Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

27 mars 2023

Rédacteurs
Gestion — Recherche

Comptes et légendes d'Irlande

Dès l'année prochaine, les entreprises dont le chiffre d'affaires consolidé dépassera les 750M$ rentreront dans le champ du nouveau mécanisme de l'accord de l'OCDE d'impôt minimum mondial, fixé à 15% et devront fournir aux administrations concernées de nombreuses informations dont le traitement sera coûteux. Ce grand soir fiscal doit encore être transposé dans le droit national, mais l'Union européenne a déjà validé son principe par une directive. Une reprise en main orchestrée par l'OCDE mais qui avait été initiée par l'administration Trump en 2017. La réforme fiscale de cette dernière avait permis de rapatrier aux Etats-Unis une part des profits réalisés par des multinationales américaines, jusqu'alors dans des juridictions où les taux d'imposition étaient nuls ou particulièrement faibles.

Au sein de la zone euro, les Etats-membres qui accueillent des entreprises opérant sans présence physique sur le territoire pourraient souffrir du « deuxième pilier » de l'accord qui crée une clé de répartition des bénéfices à imposer entre les différents pays où les multinationales font des affaires.

Des pays comme l'Irlande sont ainsi exposés à ces changements : celle-ci bénéficie en effet du logement sur son sol de revenus de propriété intellectuelle par des multinationales de la technologie et de la santé pour des raisons d'optimisation fiscale (taux d'IS à 12.5% et exemptions pour les actifs incorporels). Cette situation a d'ailleurs contribué à soutenir le produit intérieur brut (PIB) de la zone euro depuis la pandémie. En effet, à lui seul, le PIB de l'Irlande qui a progressé de 34% entre fin 2019 et fin 2022 (contre 0% pour l'Allemagne), a contribué à 38% de la croissance de la zone euro, et a permis à cette dernière d'échapper à une récession "technique".

Une aberration statistique qui illustre les limites de la mesure de la création de richesse par le PIB, mais aussi une alerte pour une économie qui pourrait se trouver vidée de sa substance, à l'heure de la concurrence farouche pour la captation des matières premières, des hommes, de l'épargne, de la technologie et... de l'impôt !

Par ailleurs, le poids des bilans des banques irlandaises, supérieur au PIB national en 2010, nous avait alerté, et résonne aujourd'hui avec la situation suisse.

Francis Jaisson

Directeur général délégué en charge des gestions

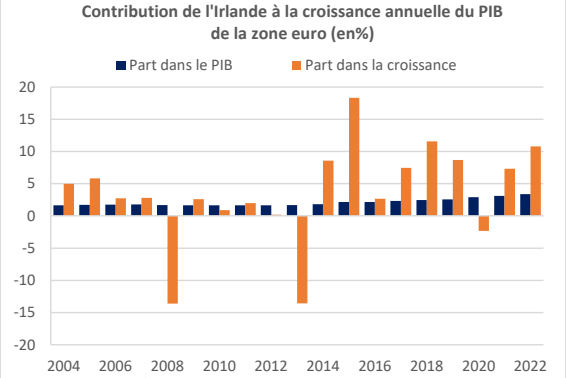
Sommaire

Analyse de l'évolution des marchés p2
Obligataire
Actions Europe
Actions Internationales
Analyse

Suivi Macroéconomique p6
Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine

« ...une alerte...»



Sources : Eurostat, Refinitiv Datastream, Covea Finance
Lecture : en 2022, l'Irlande représente 3,4% de celui de la ZE, mais sa croissance contribue pour près de 11% à celle de la zone

