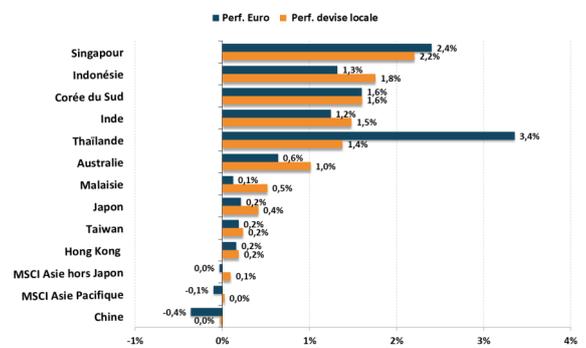
Sur la semaine, les marchés Asiatiques sont restés stables, affichant néanmoins de grandes disparités géographiques. Globalement, les tensions de début de semaine, liées à la visite de Nancy Pelosi à Taiwan n'ont pesé que temporairement sur les marchés. La dynamique positive ayant repris le dessus, toujours soutenue par des publications de résultats d'entreprises favorables et la conviction des investisseurs que la banque centrale américaine devra prochainement ralentir l'ampleur de son resserrement monétaire (même si les chiffres d'emploi américain de vendredi continuent de suggérer le contraire). Les États-Unis et le Japon ont lancé un nouveau dialogue économique dans le cadre de leur réunion intitulée « two-plus-two » ayant pour objectif de poursuivre le libre échange mais aussi de mettre en place des chaînes d'approvisionnement plus solides. En parallèle, nous notons des annonces de collaborations ou d'investissements entre entreprises américaines et japonaises. A titre d'exemple, Mitsubishi Gas Chemical prévoit d'investir 50 milliards de yens (376 millions de dollars) pour augmenter la production de produits chimiques pour semi-conducteurs aux États-Unis, alors que de son côté Boeing Co a déclaré qu'il prévoyait d'établir un centre de R&D au Japon afin de poursuivre le développement d'un carburant d'aviation durable et de faire progresser la technologie des avions électriques et à hydrogène.

Aux États-Unis, le S&P 500 termine la semaine en légère hausse, semaine marquée à la fois par les tensions géopolitiques entre la Chine et les États-Unis suite à la visite de Nancy Pelosi à Taiwan et par les inquiétudes sur la dynamique du resserrement monétaire. En effet, les interventions de certains membres de la Réserve Fédérale en faveur d'une remontée rapide des taux et les chiffres de l'emploi meilleurs qu'attendus sont venus plaider en faveur du maintien de la dynamique du resserrement monétaire. En parallèle, le prix du pétrole était en forte baisse sur la semaine, intégrant une faible remontée de la production de pétrole de la part des membres de l'OPEC (+100 000 barils par jour à compter de septembre, soit 0.1% de la demande mondiale), la publication d'une hausse des stocks hebdomadaires aux États Unis et d'une demande d'essence en baisse. En terme sectoriels, les investisseurs sont revenus massivement sur les secteurs de croissance comme la technologie, la consommation discrétionnaire et les services de communication, tirant parti de l'accélération de l'ISM des services sur le mois de juillet à 56.7 contre 55.3 le mois précédent aux dépens des secteurs cycliques et défensifs comme l'énergie, les matériaux ou encore la santé et l'immobilier. Au niveau des entreprises, les valeurs exposées aux énergies renouvelables étaient en forte hausse suite au vote dimanche de « The inflation Act for 2022 » comportant un volet de subventions pour la lutte contre le réchauffement climatique.

Le Focus de la semaine : Quelles conséquences de la visite de N. Pelosi à Taiwan ?

