

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

28 novembre 2022

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Inextinguible

FTX, la deuxième plus importante plateforme d'échanges de cryptomonnaies, valorisée 32Mds\$ il y a quelques semaines, a fait faillite en quelques jours. Un effondrement qui s'est opéré dans un temps aussi rapide que celui des dernières innovations en matière de « bande passante de mémoire » qui accélèrent toujours plus la vitesse et devraient modérer la consommation d'énergie des « mineurs » de cryptomonnaies. Entre concentration des actifs en trésorerie, inadéquation actif-passif, confusion des genres parmi les filiales et les comptes des utilisateurs, et absence de contrôle interne efficace, cette entreprise a concentré tout ce qui mène à une crise de liquidités, mère des propagations de toutes les crises financières. Et c'est pour ne pas se laisser surprendre par ce risque de contagion que nous avons activé une cellule de crise sur la faillite de FTX et ses conséquences de tous ordres afin d'en anticiper les effets domino et d'en déterminer les voies de diffusion possibles. Car une crise de liquidité représente bel et bien l'un des risques majeurs des marchés financiers comme nous l'avons souligné dans les conclusions de nos dernières Perspectives Economiques et Financières (PEF) de novembre. Au-delà du million d'investisseurs dans le token FTT et des parties prenantes dans les 130 sociétés affiliées de la galaxie FTX qui auraient perdu plusieurs milliards de dollars, la question se pose à nouveau de la légitimité et de l'utilité sociale des actifs numériques non régulés.

Une interrogation qui ne semble pas modifier la politique du Kazakhstan en la matière. Ce pays d'Asie centrale (à 20% russophone), dont le président Tokaïev a été réélu en novembre, est une pièce maîtresse dans le jeu d'alliances géostratégiques de la Russie (voir le suivi du 10 janvier 2022 « Almaty ne répond plus »). Elle est aussi en termes de « minage », la seconde terre d'accueil derrière les États-Unis (bien que la ville de New York vienne d'interdire cette activité) et devant la Chine depuis le bannissement par Pékin de l'utilisation de l'électricité à des fins de « hachage » de cryptomonnaies. Après le « minage », le Kazakhstan veut devenir aussi une place de référence pour les bourses et plateformes de cryptomonnaies comme l'illustre l'accord avec Binance qui vient de recevoir un statut officiel et pourra œuvrer dans le cadre réglementé kazakh.

Le risque essentiel est donc un risque de contagion aux autres classes d'actifs par le biais de crises de liquidité en cascade, auxquelles la sphère régulée ne pourrait échapper et qui pousseraient les Banques centrales à intervenir en dernier ressort. Cette contagion pourrait se manifester à travers le déblocage de positions à effet de levier sur les marchés à terme organisés, mais aussi sur les grands marchés boursiers et de taux à travers la dette des entreprises de l'écosystème des cryptomonnaies, mais surtout par des tensions sur les liquidités échangées sur les marchés monétaires et interbancaires. Les actifs réels, à l'instar du marché immobilier pourraient eux aussi souffrir à l'heure-même où la blockchain est entrée dans la sphère immobilière. En effet, la « tokenisation » des biens immobiliers, en alternative au partage traditionnel des biens immobiliers entre propriétaires au cadastre ou porteurs de SCI au registre du commerce se développe. Si cette numérisation dans un système décentralisé progresse et permet de s'affranchir de longues procédures d'enregistrement, elle fait toutefois dépendre la cession du bien...de la liquidité du marché de ces tokens.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions



Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2

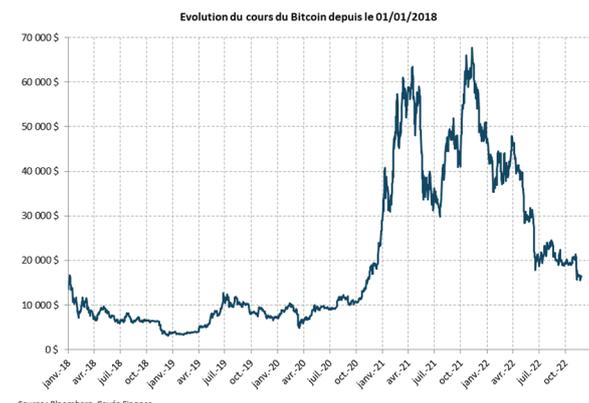
- Obligataire
- Actions Europe
- Actions Internationales
- Analyse

Suivi Macroéconomique p6

- Etats-Unis
- Europe
- Asie

Focus de la semaine

« ...un risque de contagion... »



Nos clefs de lecture	Niveaux			Variations (en %)	
	25/11/22	09/11/22	T-12 mois	09/11/22	sur 12 mois
Marché des changes					
€ / \$	1,040	1,001	1,121	3,8	-7,3
€ / £	0,860	0,882	0,841	-2,5	2,2
€ / Yen	144,58	146,60	129,31	-1,4	11,8
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, \$ par baril)	84	93	82	-9,7	1,7
Indice CRB*	561	561	572	0,0	-1,9
Prix de l'once d'Or	1 754	1 714	1 784	2,4	-1,7
Prix de la tonne de cuivre	8 008	8 105	9 802	-1,2	-18,3
Indice Baltic Dry**	1 324	1 393	2 678	-5,0	-50,6
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	1 230	1 579	2 869	-22,1	- 57

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 :

Sur les marchés obligataires, la semaine dernière a été marquée par un léger mouvement de baisse des taux. Les commentaires de certains membres de la BCE avec une tonalité moins accommodante, notamment les propos d'Isabelle Schnabel, auront contribué à limiter ce mouvement de baisse entamé depuis le début de la semaine. Dans ce contexte, le taux 10 ans français baisse de 5 points de base à 2,44%, le taux 10 ans allemand baisse de 4 points de base à 1,97% et le taux 10 ans italien baisse de 4 points de base à 3,85%.