Nos clefs de lecture	Niveaux 24/03/23	Niveaux 17/03/23	Niveaux T-12 mois	Variations (en %) 17/03/23	Variations (en %) sur 12 mois
Marché des changes					
€ / $	1,076	1,067	1,100	0,8 ↑	-2,2 ↓
€ / £	0,880	0,876	0,834	0,4 ↑	5,5 ↑
€ / Yen	140,66	140,67	134,54	0,0 ↓	4,5 ↑
Matières premières et Transport et marchandises					
Pétrole (Brent, $ par baril)	75	73	119	2,8 ↑	-37,0 ↓
Indice CRB*	545	543	633	0,4 ↑	-13,9 ↓
Prix de l'once d'Or	1 984	1 974	1 962	0,5 ↑	1,1 ↑
Prix de la tonne de cuivre	8 922	8 580	10 350	4,0 ↑	-13,8 ↓
Indice Baltic Dry**	1 489	1 535	2 567	-3,0 ↓	-42,0 ↓
Indice Coût Fret Conteneur SCFI***	908	910	4434	-0,2 ↓	-79,5 ↓

*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 le marché monétaire américain, la FED reste très présente pour apporter de la liquidité en dollar. La facilité de « repo[1] » à la FED (FIMA Repo) destinée aux banques centrales étrangères n'ayant pas accès aux lignes de swap[2] a été utilisée pour 60Mds$ au cours de la semaine alors que depuis sa création en 2020 les volumes avaient été proches de zéro. Sur le marché obligataire, nous constatons toujours une forte volatilité avec des rendements qui évoluent rapidement en fonction des nouvelles liées à la crise bancaire et aux communications des banques centrales sur le resserrement monétaire. Ainsi, les courbes de taux se sont pentifiées avec les maturités 2 ans et 5 ans qui ont plus baissé que le 10 ans. Le 10 ans français clôture la semaine à 2,66%. Le marché primaire a été très peu actif avec un seul émetteur notable, Volkswagen, qui a émis 1,75Md€ sur deux maturités. Les primes de risque sur la dette d'entreprise pour la catégorie investissement sont restées stables (0.97%) par rapport aux dettes souveraines. Sur les financières et la catégorie haut rendement, le marché est resté extrêmement volatil.

Le Focus de la semaine : Actionnaires et créanciers

La défaillance de Crédit Suisse, et son rachat par UBS orchestré par les autorités suisses, a donné lieu à une répartition des pertes entre actionnaires et créanciers pour le moins inattendue ! Il est, en effet, admis par la plupart des régulateurs qu'en cas de défaillance d'une banque, le processus de renflouement interne (bail-in) prévoit que les actionnaires soient impactés avant que les porteurs de dettes obligataires les plus subordonnées, les fameux titres « Additionnal Tier 1 » (AT1)[3], ne le soient à leur tour. Le régulateur suisse en a décidé autrement comme il semble en avoir eu le droit. Pour rappel, les dettes AT1, émises pour des raisons règlementaires, représentent un encours total de 202Md€ pour les banques européennes, soit en moyenne 2.2% de leurs actifs pondérés par le risque. Au cours du week-end dernier, certaines contreparties ont ouvert leur bureau et mobilisé des « traders » pour permettre à leurs clients d'échanger des titres de dettes Crédit Suisse, dont ces fameux titres AT1 qui pouvaient alors être achetés à un prix de 30 à 40% et vendus entre 25 et 30%. Les autorités suisses ont donc provoqué une onde de choc dans le monde obligataire en annonçant non seulement que ces obligations, d'une valeur totale de 15.8Mds CHF de nominal ne valaient plus rien dès le soir même mais surtout qu'elles avaient décidé de privilégier les actionnaires avec un prix de rachat de Crédit Suisse plusieurs fois revu à la hausse et finalement fixé à 3Mds CHF. Ce précédent du régulateur suisse, la Finma, démontre, une fois de plus, que les mécanismes de résolution tels qu'ils sont préparés, ont beaucoup de mal à être mis en œuvre comme prévu. Quoiqu'il en soit, cette décision a semé la confusion sur le marché des dettes AT1. En effet, dès le lendemain, à l'ouverture des marchés, l'ensemble des valeurs financières mais plus encore ce segment des dettes AT1, a enregistré des baisses de prix de l'ordre de 10 à 15% avant de rebondir à la suite de déclarations de plusieurs régulateurs réaffirmant qu'à l'avenir, dans ce type de renflouement interne, les porteurs de dettes AT1 ne seraient impactés qu'après la mise à contribution complète des actionnaires. Au final, les financières auront enregistré des performances très hétérogènes durant la semaine, avec des contreperformances notables pour des banques comme Deutsche Bank, Barclays ou Banco BPM. Pour ajouter à la volatilité, si Deutsche Bank a annoncé rembourser à la première date de rappel, une obligation subordonnée Tier 2[4], en revanche, la Deutsche PfanbriefBank a indiqué qu'elle n'exercera pas, dans ce contexte, une option de remboursement anticipé sur un titre AT1 de 300M€. Même si cette décision peut répondre à une logique financière, cela a été mal perçu par le marché d'autant que l'émetteur est un acteur important du financement de l'immobilier commercial. Au-delà, des évolutions de marché extrêmement préoccupantes à court terme, notamment sur les valeurs bancaires, les perturbations engendrées par la décision des autorités suisses auront également des répercutions plus durables. Il est probable que les investisseurs exigent des primes de risque plus importantes pour ce type de dettes, qui rémunéraient déjà les porteurs entre 8 et 10%, ce qui aura des répercussions sur les coûts de financement des banques et, in fine, sur la distribution de crédit.