La visite de Nancy Pelosi à Taiwan a entraîné des déclarations virulentes de la part de l'administration chinoise à l'égard des États Unis, notamment en réaffirmant une atteinte à sa souveraineté. Parmi les points répercussions importantes, et au-delà des actes de démonstrations de force militaire, nous notons la multiplication d'annonces plus ou moins majeures : la rupture des discussions sur les accords du climat, l'arrêt des coopérations militaires entre les deux pays (surveillance de routes maritimes), la fin des coopérations sur les échanges d'immigrés clandestins... Toutefois, un certain nombre de décisions sont également susceptibles d'entraîner de nouvelles difficultés pour les entreprises. Ainsi, la société chinoise Pegatron (un des assembleurs de l'iPhone) a vu ses livraisons de composants retenus en douane chinoise au motif qu'ils portent la mention « Taiwan » ou « Republic of China » sur ses cartons (interdit, mais rarement bloquant normalement). Les entreprises américaines craignent une multiplication de ces contrôles potentiellement bloquants pour alimenter les usines chinoises de leurs principaux fournisseurs. Enfin, nous notons également que la société CATL (parmi les leaders mondiaux en matière de production de batteries pour véhicules électriques) a « temporairement » mis en suspens une décision d'implantation d'une usine aux États Unis, usine censée fournir des batteries pour Tesla, Ford et BMW.

Performances des marchés asiatiques du 29/07/2022 au 05/08/2022



Vincent Haderer

Responsable du pôle Gestion Actions Amérique et Monde



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	05/08/22	J-7	22/06/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale			en €				
						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	4 145	4 130	3 760	4 766	4 429	0,4	10,2	-13,0	-6,4	0,7	14,4	-2,9	8,8
Etats-Unis - Dow Jones	32 803	32 845	30 483	36 338	35 064	-0,1	7,6	-9,7	-6,4	0,2	11,7	0,8	8,7
Etats-Unis - Nasdaq	12 658	12 391	11 053	15 645	14 895	2,2	14,5	-19,1	-15,0	2,5	18,8	-9,7	-1,2
Japon Nikkei 300	413	411	393	420	413	0,5	5,2	-1,6	0,0	-0,5	10,2	-6,3	-5,5
Corée du Sud KOSPI	2 491	2 452	2 343	2 993	2 493	1,6	6,3	-16,8	-0,1	1,6	8,9	-15,7	1,8
Chine - Shanghai	3 227	3 237	3 267	3 640	3 237	-0,3	-1,2	-11,3	-0,3	1,1	2,1	-6,8	11,1
Hong Kong Hang Seng	20 202	20 157	21 008	23 398	26 205	0,2	-3,8	-13,7	-22,9	0,7	-0,2	-4,3	-11,3
Marchés Emergents - MSCI	1 003	994	994	1 232	1 300	0,9	0,9	-18,6	-22,9	1,3	4,7	-9,1	-10,4

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

Vers un label ISR plus exigeant

Le label ISR, créé en 2016 par le ministère de l'Économie et des Finances, permet de distinguer les fonds mettant en œuvre une méthodologie robuste d'investissement socialement responsable, aboutissant à des résultats mesurables et concrets.

« Pour un label ISR plus exigeant, plus lisible et plus efficace » : c'est le titre du document de propositions d'orientations du label ISR, publié le 29 juillet dernier et qui vise à faire évoluer le label. Le comité du label ISR, qui a vu sa gouvernance renouvelée fin 2021, vient en effet de lancer une consultation publique, qui va durer jusqu'au 9 septembre, sur la base de ce document. Selon Michèle Pappalardo, présidente du comité du label ISR, ce sont « certaines faiblesses du référentiel que d'aucuns ont utilisé pour flirter avec l'écoblanchiment » qui ont justifié la volonté de rénovation du label ISR par le Ministère de l'Économie et des Finances, dont dépend le label. Le but est de disposer d'un nouveau référentiel début 2023, avec à l'esprit la volonté de conserver le rôle pédagogique du label alors que les épargnants expriment un besoin croissant de voir leur épargne contribuer au développement durable. Rappelons également le levier majeur que peut jouer la finance dans la lutte contre le changement climatique.

Des principes structurants sont réaffirmés, notamment l'équilibre entre les piliers E, S et G ou l'approche « best in class » : c'est-à-dire la réduction de 20% de l'univers d'investissement des fonds par élimination des valeurs ayant les moins bonnes notes ESG.