Sur le marché du crédit, les primes de risque sont aux resserrements, de 5 pb pour la catégorie Investissement (taux à 4.12%) et 18 pb pour le Haut rendement (taux à 7.79%). Le marché primaire a été actif, avec un peu plus de 15 Mds€ émis toutes catégories confondues. Les entreprises profitent de la dernière fenêtre avant la trêve des confiseurs. La dynamique est portée par notamment Renault, GSK, Continental ou Carrefour.

Le Focus de la semaine : Le dollar

Sur l'année 2022, le dollar est proche d'une performance annuelle record. Celle-ci affiche +16,1% au plus haut à fin septembre contre euro et +20% sur le Dollar Index (indice de la performance du dollar contre un panier de devises de partenaires commerciaux). Des éléments explicatifs se retrouvent de part et d'autre de l'atlantique. Tout d'abord du côté américain, le resserrement monétaire de la FED et en particulier la hausse de ses taux directeurs a créé un différentiel de taux qui a été favorable au dollar. Par ailleurs, les craintes liées à un ralentissement de la croissance mondiale ont contribué à redonner au dollar son rôle de valeur refuge. Enfin, dans le contexte actuel, les Etats-Unis bénéficient de deux avantages majeurs : la sécurité des approvisionnements en énergie et une puissance militaire sans égale en Occident. Du côté Européen, le panorama semble plus complexe. En effet, l'excédent courant européen, facteur de soutien important pour l'euro, a disparu sous l'effet de la hausse des coûts de l'énergie et de la baisse des exportations allemandes. De plus, la guerre en Ukraine et les incertitudes économiques et politiques qui l'accompagnent continuent de peser sur l'économie européenne.

Néanmoins, sur la période récente, la publication mi-octobre du chiffre d'inflation américain affichant un fléchissement pour le mois de septembre, a peut-être marqué un tournant et a permis à l'euro de regagner quelques couleurs. Ce chiffre a été interprété par les investisseurs comme un premier signe de décélération dans le mouvement haussier des prix, laissant entrevoir un ralentissement des hausses de taux courts par la FED. A l'opposé, l'inflation européenne restant très forte (9,9% en glissement annuel au mois de septembre contre 9,1% le mois précédent), une atténuation de la politique monétaire restrictive de la BCE ne semble pas encore d'actualité, sauf risque financier majeur. Pour la période à venir, la volatilité restera importante sur la parité, les éléments d'incertitudes demeurant nombreux : les développements dans le conflit Ukrainien, le risque politique européen, un rebond inattendu de l'inflation américaine, la situation sanitaire et économique en Chine ou encore l'insécurité énergétique en Europe. Cette force du dollar s'exprime aussi dans son importance dans les échanges internationaux (malgré la volonté de certains Etats de réduire leur dépendance au billet vert) comme en atteste les chiffres publiés dans le dernier rapport de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Dans ce document triennal, la BRI fait un état des lieux des échanges de devises sur le plan mondial : le dollar reste la principale devise échangée (stable à 88%) ; la devise européenne, quant à elle, baisse à 31% (contre 32% en 2019) au profit du Renminbi qui progresse à 7% (contre 4% en 2019).



Xavier Bouscharain
Gérant Mandats Taux



Marchés Obligataires	Niveaux					Variations (en pbs)					Pente* (en pbs)			
	25/11/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois	2y - 10y	10y - 30y			
Taux directeurs														
Réserve Fédérale Américaine	4,00	4,00	4,00	0,25	0,25	0,00	0,00	3,75	3,75					
BCE - Taux Repo	2,00	2,00	2,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00	2,00					
BCE - Taux Facilité de dépôt	1,50	1,50	1,50	-0,50	-0,50	0,00	0,00	2,00	2,00					
Banque d'Angleterre	3,00	3,00	3,00	0,25	0,10	0,00	0,00	2,75	2,90					
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	3,68	3,83	4,09	1,51	1,63	-15	-41	217	204	-78	6			
Allemagne	1,97	2,01	2,17	-0,18	-0,25	-4	-20	215	223	-20	-10			
France	2,44	2,48	2,69	0,20	0,12	-5	-25	224	232	25	17			
Italie	3,85	3,90	4,29	1,17	1,06	-4	-43	268	280	114	-5			
Royaume-Uni	3,12	3,24	3,46	0,97	0,97	-12	-34	215	215	-13	21			
Japon	0,25	0,25	0,25	0,07	0,09	1	0	18	17	27	123			
Crédit														
Indice Itraxx Main	89,4	94,4	107,2	47,8	53,3	-5,1	-17,8	41,6	36,0					
Indice Itraxx Crossover	453,4	471,9	523,1	241,7	267,7	-18,4	-69,7	211,7	185,8					

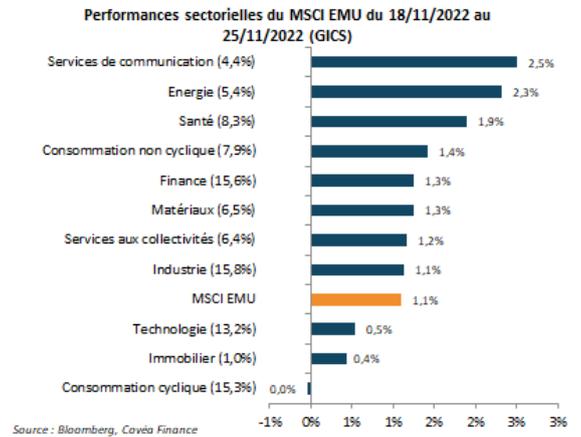
Sources : Bloomberg, Covéo Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