[1]: Prise en pension de titres contre liquidités

[2]: contrat d'échange de flux financiers

[3]: dette obligataire subordonnée règlementaire constitutive des fonds propres

[4] : dette obligataire subordonnée règlementaire dont la priorité de remboursement est supérieure aux AT1

Eric Le Coz

Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux

Marchés Obligataires	Niveaux 24/03/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	Variations (en pbs) J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois	Pente* (en pbs) 2y - 10y	10y - 30y
	Taux directeurs					Variations (en pbs)					
Réserve Fédérale Américaine	5,00	4,75	4,75	4,50	0,50	0,25	0,25	0,50	4,50		
BCE - *Taux Repo*	3,50	3,50	3,50	2,50	0,00	0,00	0,00	1,00	3,50		
BCE - *Taux Facilité de dépôt*	3,00	3,00	3,00	2,00	-0,50	0,00	0,00	1,00	3,50		
Banque d'Angleterre	4,25	4,00	4,00	3,50	0,75	0,25	0,25	0,75	3,50		
Banque du Japon	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00	0,00	0,00		
	Taux 10 ans					Variations (en pbs)				**Pente* (en pbs)**	
Etats-Unis	3,38	3,43	3,43	3,87	2,37	-5	-5	-50	100	-39	27
Allemagne	2,13	2,11	2,11	2,57	0,53	2	2	-44	160	-25	8
France	2,66	2,68	2,68	3,12	0,98	-2	-2	-46	168	15	37
Italie	4,01	4,05	4,05	4,72	2,05	-4	-4	-71	196	108	21
Royaume-Uni	3,28	3,28	3,28	3,67	1,65	0	0	-39	164	9	48
Japon	0,32	0,29	0,29	0,42	0,23	3	3	-11	9	38	103
	Crédit					Variations (en pbs)					
Indice Itraxx Main	97,2	100,5	100,5	90,6	80,0	-3,3	-3,3	6,6	17,2		
Indice Itraxx Crossover	495,7	493,0	493,0	474,1	372,4	2,7	2,7	21,6	123,3		

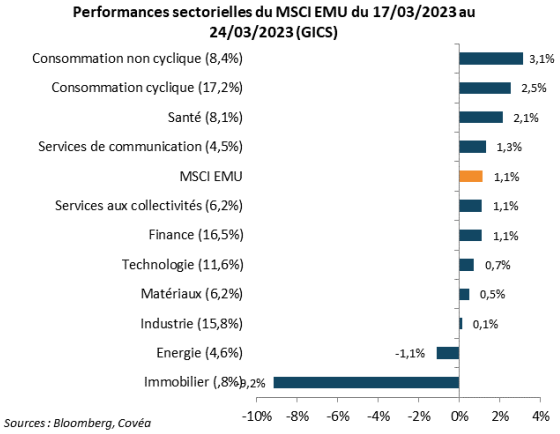
*Sources : Bloomberg, Covéa Finance * (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)*