L'objectif de cette évolution du label est par ailleurs l'adoption du principe de double matérialité, déjà présent dans les textes européens actuels sur la finance durable, en particulier dans le règlement SFDR entré en application en 2021. Actuellement, le référentiel repose sur une approche simple de matérialité financière, qui ne prend en compte que les effets financiers des dimensions ESG sur les portefeuilles. Une double matérialité prendra également en compte l'incidence de l'activité des émetteurs sur l'environnement.

Enfin, le document de propositions d'orientations du label ISR mentionne qu'un « certain nombre d'exclusions paraissent aujourd'hui incontournables en termes d'énergie (charbon, énergies fossiles non conventionnelles) », et rappelle que dans le cadre des Accords de Paris, l'Europe et la France s'étaient engagées à atteindre la neutralité carbone en 2050 et à réduire leurs émissions de gaz à effet de serre de 55% dès 2030. L'idée est que le label accompagne les fonds, donc les entreprises financées, dans cette évolution. Cette revendication d'exclusions intégrées au label ISR, du moins pour le fossile non conventionnel, émanerait en réalité de plusieurs ONG et associations (dont les Acteurs de la finance responsable) et a ensuite été reprise par l'Inspection générale des finances (parmi d'autres propositions faites par l'IGF au comité du label), dont un rapport sur le label avait fait des exclusions « la priorité principale dans [sa] refonte ». En effet, le label français est jugé en retrait par rapport à ses pairs européens dont la plupart bannissent le charbon et certaines énergies fossiles. Notons que certaines ONG et associations veulent étendre les exclusions du label à toutes les énergies fossiles, conventionnelles ou non.

L'objectif est surtout, selon Michèle Pappalardo, que « les fonds soient obligés d'expliquer leur trajectoire Net Zero en 2050, avec des objectifs intermédiaires à 2030 ». La Présidente du comité du label ISR précise que « les exclusions ne sont pas la solution pour accompagner les acteurs économiques dans leur transition vers un monde moins carboné » et que l'exclusion de certaines énergies fossiles pourrait être assortie de « planchers progressifs », exprimés par exemple en termes de revenus. Certains investisseurs voudraient s'inspirer du label belge dont les indicateurs utilisés pour les choix d'exclusion dépassent le chiffre d'affaires, mais comprennent également les capitaux investis dans les activités controversées.

L'ambition de ce renouvellement est de disposer d'un « véritable 'socle ISR' solide et exigeant, qui pourrait éventuellement servir de référence à d'autres labels français », qui n'auraient plus qu'à définir les particularités liées à leur domaine spécifique, afin de « faciliter la lisibilité et la compréhension des labels de finance durable pour les épargnants et les investisseurs ».

Le nouveau référentiel du label ISR sera réécrit en profondeur durant le second semestre 2022.

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

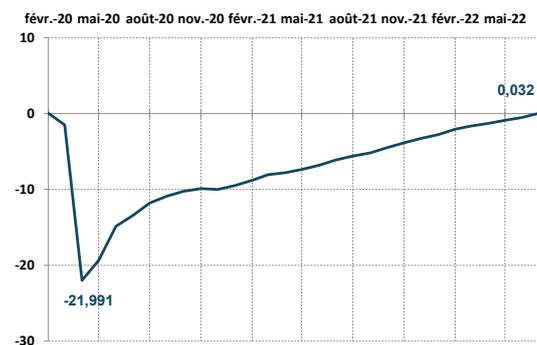
États-Unis

« Le marché de l'emploi retrouve son niveau pré-pandémique »