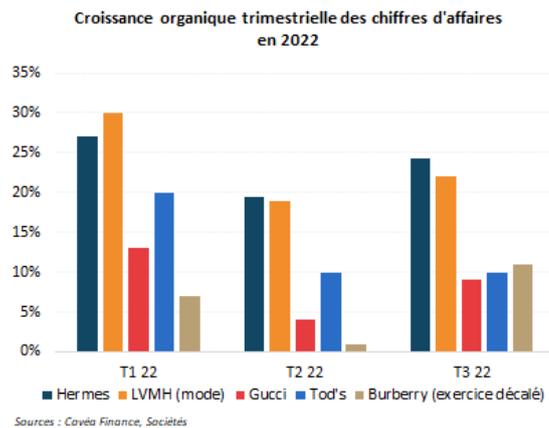
L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché action européen (MSCI EMU dividendes non réinvestis) poursuit son rebond avec une hausse de 1.1%. En dehors du secteur de l'énergie qui progresse de +2.3% après le démenti de l'Arabie Saoudite concernant la hausse de la production de l'OPEP de 500,000 barils/jour, ce sont les secteurs les moins sensibles à l'activité industrielle qui surperforment. En tête, les services de communication en hausse de +2.5% avec notamment Universal Music qui monte de 8.1%, profitant des bons résultats de Warner Music (Etats-Unis). Le secteur de la santé monte quant à lui de +1.9% grâce au rebond technique de valeurs endettées qui avaient beaucoup baissé comme Grifols (+6%) et Fresenius (+5%). Enfin, le secteur des services aux collectivités affiche une hausse de +1.2%. Notons d'ailleurs qu'Uniper enregistre inversement la plus mauvaise performance hebdomadaire avec une baisse de -12.1% (et annuelle avec une baisse de -88.5%) suite à l'annonce de son plan de sauvetage où le gouvernement allemand envisagerait une augmentation de capital supplémentaire de 25 milliards d'euros. A contrario, le secteur de la consommation cyclique est pénalisé par la baisse de Volkswagen qui a baissé ses prévisions de ventes de véhicules en Chine. On notera également l'apparition de nombreux placements après la hausse récente des marchés. En termes de performances géographiques, la Norvège affiche la meilleure performance avec une hausse de +6.4%, tandis que l'Italie reste quasi-stable à 0.2%, pénalisée par la baisse des valeurs bancaires après la présentation du budget 2023.



Le Focus de la semaine : La polarisation au sein du secteur du luxe en Europe

Au moment où la conjoncture économique se dégrade et où les consommateurs sont confrontés à une baisse de leur pouvoir d'achat, les publications récentes des entreprises du luxe démontrent toujours une résistance en continuant d'afficher des taux de croissance des ventes à deux chiffres. Les performances en Europe ont été particulièrement bonnes, tirées par le retour des flux de touristes américains profitant d'un écart de prix plus intéressant grâce au taux de change plus favorable (dollar contre euro). De plus, les consommateurs orientent de plus en plus leurs achats en faveur de certaines marques, conduisant à une polarisation au sein du secteur avec la surperformance des marques de luxe dites « iconiques » (Hermès, Dior, Louis Vuitton), comme le montre le graphique ci-contre.



C'est bien là tout le paradoxe : le consommateur choisit de monter en gamme lorsque les difficultés économiques s'accumulent. Il concentre ses dépenses sur les produits aux prix de vente les plus élevés, renforçant par là-même la désirabilité de certaines marques. Ces dernières semblent être privilégiées tout particulièrement par les consommateurs chinois (35% environ de la demande finale) et pour lesquels l'achat d'un produit de luxe est un vecteur d'acquisition d'un statut social plus élevé.

Prudence toutefois, car si les performances continuent d'être de bonne facture, le secteur n'est pas immunisé face au risque de ralentissement économique. Et bien que la clientèle (à plus hauts revenus) soit moins sensible à l'inflation, la plupart des acteurs demeurent prudents quant aux hausses de prix futures (notamment en Europe). Le développement des ventes en Chine en 2023, contrarié ces dernières années par la politique de lutte contre le covid, ajoute également à l'incertitude. C'est pourquoi nous demeurons vigilants au regard des valorisations élevées et de la hausse des taux, et privilégions les leaders globaux capables de préserver leurs marges, comme suggéré dans nos Perspectives Economiques et Financières.

Sébastien Levasseur

Gérant Mandats Actions Europe



Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)							
	25/11/22	J-7	09/11/22	31/12/21	T-12 mois	J-7	09/11/22	31/12/21	sur 12 mois				
MSCI EMU	137	135	130	154	154	1,1	↑	5,6	↑	-11,1	↓	-11,0	↓
MSCI EMU Mid Cap	931	919	898	1 094	1 089	1,4	↑	3,7	↑	-14,9	↓	-14,5	↓
MSCI EMU Small Cap	370	364	343	487	478	1,6	↑	7,7	↑	-24,1	↓	-22,6	↓
MSCI Europe	148	145	141	162	160	1,7	↑	4,7	↑	-8,6	↓	-7,4	↓
France CAC40	6 712	6 644	6 431	7 153	7 076	1,0	↑	4,4	↑	-6,2	↓	-5,1	↓
Allemagne DAX30	5 947	5 902	5 589	6 696	6 726	0,8	↑	6,4	↑	-11,2	↓	-11,6	↓
Italie MIB	24 719	24 675	23 780	27 445	27 099	0,2	↑	3,9	↑	-9,9	↓	-8,8	↓
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	7 487	7 386	7 296	7 385	7 310	1,4	↑	2,6	↑	1,4	↑	2,4	↑
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 707	8 505	8 277	8 777	8 689	2,4	↑	5,2	↑	-0,8	↓	0,2	↑