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Europe : le regard du gérant

L'analyse des marchés :

L'indice des actions zone euro (MSCI EMU dividendes non réinvestis) progresse de 1,1% sur la semaine, un rebond qui s'essouffle néanmoins vendredi sur un vent de panique autour de la Deutsche Bank. Les secteurs en hausse sont majoritairement ceux qui sont les moins sensibles à l'activité économique à l'image du secteur de la consommation de base (+3,1%) et du secteur de la santé (+2,1%), porté par une étude clinique positive de Sanofi (+8,1%) sur son « blockbuster » en immunologie, Dupixent. Le secteur de la consommation cyclique (+2,5%) est tiré par le segment du luxe (Hermes et LVMH +3%) ainsi que par Prosus (+8,9%) qui bénéficie de l'accélération des revenus publicitaires du chinois Tencent. A l'inverse, le secteur immobilier (-9,2%) chute, un secteur de plus en plus pointé du doigt dans un contexte de baisse généralisée du prix des actifs immobiliers. Le secteur de l'énergie (-1,1%) se replie également dans le sillage de la baisse du cours du gaz en Europe. D'un point de vue géographique, le Danemark (+4%) caracole en tête, tiré par Novo Nordisk (+8%) qui atteint un plus haut historique. L'Autriche (-3.2%) enregistre la plus forte baisse sur la semaine, pénalisée par sa forte pondération bancaire (Raiffeisen -8,1%, Erste Bank -5,4%). Enfin, la sous performance des petites capitalisations (-0,3%) reflète la prudence du marché.



Sources : Bloomberg, Covéa

Le Focus de la semaine : Le saumon Norvégien et le retour du politique

La Norvège devrait prochainement statuer sur le niveau final de sa nouvelle taxe sur les ressources naturelles appliquée à l'industrie du saumon. Le gouvernement proposait en septembre dernier de la fixer à 40% en sus de l'imposition existante des sociétés de 22%. Une fiscalité qui semble prohibitive même si les négociations en cours permettront sans doute de s'accorder sur une taxation finale plus modeste. Cette proposition illustre le retour du politique dans l'économie, une dynamique que nous avons identifiée dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières. L'élevage du saumon est contraint géographiquement pour des raisons climatiques afin de garantir une température de l'eau comprise entre 2 et 20 degrés toute au long de l'année. La Norvège répond à ce critère et offre de surcroît des courants modérés au sein de ses fjords, parsemés sur une barrière côtière longue de 2600km. Ces conditions naturelles permettent à la Norvège de récolter chaque année 1,4 millions de tonnes de saumon, soit un peu plus de la moitié de la production mondiale. Les fondamentaux de l'industrie sont solides : face à une production contrainte géographiquement et limitée par des licences d'exploitation, la demande croît à un rythme soutenu, de l'ordre de 6% en moyenne sur les 10 dernières années et se révèle résiliente en période de récession. S'il est décrié, notamment pour son utilisation d'antibiotiques, l'élevage de saumon permet de préserver le saumon atlantique sauvage, une espèce désormais menacée. On observe une évolution au sein de l'industrie marquée par l'apparition de fermes terrestres, où les poissons sont élevés dans des bassins couverts, tout au long de leur cycle de vie, soit 3 années. Ces nouvelles fermes viennent concurrencer les acteurs norvégiens de l'élevage traditionnel. Si ce nouveau mode de production à l'avantage de s'affranchir de la contrainte climatique et du système de licences, il pêche d'un point de vue écologique, du fait de son mode de production intensif en eau, et en énergie, nécessaire au contrôle de la température de l'eau. Il implique également une dégradation des conditions d'engraissement du saumon compte tenu de la densité accrue de ce mode d'élevage. L'élevage en bassin est bien un grand gagnant de la hausse de la taxation sur les élevages traditionnels. Toutefois, ces deux modes d'élevage bénéficient d'une capacité de résistance forte en termes de maintien des profits (grâce aux hausses de prix) et de croissance des volumes tel que nous le décrivons dans nos dernières Perspectives Economiques et Financières.