Le marché du travail retrouve son niveau pré-pandémique grâce au dynamisme des créations de poste en juillet. L'économie américaine enregistre en effet 528 000 nouveaux emplois sur le mois, après 398 000 en juin, ce qui permet de dépasser son niveau de février 2020. Le secteur de la santé enregistre un gain notable avec près de 97 000 emplois créés mais la vigueur s'observe également dans le secteur du tourisme et des loisirs (+96 000) ou encore le secteur des services aux entreprises (+89 000). Le taux de chômage diminue légèrement et atteint 3,5% en juillet, tandis que le taux de participation s'établit à 62,1%. La croissance des salaires accélère quelque peu à 0,5% sur le mois, contre 0,4% en juin. En rythme annuel, le salaire horaire affiche une croissance de 5,2%. **Dans le même temps, les données JOLTS publiées par le Bureau des Statistiques du Travail signalent néanmoins une tension moindre sur le marché du travail américain pour le mois de juin.** Le nombre d'offres d'emploi non pourvues a reculé pour le 3^{ème} mois consécutif en juin. De même, le nombre de démissions et d'embauches reste très élevé, mais s'inscrit en retrait sur les derniers mois. Ces éléments suggèrent que les tensions sur l'emploi se modèrent, ce qui pourrait conduire à un ralentissement de la dynamique haussière des salaires sur le second semestre 2022. La remontée progressive au cours des dernières semaines du nombre de demandes d'allocation chômage, après un point bas historique atteint au printemps, suggère également une détente du marché du travail. Néanmoins, le rapport JOLTS porte sur le mois de juin ce qui ne permet pas de refléter la dynamique observée sur les données de créations de poste du mois de juillet.

Du côté de la Réserve fédérale, plusieurs membres du Comité de politique monétaire ont pris la parole cette semaine pour réaffirmer la nécessité de poursuivre le resserrement monétaire. Dans la droite ligne des propos du Président Jerome Powell, Charles Evans (Fed de Chicago) a déclaré qu'une hausse de 75 pb ou de 50 pb est envisageable en septembre et que la décision se prendrait selon l'évolution des données économiques. Mary Daly (Fed de San Francisco) a déclaré que les efforts pour lutter contre l'inflation sont loin d'être terminés. Le resserrement va donc se poursuivre et il s'agira selon elle de maintenir les taux longtemps à des niveaux restrictifs. Cette déclaration est intervenue alors que certains intervenants de marché commençaient à envisager un mouvement de baisse de taux en 2023, en réaction au ralentissement à venir de l'activité. En outre, la bonne orientation du marché de l'emploi pourrait renforcer la Réserve Fédérale dans la poursuite de son resserrement monétaire.

Etats-Unis : Variation de l'emploi depuis février 2020 (en millions)



Sources : BLS, Covèa Finance

Dernier point : juil 22

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ISM Manuf.	Indice	juil.-22	52,8	53,0	52,5	60,6
ISM Services	Indice	juil.-22	56,7	55,3	54,3	62,5
ISM Manuf. - Prix payés	Indice	juil.-22	60,0	78,5	54,0	83,8
ISM Manuf. - NVlles commandes	Indice	juil.-22	48,0	49,2	54,0	64,3
ISM Manuf. - Délais de livraison	Indice	juil.-22	55,2	57,3	61,6	72,8
Dépenses de construction	Val, CVS, GA%	juin-22	1,2	1,1	2,2	-3,6
Taux de chômage	% de la pop. active	juil.-22	3,5	3,6	8,1	5,4
Créations nettes d'emplois	Milliers	juil.-22	528	398	-774	562
Salaires horaires nominaux	Val, CVS, GA%	juil.-22	5,2	5,2	4,9	4,2
Importations	Val, NCVS, GA%	juin-22	18,0	23,8	-6,5	21,5
Exportations	Val, NCVS, GA%	juin-22	23,6	22,6	-13,2	22,8