Sources : Bloomberg Covéa Finance



Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

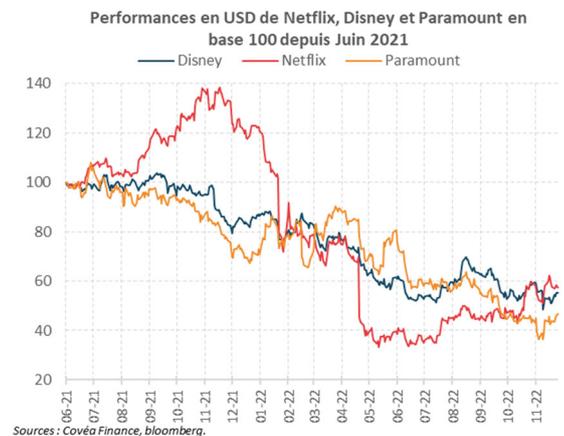
L'analyse des marchés :

Les marchés asiatiques évoluent autour de l'équilibre (légère hausse pour l'Asie pacifique, légère baisse pour l'Asie hors Japon). La Malaisie affiche la meilleure performance, le marché étant rassuré par la nomination d'un nouveau premier ministre, réformiste, qui met fin à une période d'incertitude après des élections législatives qui n'avaient donné la majorité à aucun parti. Le Japon grimpe également, tiré par les valeurs de services aux collectivités, bénéficiaires des hausses probables des prix de l'électricité dans un pays où les prix sont régulés par le gouvernement. Le marché taiwanais est également haussier en amont des élections à la mairie de Taipei. A l'inverse, les marchés de Chine continentale et de Hong Kong continuent de souffrir d'une situation sanitaire qui se dégrade, et ce malgré des mesures de soutien au secteur immobilier et une baisse du taux de réserves obligatoires. Rappelons que cette baisse de 25 points de base était largement attendue. En Corée du sud, la crise du crédit semble s'installer tandis que plusieurs entreprises peinent à placer leurs titres sur le marché obligataire : c'est le cas cette semaine de Kepco, société de services publics d'électricité pourtant adossée à l'Etat. En Chine, BYD, le premier constructeur automobile local, a décidé d'augmenter le prix de plusieurs de ses modèles électriques, invoquant notamment la volatilité des coûts des matières premières : on notera surtout que cette nouvelle s'inscrit en contradiction avec les baisses de prix programmées chez Tesla et Mercedes en Chine.

Aux Etats-Unis, au cours d'une semaine boursière écourtée par la célébration de Thanksgiving, Wall Street a poursuivi son rebond, bénéficiant surtout d'un reflux des taux d'intérêt obligataires (-14bp à 3,70% pour l'emprunt du trésor à 10 ans) et conforté par le procès-verbal de la dernière réunion du FOMC où une majorité des gouverneurs de la FED apparait favorable à un rythme de hausse des taux plus mesuré. En termes sectoriels, les valeurs de croissance (technologie, services de communication) et à fort dividende (services publics) ont surperformé ; les titres de santé, de consommation discrétionnaire et d'énergie ont été relativement délaissés. Coté entreprises, on notera les difficultés de Foxconn à assurer la production d'iPhone en raison de la grogne des 20,000 employés de son usine chinoise de Zhengzhou : ces derniers, qui protestent contre les mesures sanitaires anti-Covid et les retards de paiements de primes, mettront du temps à revenir sur les chaînes d'assemblage et compromettent les objectifs de vente de fin d'année d'Apple. Parallèlement, le rachat d'Activision par Microsoft semble compromis tandis que se profile le lancement d'une procédure judiciaire anti-trust de la part des autorités de la concurrence américaines (FTC).

Le Focus de la semaine : Bob Iger, le retour.

L'éviction brutale du PDG de Disney (Bob Chapek) et son remplacement par Bob Iger (précédent PDG de 2005 à 2020) représente un temps fort non seulement pour la société mais aussi pour l'ensemble d'un secteur Média/Internet dont la difficile transformation du modèle économique explique largement la mauvaise performance boursière cette année. Ces dernières années en effet, la chute des audiences de télévision (liée à la vague de désabonnements aux offres câblées) et la migration des téléspectateurs et des budgets des annonceurs vers les médias en ligne (vidéo à la demande et réseaux sociaux) ont forcé les entreprises de média à repenser le mode de distribution de leur contenu. Disney, qui avait rapidement compris la pertinence et la menace du modèle par abonnement de Netflix, s'est résolument engagé dans cette voie et dispose aujourd'hui de 235 millions d'abonnés sur ses trois plateformes, Disney+, ESPN+ et Hulu. L'activité reste toutefois très déficitaire en raison des investissements massifs (technologie et contenus) et des coûts opérationnels élevés (salaires et droits de diffusion) nécessaires pour gagner des abonnés face à des concurrents ambitieux et richement dotés (Apple et Amazon par exemple). Ayant pour le moment épuisé les opportunités de segmentations et de hausses de prix des abonnements (stratégies plutôt risquées dans un contexte économique incertain), Disney et Netflix proposent désormais des abonnements à bas prix sponsorisés par la publicité : cette nouvelle évolution, en ouvrant une nouvelle source de revenus et en facilitant l'accessibilité aux ménages à faibles revenus, devrait accroître le taux de pénétration des services de « streaming » et ainsi accélérer encore la mutation du secteur. Ce changement structurel, parmi beaucoup d'autres, fait bien partie des réflexions du PEF et nous encourage à rester focalisés sur les entreprises capables d'en sortir gagnant tout en préservant leurs marges.