Grégoire Du Mesnil

Gérant Mandats Actions Europe

Actions Europe	Niveaux					Variation (en %)			
	24/03/23	J-7	17/03/23	30/12/22	T-12 mois	J-7	17/03/23	30/12/22	sur 12 mois
MSCI EMU	141	140	140	132	138	1,1	1,1	7,3	2,3
MSCI EMU Mid Cap	920	921	921	907	985	-0,1	-0,1	1,5	-6,6
MSCI EMU Small Cap	388	386	386	370	438	0,5	0,5	4,7	-11,6
MSCI Europe	148	147	147	143	151	0,9	0,9	3,8	-2,2
France CAC40	7 015	6 925	6 925	6 474	6 556	1,3	1,3	8,4	7,0
Allemagne DAX30	6 097	6 019	6 019	5 693	6 010	1,3	1,3	7,1	1,4
Italie MIB	25 892	25 495	25 495	23 856	24 401	1,6	1,6	8,5	6,1
Royaume-Uni - FTSE 100 (£)	7 405	7 335	7 335	7 452	7 467	1,0	1,0	-0,6	-0,8
Royaume-Uni - FTSE 100 (€)	8 418	8 375	8 375	8 417	8 955	0,5	0,5	0,0	-6,0

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Actions Internationales : le regard du gérant

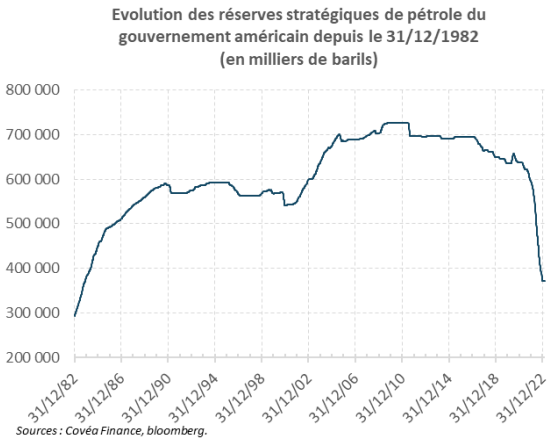
L'analyse des marchés :

En Asie, Taiwan affiche la meilleure performance de la région, aidée par les valeurs technologiques (rumeurs de ventes robustes chez TSMC). La Thaïlande a bénéficié d'un rebond technique qui fait suite à la sous-performance récente induite par la dissolution de l'assemblée. A l'inverse, l'Inde continue de sous-performer, les investisseurs étrangers s'inquiétant notamment des perspectives incertaines des grandes sociétés de services informatiques dans un contexte de réduction des dépenses de la part des établissements financiers. Dans le domaine géopolitique, le premier ministre japonais et le président sud-coréen se sont rencontrés afin d'accélérer leur collaboration dans les domaines de la sécurité économique, des sciences et des technologies de pointe.

Aux Etats-Unis, les principaux indices finissent en hausse (+0,8% pour le S&P500 et +1,3% pour le Nasdaq) dans un contexte qui reste néanmoins très volatil et réactif aux réponses apportées par le président de la Fed et la secrétaire au Trésor aux problèmes de liquidités du secteur bancaire. En outre, malgré des commentaires de Jerome Powell qui infirmaient une possible baisse des taux directeurs cette année (FOMC du 22 mars), les investisseurs continuent d'anticiper l'atteinte du point haut des taux directeurs au second semestre. Les secteurs de la technologie et des services de communication ont bénéficié de forts achats en faveur des GAFAM. Les valeurs de matériaux de base et d'énergie, bénéficiant d'un rebond des matières premières sous-jacentes (WTI +3,8%, cuivre +4,7%) ont aussi été très recherchées. A l'inverse, la finance et l'immobilier ont fortement souffert de la défiance des investisseurs. Coté entreprises, les programmes de licenciements se succèdent, notamment chez Amazon (9,000 postes supplémentaires) et Accenture (2,5% des effectifs, soit 19,000 personnes). Dans la sphère des semiconducteurs, l'administration Biden reste focalisée sur les enjeux de souveraineté et va interdire aux entreprises bénéficiant de subventions (CHIPS Act de 2022) d'accroître leur production en Chine de plus de 5% pour les puces avancées et de plus de 10% pour les autres.