* Du 01/08/2022 au 07/08/2022

Sources : Refinitiv, Covèa Finance

L'indicateur d'enquête ISM manufacturier fait part d'une modération de la croissance de l'activité en juillet, en s'établissant à 52,8 points, contre 53 en juin. L'indice est désormais au plus bas depuis près de 2 ans. La composition de l'enquête pointe vers un fléchissement, avec des sous-composantes production et nouvelles commandes en dégradation à respectivement 53,5 (-1,4 points) et 48 (-1,2 points). Parallèlement à la baisse des commandes, la composante stocks progresse à 57,3, un point haut depuis les

années 1980, signe d'une accumulation de stocks subie. La normalisation de la composante délais de livraison qui avait atteint des niveaux extrêmement élevés en 2021 peut être le signal d'une amélioration des problèmes logistiques, mais peut aussi refléter un affaiblissement de la demande. La composante prix recule également, en lien avec la modération des prix de l'énergie. Enfin, l'emploi se redresse mais demeure sous le seuil de 50 indiquant un recul. **Dans les services, l'indicateur ISM s'est repris en juillet, passant de 55,3 à 56,7 points.** Cette progression inattendue contraste avec l'orientation baissière des indicateurs d'enquête publiés récemment. La composition de l'enquête est solide, avec des hausses de la composante niveau d'activité (+3,8 points à 59,9), nouvelles commandes (+4,3 à 59,9) et emploi (+1,7 à 49,1) bien que cette dernière composante reste sous le seuil de 50 indiquant une contraction. Les difficultés d'approvisionnement semblent se réduire, au regard de la baisse de la composante délais de livraison (-4,1 points à 57,8) et prix payés (-7,8 points à 72,3), ce qui reflète un recul des prix de l'énergie et vraisemblablement également une demande moins soutenue.

Dans l'immobilier, les dépenses de construction font part d'une nette contraction de l'activité en juin (-1,1% en glissement mensuel). Après 24 mois de progression continue, les dépenses dans le secteur résidentiel enregistrent leur première baisse depuis le début de la pandémie (-1,6%). Dans le non résidentiel, les dépenses sont également mal orientées (-0,5%).

Sur le plan budgétaire, les sénateurs ont adopté le plan de l'administration Biden intitulé « Inflation Reduction Act » grâce au ralliement des sénateurs démocrates Joe Manchin et Kyrsten Sinema, jusqu'alors opposés aux précédentes propositions de plan budgétaire. Le texte prévoit une augmentation des recettes via l'instauration d'un impôt minimum de 15% sur les sociétés réalisant plus de 1Mds\$ de bénéfices (369 Mds\$), le renforcement du contrôle fiscal (124 Mds\$) et une baisse des coûts de la santé grâce à une réforme de la tarification des médicaments sur ordonnance (288 Mds\$). Du côté des dépenses, le plan prévoit une augmentation des investissements dans la sécurité énergétique et la lutte contre le réchauffement climatique (369 Mds\$), ainsi que le prolongement pour 3 ans supplémentaires de la réduction des primes d'assurance pour les bénéficiaires de l'Obamacare (69 Mds\$), qui doit expirer fin 2022. Au total, le plan devrait permettre une réduction du déficit public d'environ 300 Mds\$ à horizon 10 ans.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

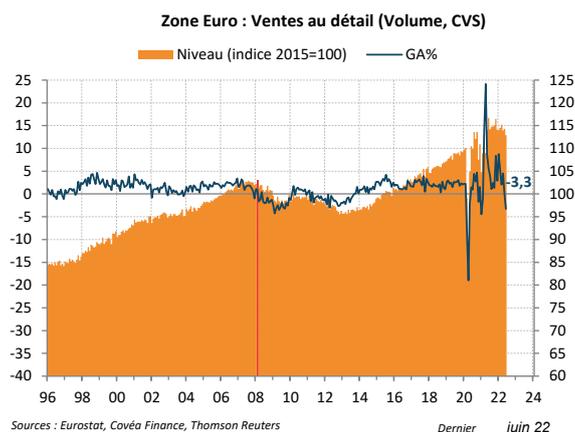


Suivi Macroéconomique

Europe

« La Banque d'Angleterre prévoit que le pays entrera en récession au T4 2022 »