Jean-Dominique Seta

Résponsable équipe Actions Américaines



Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
	25/11/22	J-7	09/11/2022	31/12/21	T-12 mois	en devise locale				en €			
						J-7	09/11/2022	31/12/21	sur 12 mois	J-7	09/11/2022	31/12/21	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	4 026	3 965	3 749	4 766	4 595	1,5	7,4	-15,5	-12,4	0,8	3,4	-7,6	-4,6
Etats-Unis - Dow Jones	34 347	33 746	32 514	36 338	34 899	1,8	5,6	-5,5	-1,6	1,1	1,7	3,4	7,1
Etats-Unis - Nasdaq	11 226	11 146	10 353	15 645	15 492	0,7	8,4	-28,2	-27,5	0,0	4,4	-21,5	-21,1
Japon Nikkei 300	424	414	411	420	418	2,4	3,2	1,1	1,6	2,6	4,6	-8,5	-9,8
Corée du Sud KOSPI	2 438	2 444	2 424	2 993	2 936	-0,3	0,6	-18,6	-17,0	0,5	0,4	-20,4	-19,3
Chine - Shanghai	3 102	3 097	3 048	3 640	3 564	0,1	1,8	-14,8	-13,0	-0,9	-0,6	-17,3	-15,5
Hong Kong Hang Seng	17 574	17 993	16 359	23 398	24 081	-2,3	7,4	-24,9	-27,0	-2,8	4,0	-18,0	-20,6
Marchés Emergents - MSCI	941	943	900	1 232	1 223	-0,2	4,5	-23,6	-23,1	-0,9	0,7	-16,5	-16,2

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

CSRD : Normalisation du reporting de durabilité

Le parlement européen a adopté le 10 novembre 2022, la nouvelle directive européenne **CSRD** (Corporate Sustainability Reporting Directive) avec 525 voix pour, 60 voix contre et 28 abstentions. Dès 2024, certaines sociétés européennes seront soumises à cette nouvelle directive en remplacement de la directive **NFRD** (Non-Financial Reporting Directive). Si l'échéance paraît encore lointaine, les entreprises doivent d'ores et déjà se préparer à reporter sur des thématiques dont elles ne sont pas accoutumées.

De réelles nouveautés vont apparaître. La mise en place progressive de la directive CSRD vise à uniformiser le reporting extra-financier des sociétés européennes. Aujourd'hui, seules les entreprises cotées de plus 500 employés et réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 40 M€ (ou bilan supérieur à 20 M€) ainsi que certaines sociétés non cotées étaient concernées par la **DPEF** (Déclaration de performance extra-financière) en France. Ce champ d'application sera modifié selon le calendrier suivant :

- **2024 (publication 2025)** : Les grandes entreprises déjà soumises à la NFRD (CA > 40 M€ ou total bilan > 20 M€ et effectifs > 500) ;
- **2025 (publication 2026)** : Toutes les grandes entreprises basées dans l'UE ou cotée sur un marché réglementé (2 des 3 critères : effectifs > 250 ; total bilan > 20 M€ ; CA > 40 M€) ;
- **2026 (publication 2027)** : PME cotées (2 des 3 critères : total bilan = 4 à 20 M€ ; CA = 8 à 40 M€ ; effectifs = 50 à 250), établissements de crédit de petite taille et non complexes et captives d'assurance ;
- **2028 (publication 2029)** : Entreprises non-UE (CA > 150 M€ dans l'UE deux années consécutives et ayant une succursale ou filiale dans l'UE (CA > 40 M€ et remplit les critères de grandes entreprises).

Cette directive sera également applicable aux sociétés non cotées et anonymes (SA, SAS, SARL). Dans sa version finale, le reporting CSRD sera structuré autour des trois principaux piliers E, S et G à l'aide d'indicateurs et méthodes de calculs standardisés.

Le pilier Environnement sera conditionné aux objectifs de la Taxonomie (atténuation et adaptation au changement climatique, utilisation durable et protection des ressources aquatiques et marines, transition vers une économie circulaire, prévention et réduction de la pollution, protection et restauration de la biodiversité et des écosystèmes).

Le pilier Social recensera quant à lui trois grandes catégories :

- Égalité de traitement et des chances : égalité H/F, de salaire à travail égal, formation et développement, inclusion des personnes handicapées, mesures contre le harcèlement et les violences au travail etc. ;
- Les conditions de travail : sécurité de l'emploi, salaires, temps de travail, accords collectifs, engagements des salariés, santé et sécurité etc. ;
- Le respect des droits de l'Homme : respect des libertés fondamentales, des principes démocratiques et des normes internationales.

Le pilier Gouvernance permettra d'apprécier la composition et le rôle des organes de gouvernance, l'éthique des affaires, la culture d'entreprise. De nouvelles thématiques seront intégrées telles que la protection des informateurs et la protection du bien être animal.

En Europe, l'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*) statue actuellement sur les standards (indicateurs) nommés ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) qui composeront le reporting pour chacun des piliers.

Si cette réglementation vise à améliorer la lisibilité des reportings, sa mise en place soulève d'ores et déjà quelques questionnements.

Les conséquences du non respect de la réglementation ne sont pas encore précisées et pourront varier de façon considérable d'un État membre à l'autre, ce qui irait à l'encontre du principe d'égalité. Selon l'article 1 de la CSRD, les sanctions pourraient prendre trois formes : une déclaration publique indiquant la nature de l'infraction et la personne mise en cause, l'émission d'une ordonnance de cessation liée au domaine de l'infraction et enfin des sanctions pécuniaires proportionnelles aux profits perçus grâce à l'infraction et la solidité financière de l'entreprise.

De plus, la DPEF française prévoit la vérification obligatoire par un OTI (organisme tiers indépendant) accrédité par le COFRAC (Comité français d'accréditation), nommé par la Direction Générale. La CSRD laissera désormais la possibilité aux États membres d'ouvrir la vérification à un non-CAC à conditions d'exigences d'indépendance et compétences similaires. Les actionnaires (5 %) pourront demander une vérification réalisée par un OTI accrédité sur certains éléments du reporting de durabilité, remise à l'Assemblée Générale.