Le Focus de la semaine : Les réserves stratégiques de pétrole sur un point bas

Mi-février, l'administration Biden a déclaré qu'elle vendrait 26 millions de barils de pétrole brut de ses réserves stratégiques (SPR) sur une période de trois mois à compter d'avril. Cette décision est prise au moment où les réserves stratégiques américaines ont déjà fortement baissé (180 millions de barils ont été mis sur le marché depuis 2021 pour lutter contre la hausse des prix du pétrole). Alors que l'administration américaine s'était engagée à reconstituer ses réserves à un prix du WTI compris entre $67 à $72 par baril, la secrétaire à l'énergie a annoncé vendredi dernier ne pas se hâter (espérant certainement pouvoir racheter les barils à un prix inférieur). La fourchette de prix initiale semblait permettre aux entreprises américaines d'atteindre un niveau de rentabilité acceptable tout en continuant à faire croître leur production. A la lueur de la saison de publication des résultats des sociétés pétrolières américaines, l'objectif d'un rythme de croissance de la production américaine en ligne avec le passé nous semble quelque peu illusoire. En effet, les déclarations des sociétés suggèrent que la croissance de la production est une considération secondaire, une poignée seulement d'entreprises prévoyant une croissance significative. Ces dernières concentrent leur attention sur 1/ l'inflation qui demeure critique pour l'ensemble du secteur, même si les dirigeants suggèrent que les pressions inflationnistes pourraient avoir atteint leur point culminant et 2/ la productivité des puits existants. Il semblerait que la productivité ait atteint un plateau en 2019. En 2020, les fermetures de puits et le passage rapide à des forages à haut rendement ont pallié cette baisse de productivité. Puis, au premier semestre 2022, les rendements des puits se sont cristallisés bien en dessous des niveaux d'avant la pandémie, à un rythme plus soudain qu'envisagé. L'ensemble de ces éléments militent à terme pour une croissance de la production américaine limitée. Scott Sheffield, CEO de Pioneer Natural Resources a déclaré il y a peu que la production américaine de pétrole pourrait atteindre 13 millions de barils par jour (niveau atteint au pic en novembre 2019 vs 12.3 millions en moyenne en 2019 et 11.9 millions en moyenne sur 2022) mais que cela prendra du temps. Dans un contexte de sous-investissement depuis des années des grandes sociétés pétrolières intégrées et d'une production russe qui devrait décliner, une croissance de la production américaine plus faible dans les années à venir devrait mettre une pression structurelle sur l'offre de pétrole au niveau mondial.