Les industries française et allemande affichent un fort dynamisme en juin alors que l'industrie italienne poursuit son déclin. En France, la production industrielle (hors construction) a progressé de 1,4% en glissement mensuel, principalement tirée par les biens d'équipement, les biens de transport, l'agroalimentaire et l'énergie, après une hausse de seulement 0,2% en mai. En Allemagne, la production industrielle accélère à 0,6% en glissement mensuel, surtout tirée par les biens non-durables et d'équipement, après 0,1% en mai. Les perspectives sont toutefois moins bien orientées en lien avec le déclin de 0,4% des commandes à l'industrie allemande en juin. En Italie, la production industrielle se contracte fortement de 2,1% en juin après un recul de 1,1% en mai, en lien avec la mauvaise orientation des biens durables et d'équipement.



La consommation de biens décline fortement en juin face à l'inflation et aux incertitudes. Les ventes au détail ont enregistré une baisse de 1,2% en volume en glissement mensuel en Zone euro sur le mois après le modeste redressement de 0,4% en mai. Ce déclin s'est généralisé aux principales économies de la zone dont en particulier l'Allemagne (-1,6%), devant la France (-1,2%) et l'Italie (-1,1%). L'Espagne enregistre néanmoins un déclin plus modeste de ses ventes au détail (-0,4%). Ce recul de la consommation semble refléter à la fois la poursuite de la rotation de la demande vers les services, les conséquences de l'inflation et le poids des incertitudes, notamment énergétiques.

Par ailleurs, les données de commerce en Allemagne sont bien orientées grâce au dynamisme des exportations. Tout d'abord, le solde commercial du mois de mai a été nettement révisé à la hausse. Les données préliminaires estimaient en effet que l'Allemagne était en déficit commercial de 1 Md€ en mai, le premier déficit commercial depuis 1991. Or d'après l'estimation finale, le solde commercial du mois de mai enregistrait un excédent de 0,8 Md€. En parallèle, les données commerciales du mois de juin sont également bien orientées. Les exportations sont en hausse de 4,5% en juin en glissement mensuel (après 1,3% en mai), tandis que les importations enregistrent un dynamisme plus faible que prévu, en hausse de 0,2% en juin après 3,2% au mois de mai. Cela permet à l'Allemagne d'enregistrer un excédent commercial de 6,4 Mds€, un chiffre au plus haut depuis février 2022.

Du côté budgétaire, les gouvernements italien et français ont chacun annoncé des plans de soutien aux ménages et aux entreprises face à la hausse des prix. En Italie, un nouvel ensemble budgétaire de 17 Mds€ a été approuvé, qui s'ajoute aux 35 Mds€ d'aides déjà déployées depuis le début de l'année. Le prolongement du plafonnement des prix du gaz et de l'électricité pour les familles à bas revenus et une remise sur les prix à la pompe qui restera en vigueur jusqu'au 20 septembre font partie des principales mesures approuvées. Par ailleurs, le gouvernement a assuré que le nouvel ensemble budgétaire n'allait pas alourdir la dette publique italienne, citant des recettes fiscales plus importantes que prévu. En France, le Parlement a définitivement adopté le plan en faveur du pouvoir d'achat, qui porte sur un total de 30 Mds€ de dépenses. Le texte prévoit notamment une augmentation de 4% des pensions de retraite, le plafonnement de la hausse des loyers à 3,5%, la revalorisation du point d'indice

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	Taux de chômage % de la pop. active	juin-22	6,6	6,6	8,0	7,7
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	juin-22	-3,3	0,3	-0,9	5,1
AL	Taux de chômage % de la pop. active	juin-22	2,8	2,9	3,7	3,6
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	juin-22	-8,8	-3,0	4,4	0,8
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	juin-22	0,1	-1,3	-9,5	4,6
FR	Taux de chômage % de la pop. active	juin-22	7,2	7,2	8,0	7,9
	Prod. industrielle Vol, CVS, GA%	juin-22	1,4	-0,3	-10,7	5,7
IT	Taux de chômage % de la pop. active	juin-22	8,1	8,2	9,3	9,5
	Ventes au détail Vol, CVS, GA%	juin-22	-2,4	1,9	-6,6	7,5
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	juin-22	-1,0	3,4	-11,0	11,6
ES	Taux de chômage % de la pop. active	juin-22	12,6	12,6	15,5	14,8
	Prod. Industrielle Vol, CVS, GA%	juin-22	7,0	4,5	-9,5	7,3