Ludovic Martins

Analyste financier et extra financier



Suivi Macroéconomique

États-Unis

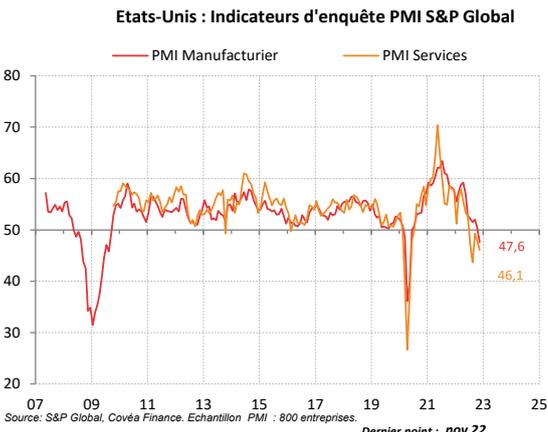
« Les données d'enquête décrivent une dégradation de l'activité en novembre »

Le compte-rendu de la dernière réunion de politique monétaire a confirmé que la Réserve fédérale (Fed) envisage de poursuivre le resserrement monétaire à un rythme moins soutenu. En particulier on y apprend qu'une « majorité substantielle de participants a estimé qu'un ralentissement du rythme de la hausse serait bientôt approprié », ce qui suggère que le prochain mouvement lors de la réunion des 13 et 14 décembre pourrait être de 50 points de base (bp), après 4 hausses consécutives de 75 bp. Conformément à ce qui avait été énoncé par Jerome Powell lors de la conférence de presse de novembre, les membres envisagent un taux terminal plus élevé que ce qui était anticipé en septembre dans les dernières projections (4,6% à fin 2023). Ainsi, la Réserve fédérale irait plus loin dans le resserrement, mais moins vite. Pour justifier la modération du rythme, certains membres ont évoqué le risque de « dépasser ce qui était

nécessaire pour ramener l'inflation » vers leur objectif de 2%. Quelques-uns ont également mentionné « le risque d'instabilité ou de perturbations dans le système financier » que pourrait engendrer la poursuite du resserrement à un rythme soutenu de 75 bp. Une petite minorité a estimé en revanche qu'il serait préférable d'attendre « qu'il y ait des signes plus concrets d'une réduction significative des pressions inflationnistes » pour ralentir les hausses. Par ailleurs, on peut signaler que l'équipe d'économistes de la Fed a revu à la baisse ses prévisions de croissance et considère désormais qu'une récession en 2023 est « presque aussi probable » que son scénario central de croissance faible.

Les données d'activité suggèrent une certaine résistance de l'économie en ce début de quatrième trimestre, mais les indicateurs prospectifs pointent nettement vers une dégradation. Pour la première fois depuis 2020, l'indicateur PMI manufacturier passe en novembre sous le seuil de 50 points indiquant une contraction de l'activité, et s'établit à 47,6 points, après 50,4 en octobre. Dans les services, la tendance est similaire. L'indice PMI atteint 46,1 points après 47,8, un niveau qui renvoie à une contraction marquée de l'activité et qui affaiblit les perspectives de croissance de l'économie américaine pour la fin d'année.

Dans l'industrie, les commandes de biens durables ont en revanche affiché une bonne dynamique en octobre, avec une hausse mensuelle de 1%, après 0,3% en septembre. Les commandes de biens intensifs en capital hors



Indicateurs de la semaine*	Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
Ventes logements neufs <i>Milliers d'unités</i>	oct.-22	632	588	831	769
Conf. des consommateurs - Michigan <i>Indice</i>	nov.-22	56,8	59,9	81,5	77,6

*Du 21/11/2022 au 27/11/2022 Sources : Refinitiv, Covéa Finance

défense en aviation, qui approchent le mieux l'investissement en équipements des entreprises, s'inscrivent en hausse robuste de 0,7% sur le mois.

Du côté de l'immobilier, les données concernant le logements neufs restent très volatiles. Les ventes ont enregistré un rebond de 7,5% sur le mois d'octobre, après une chute de 11% le mois précédent. Le niveau affiché au cours des 3 derniers mois est très inférieur à celui d'il y a un an (-10%) mais on peut relever une stabilisation sur la période récente autour de 600 000 unités en données annualisées. Il s'agit d'un rythme relativement en phase avec la période prépandémique, avant l'emballement des années 2020 et 2021 lié à la politique monétaire ultra accommodante de la Réserve fédérale.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

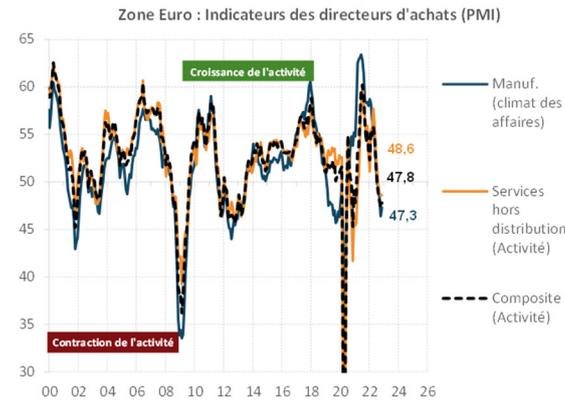


Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE devrait poursuivre la normalisation de sa politique monétaire »

En Zone euro, l'indicateur PMI composite est resté sous le seuil des 50 pour le 5^{ème} mois consécutif, signe d'un recul toujours marqué de l'activité. Néanmoins, on note un ralentissement de la contraction, l'indicateur PMI composite s'étant redressé à 47,8 en novembre après 47,3 en octobre sous l'effet de l'atténuation des tensions d'approvisionnement et d'une légère amélioration des perspectives à 12 mois. L'enquête signale tout de même que la demande reste faible en Zone euro ce qui, conjugué à l'atténuation des tensions d'approvisionnement, favorise la modération de la hausse des prix payés dans le secteur manufacturier, qui ont enregistré leur plus faible augmentation depuis décembre 2020. Le PMI du secteur des services s'est maintenu à 48,6 tandis que le PMI manufacturier s'est légèrement redressé à 47,3 après 46,4 en octobre. Au sein de la Zone euro, c'est de nouveau l'Allemagne qui a enregistré la plus forte contraction, avec