* Du 01/08/2022 au 07/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

des fonctionnaires ou encore la nationalisation d'EDF.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 50 points de base, le portant à 1,75%. Le comité de politique monétaire note que les pressions inflationnistes au Royaume-Uni et dans le reste de l'Europe se sont considérablement intensifiées sur les derniers mois en raison de la hausse des prix de l'énergie, qui pourrait s'accroître si de nouvelles restrictions concernant les approvisionnements de gaz russe sont mises en place. La BoE estime que l'inflation devrait continuer d'augmenter, passant de 9,4% en juin à plus de 13% au 4^{ème} trimestre 2022 selon ses prévisions, et devrait rester à des niveaux très élevés en 2023. Par ailleurs, l'institution considère que la hausse des prix de l'énergie, et particulièrement du gaz, a entraîné une détérioration significative des perspectives de croissance dans le pays. **La BoE prévoit que le Royaume-Uni entrera en récession à partir du 4^{ème} trimestre 2022.** Même si une très grande incertitude entoure ces prévisions, tous les scénarios économiques de la BoE anticipent une inflation très élevée à court terme et une baisse du PIB au cours de l'année prochaine.

Les incertitudes autour de l'approvisionnement du gaz russe se renforcent. La société Gazprom a affirmé cette semaine que la livraison d'une turbine à la Russie était impossible en raison des sanctions occidentales. Cet équipement, qui a été renvoyé en Allemagne après avoir été réparé au Canada, serait essentiel pour garantir le bon fonctionnement du gazoduc Nord Stream 1 selon l'entreprise russe. En réponse à ces déclarations, le chancelier allemand Olaf Scholz a affirmé qu'il n'y a aucune raison qui empêcherait la livraison de cette turbine, du moment que Moscou fournit les informations douanières nécessaires à la livraison. Ces récentes déclarations pourraient donc être une excuse de la part de Russie pour réduire davantage les livraisons de gaz vers l'Europe dans les prochaines semaines, alors que seulement 20% des capacités de Nord Stream 1 sont utilisées depuis fin juillet.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

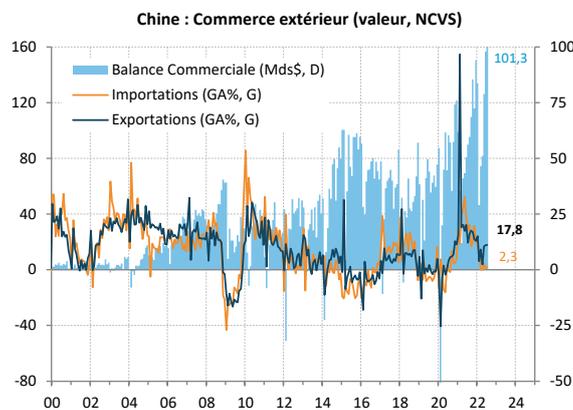
Asie

« Les tensions géopolitiques s'intensifient autour de la question taïwanaise »

Cette semaine a été marquée par la montée des tensions entre la Chine et les Etats-Unis sur la question taïwanaise. La visite officielle à Taïwan de la présidente de la Chambre des représentants américaine, Nancy Pelosi, pour affirmer la solidarité américaine à la cause taïwanaise, a en effet provoqué de vives réactions de la part des autorités chinoises qui considèrent l'île comme une partie de leur territoire national.