Sources : Markit, Covéa Finance

Dernier point : nov 2022

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
ZE	PMI Services	Indice nov.-22	48,6	48,6	42,5	53,6
	PMI Manuf.	Indice nov.-22	47,3	46,4	48,6	60,2
	PMI Services	Indice nov.-22	46,4	46,5	44,6	53,1
	PMI Manuf.	Indice nov.-22	46,7	45,1	49,1	61,6
AL	Ifo - perspectives de prod. à 6 mois	Indice nov.-22	79,5	76,5	92,5	100,1
	PIB	Vol, CVS, GA% T3 22	1,3	1,7	-4,1	2,6
FR	PMI Services	Indice nov.-22	49,4	51,7	42,8	53,8
	PMI Manuf.	Indice nov.-22	49,1	47,2	47,8	56,7
RU	PMI Services	Indice nov.-22	48,8	48,8	45,9	56,1
	PMI Manuf.	Indice nov.-22	46,2	46,2	50,2	59,2

*Du 21/11/2022 au 27/11/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

un indice PMI composite à 46,4 en novembre (en légère amélioration par rapport au mois d'octobre). En France, l'enquête PMI signale également un recul de l'activité, puisque l'indice composite passe sous le seuil des 50 pour la première fois depuis février 2021 et s'établit à 48,8. **En Allemagne, le PIB du troisième trimestre a été révisé à la hausse et dépasse désormais son niveau d'avant crise.** La croissance a atteint 0,4% en glissement trimestriel (+0,1 point de pourcentage par rapport à la première estimation), tirée par la consommation des ménages. Les perspectives demeurent tout de même sombres pour le pays, en raison de la crise énergétique qui pénalise le secteur industriel.

Le compte rendu de la dernière réunion de politique monétaire de la BCE indique que le risque d'un désancrage des anticipations d'inflation justifie la poursuite de la hausse des taux d'intérêt. Le conseil des gouverneurs estime qu'une récession peu profonde ne sera pas susceptible d'endiguer l'inflation, et que, dans ce cas, la BCE devra poursuivre la normalisation de sa politique monétaire. Seule une récession prolongée et profonde pourrait mener la BCE à opérer une pause dans son resserrement monétaire.

En Italie, le gouvernement de G. Meloni a présenté son projet de budget 2023, qui comprend 35 milliards d'euros additionnels de dépenses et de réductions d'impôt par rapport au budget proposé par le gouvernement de M. Draghi en septembre 2022. Ce budget devra être voté au Parlement d'ici la fin de l'année. La hausse des dépenses est avant tout liée à la crise énergétique, puisque 21 milliards d'euros devraient être utilisés pour soutenir les ménages et les entreprises face à la hausse des prix de l'énergie. Parmi les autres mesures, on peut noter que le gouvernement souhaite notamment réduire la TVA sur certains produits, offrir des incitations fiscales pour encourager l'embauche en CDI ou encore abaisser l'âge légal de départ à la retraite. Pour financer ces mesures, le gouvernement souhaite augmenter le taux d'imposition sur les bénéfices

exceptionnels des sociétés énergétiques (de 25% à 35%) et envisage de réduire les prestations sociales du revenu de citoyenneté (revenu de base mis en place par le M5S en 2019 pour lutter contre la pauvreté). Le reste des mesures sera financé par une augmentation du déficit public, qui devrait atteindre 4,5% en 2023 (contre 3,4% initialement estimé par le gouvernement Draghi). On peut noter que les règles budgétaires européennes sont suspendues jusqu'à fin 2023, autorisant ainsi l'Italie à maintenir son déficit au-dessus de 3%.

La Commission européenne a proposé de nouvelles mesures pour faire face à la hausse des prix du gaz, alimentant les désaccords entre les pays membres. Pour compléter ses propositions présentées mi-octobre, la Commission a dévoilé une nouvelle mesure visant à plafonner le prix du gaz sur la bourse TTF (« Dutch Title Transfer Facility ») pour les contrats du mois à venir. Le plafond serait activé si les prix dépassent 275€/MWh pendant deux semaines consécutives et qu'en même temps le prix sur le TTF dépasse de 58€ le prix de référence du gaz naturel liquéfié (GNL) pendant 10 jours consécutifs. Cependant, cette proposition a suscité de nombreuses critiques au sein de l'Union européenne. D'un côté, certains pays (menés par l'Allemagne et les Pays-Bas) ont fait part de leur inquiétude quant aux risques sur la sécurité des approvisionnements qu'une telle mesure pourrait avoir. De l'autre, les pays en faveur d'un plafonnement estiment que ce dispositif ne sera pas utilisé, considérant le seuil de 275€/MWh comme trop haut par rapport à l'historique des prix du gaz sur le TTF (les contrats mensuels ont dépassé 275€/MWh seulement pendant une courte période fin août 2022). Ces divergences bloquent l'adoption du reste des mesures proposées par la Commission européenne en octobre : bien que les 27 Etats membres aient trouvé un consensus concernant les achats groupés de gaz, ils n'adopteront pas officiellement la proposition tant qu'il n'y aura pas d'accord concernant le plafonnement du prix du gaz. Les Ministres de l'énergie se réuniront à nouveau le 13 décembre pour espérer trouver un terrain d'entente.

En parallèle, la Hongrie pourrait se voir privée d'une partie des financements européens. La Commission européenne a proposé le 18 septembre dernier de geler 7,5 milliards d'euros de fonds européens, qui correspondent à 20% de l'enveloppe totale prévue pour la Hongrie sur la période 2021-2027 (hors plan de relance NextGenerationEU), si le pays ne mettait pas en place les réformes nécessaires au respect de l'Etat de droit d'ici le 19 novembre. Le Parlement européen a adopté cette semaine une résolution qui estime que les mesures prises par la Hongrie ne sont pas suffisantes et exhorte le Conseil européen, qui se réunira le 30 novembre, à geler le versement des fonds. En parallèle, la Hongrie n'a toujours pas accès aux fonds du plan de relance NextGenerationEU, qui représentent pour le pays 5,8 milliards d'euros, car la Commission conditionne l'approbation du plan hongrois à la mise en place de plusieurs réformes. Si le plan n'est pas approuvé d'ici la fin de l'année, la Hongrie pourrait perdre 70% de l'enveloppe totale.

Eloïse Girard-Desbois

Economiste



Suivi Macroéconomique

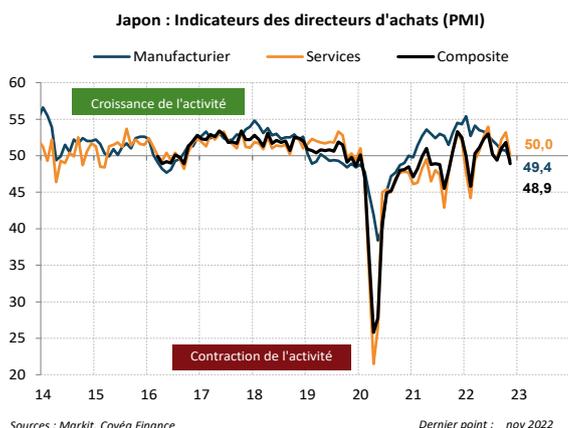
Asie

« L'économie chinoise reste empêtrée dans la crise sanitaire »

En Chine, la situation sanitaire se détériore à des niveaux encore plus critiques que ceux d'avril et mai dernier. La progression du nombre de cas et le retour à d'importantes restrictions est particulièrement notable à Pékin et dans les mégapoles de Guangzhou et Chongqing mais de nombreuses autres villes sont concernées par cette dégradation. Alors que deux semaines auparavant les autorités annonçaient un assouplissement encourageant du cadre des restrictions sanitaires, la rapide détérioration des conditions interroge sur la perspective d'une normalisation de la situation à court/moyen terme. Après des données d'activité déjà mal orientées en octobre, l'économie devrait rester affectée par les conséquences de ces perturbations sur l'ensemble du quatrième trimestre 2022. Face aux restrictions drastiques, la presse fait état d'une montée croissante des protestations dans plusieurs villes chinoises, dont Pékin, Shanghai et Wuhan.

Dans ce contexte, la Banque populaire de Chine (PBoC) renforce son soutien à l'activité. La banque centrale a annoncé une baisse de 25 points de base du ratio de réserves obligatoires (RRR) des institutions financières à compter du 5 décembre. Le RRR moyen passera ainsi de 8,1% à 7,8% ce qui, selon la PBoC, permettra d'injecter environ 500 Mds de yuans (69,4 Mds\$) dans le système bancaire. Cet assouplissement monétaire devrait s'ajouter aux mesures récemment annoncées par le gouvernement pour soutenir le financement du secteur immobilier qui reste en grande difficulté.

Au Japon, l'activité se dégrade en novembre d'après l'enquête PMI. Après avoir maintenu une trajectoire solide en septembre et octobre, relativement aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et à la Zone euro, l'économie japonaise semble finalement avoir été entraînée par le ralentissement mondial de l'activité. L'indice PMI composite enregistre sa plus forte baisse depuis février et repasse ainsi en zone de contraction de l'activité à 48,9 (-2,9 pts). Après avoir bénéficié des évolutions positives sur le tourisme en octobre (assouplissement des conditions d'entrée et subventions aux voyages), le PMI services se modère fortement en novembre et atteint 50 (-3,2 pts), un niveau décrivant une stagnation de l'activité. Côté manufacturier, l'indice PMI enregistre également une baisse prononcée à 49,4 (-1,3 pt) et repasse ainsi en zone de contraction malgré l'assouplissement des pressions inflationnistes et des contraintes d'offre identifiées par l'enquête. En particulier, la composante « production » reste très mal orientée



Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2020	Moy. 2021
JP	PMI Services	Indice nov.-22	50,0	53,2	42,1	48,2
	PMI Manuf.	Indice nov.-22	49,4	50,7	45,8	52,7

* Du 21/11/2022 au 27/11/2022

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

à 46,3 (-2,4 pts). Plus largement, cette enquête PMI de mauvaise facture reflète le déclin de la demande, tant domestique qu'internationale, exprimé par la faiblesse des nouvelles commandes.

La Banque de Corée (BoK) ralentit son resserrement monétaire et pourrait prochainement l'interrompre. Après 50 points de base en octobre, le Comité de politique monétaire a annoncé une hausse de 25 points de base lors de sa réunion de novembre, soit un total de 275 points de base depuis l'amorce de la remontée des taux en août 2021. Le Comité a expliqué cette moindre hausse par la dégradation des perspectives économiques et la progression des risques sur la stabilité financière, notamment après les récents épisodes de perturbations sur les marchés financiers associés aux difficultés de certaines entreprises pour accéder à de la liquidité et respecter leurs engagements. Ces préoccupations semblent en effet prendre de plus en plus le pas sur les problématiques (i) de l'inflation qui, certes reste importante à 5,7% en glissement annuel, mais dont l'évolution séquentielle indique une franche modération et (ii) du taux de change, qui pourrait bénéficier d'une modération du resserrement monétaire de la Réserve fédérale américaine. Si la hausse de novembre est le fruit d'une décision consensuelle, le gouverneur Rhee a indiqué que le Comité était divisé concernant le taux directeur à partir duquel la BoK cessera les hausses de taux. Pour un des membres, ce taux serait 3,25% (le taux actuel), pour trois autres, il s'agirait de 3,5% et pour les deux membres restants, il s'agirait également de 3,5% mais ils pourraient envisager une hausse à 3,75%.

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.