Le gouvernement a ainsi convoqué l'ambassadeur américain à Pékin pour exprimer sa colère, suspendu les importations de plusieurs produits taïwanais (principalement alimentaires) et surtout mené des exercices militaires à grande échelle tout autour de l'île. Ces exercices se sont traduits par de multiples incursions dans l'espace aérien de Taïwan et la perturbation de la navigation maritime et aérienne autour de l'île. Alors que ces manœuvres devaient initialement se tenir du 4 au 7 août, elles ont finalement été prolongées après cette date par les autorités chinoises. Les nombreuses conséquences de cette montée des tensions sont évoquées plus en détail dans le focus des actions internationales en page 4 de ce document.

Le commerce extérieur continue de soutenir la croissance chinoise avec un excédent record de 101,3 Mds\$ en juillet mais les perspectives restent orientées à la baisse. La croissance nominale des exportations reste très élevée à 17,8% en glissement annuel sur le mois (+0,1 point de pourcentage), grâce à l'assouplissement des contraintes d'approvisionnement et au maintien de la demande internationale. La croissance des importations accélère à 2,3% (+1,3 pp) mais reste relativement faible en lien avec une demande domestique pénalisée par les incertitudes sanitaires et les difficultés du secteur de l'immobilier. Toutefois, les exportations devraient pâtir du recul de la demande internationale attendu au second semestre 2022 face à l'inflation, au ralentissement économique, au resserrement des politiques économiques et à la normalisation de la demande en faveur des services. Les importations en revanche devraient être dynamisées par les investissements massifs en infrastructure des autorités.



Sources : Covéa Finance, General Administration of Customs, Thomson Reuters

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
CH	Exportations	Val, NCVS, GA%	juil.-22	17,8	17,7	3,6	30,0
	Importations	Val, NCVS, GA%	juil.-22	2,3	1,0	-0,6	30,1

*Du 01/08/2022 au 07/08/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

Au Japon, le salaire minimum devrait enregistrer une progression record de 3,3% en 2022. Le ministère de la Santé, du Travail et des Affaires sociales a formellement accepté la recommandation du sous-comité, composé de représentants patronaux et syndicaux, en charge de la détermination de l'évolution du salaire minimum pour que le seuil national soit augmenté à 961 yens de l'heure (7,30\$). Cette hausse, qui entrera en vigueur d'ici octobre, devrait donc être supérieure à l'inflation sur l'année et ainsi bénéficier au pouvoir d'achat des plus modestes. Cette forte augmentation s'inscrit dans le cadre des orientations politiques pour une économie plus redistributive mises en avant par le Premier ministre Kishida. Enfin, si cette hausse de salaire se généralise à l'ensemble de l'économie, stimulant ainsi la demande et les prix, elle pourrait amener la Banque du Japon à reconsidérer sa politique monétaire très accommodante. En juin, la croissance du salaire mensuel moyen au Japon a déjà fortement accéléré à 2,2% en glissement annuel, après 1% en mai. Ce dynamisme reflète toutefois surtout des facteurs non pérennes telles que les hausses des paiements de primes ou d'heures supplémentaires. Pour le gouverneur de la Banque du Japon, H. Kuroda, une croissance de 3% serait nécessaire pour atteindre durablement la cible d'inflation.

En Australie, la banque centrale poursuit son resserrement monétaire mais revoit ses projections de croissance à la baisse. La Banque de Réserve d'Australie (RBA) a annoncé une nouvelle hausse de taux de 50 points de base à l'occasion de sa réunion de politique monétaire d'août. En seulement trois mois, la RBA a ainsi déjà redressé son taux de 175 points de base, le portant à 1,85%. Dans son communiqué de presse, le comité de politique monétaire continue de mettre l'accent sur la nécessité de lutter contre l'accélération des prix pour justifier son resserrement. L'inflation a en effet déjà atteint 6,1% au T2 2022 et, selon la RBA, elle devrait atteindre 7,75% d'ici la fin de l'année. Toutefois, le comité a également évoqué une dégradation de ses perspectives de croissance ce qui pourrait amener à une modération du rythme de resserrement dans les prochains mois. En effet, la banque centrale anticipe désormais une croissance du PIB de 3,25% en 2022 contre un 4,25% dans ses projections précédentes.

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.