Sophie Pons

Adjointe au Responsable d'Equipe Gestion Actions Monde

Actions Internationales	Niveaux					Variations (en %)							
						en devise locale				en €			
	24/03/23	J-7	14/03/2023	30/12/22	T-12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois	J-7	14/03/2023	30/12/22	sur 12 mois
Etats-Unis - S&P500	3 971	3 917	3 919	3 840	4 543	1,4	1,3	3,4	-12,6	0,5	1,1	2,9	-10,8
Etats-Unis - Dow Jones	32 238	31 862	32 155	33 147	34 861	1,2	0,3	-2,7	-7,5	0,3	0,0	-3,2	-5,6
Etats-Unis - Nasdaq	11 824	11 631	11 428	10 466	14 169	1,7	3,5	13,0	-16,6	0,8	3,2	12,4	-14,8
Japon Nikkei 300	409	410	408	401	420	-0,2	0,2	1,9	-2,8	-0,2	2,6	1,7	-7,3
Corée du Sud KOSPI	2 415	2 396	2 349	2 280	2 730	0,8	2,8	5,9	-11,5	0,0	2,9	1,7	-14,9
Chine - Shanghaï	3 266	3 251	3 245	3 089	3 212	0,5	0,6	5,7	1,7	0,0	0,5	5,3	-3,6
Hong Kong Hang Seng	19 916	19 519	19 248	19 781	21 405	2,0	3,5	0,7	-7,0	1,2	3,2	-0,4	-5,3
Marchés Emergents - MSCI	972	952	945	956	1 125	2,2	2,9	1,7	-13,6	1,3	2,6	1,1	-11,8

Sources : Bloomberg, Covéa Finance

Analyse de l'évolution des marchés

Le regard de l'analyste

La taxonomie sociale : un fantôme du passé qui pourrait hanter les discussions à venir

En février 2022, la plateforme européenne sur la finance durable, qui accompagne la Commission européenne dans le développement de sa stratégie de finance durable, publiait sa proposition de taxonomie sociale[1]. A l'instar de ce que nous connaissons déjà concernant l'environnement avec la taxonomie verte, cette proposition de règlement visait à établir une liste d'activités « socialement durables » et ainsi, contribuer à orienter les flux de capitaux vers des activités qui respectent les droits de l'Homme et qui améliorent les conditions de vie et de travail.

La conjoncture s'y prêtait tout à fait : dès 2020, le rapport sur l'Emploi et le Développement Social en Europe[2] soulignait la nécessité d'investir dans des domaines tels que le développement des compétences des travailleurs, le logement abordable et l'éducation. Outre la pandémie de Covid-19, accélérateur du projet de taxonomie sociale, la demande croissante en obligations sociales pour financer des logements sociaux, des soins de santé ou encore des emplois indiquait que les investisseurs considéraient également les investissements sociaux comme une opportunité.

Tout comme la taxonomie verte, il était prévu de rendre possible le calcul d'une part sociale en se basant sur trois objectifs (contre six pour la taxonomie verte) :

- Assurer un travail décent tout au long de la chaîne de valeur ;
- Promouvoir l'intérêt des consommateurs (niveaux de vie adéquats et bien-être) ;
- Favoriser les communautés inclusives et durables.

Des sous-objectifs venaient les préciser : la santé et la sécurité, les soins de santé, le logement, les salaires, la non-discrimination, la santé des consommateurs et les moyens de subsistance des communautés. Le fameux principe de ne pas causer de préjudice important (« Do no significant harm » - DNSH) de la taxonomie verte se serait également vu appliquer à la taxonomie sociale, afin de garantir que lorsqu'une activité contribue à l'un des trois objectifs sociaux, celle-ci ne porte pas préjudice aux deux autres.

Certaines modalités restaient encore à définir, à titre d'exemple, de quelle manière les taxonomies vertes et sociales allaient interagir, en évitant une course vers le bas. En effet, s'il suffit de satisfaire aux exigences de l'une des taxonomies pour être classé comme durable, cela pourrait signifier qu'une entreprise répondant aux normes de la taxonomie sociale pourrait être considérée comme durable, même si elle ne répond à aucun critère environnemental. Pour éviter ce phénomène, des garanties environnementales minimales devaient faire partie de la future taxonomie sociale. La fusion de ces deux taxonomies en une seule faisait aussi partie des options sur la table, ce qui aurait été en ligne avec le concept de transition « juste ». Seulement…

Nous apprenions l'été dernier que le projet de taxonomie sociale était mis en veille par la Commission européenne, qui a pu être échaudée par l'intensité du débat sur l'inclusion du nucléaire dans la taxonomie verte. D'autres évoquaient le fait qu'une telle taxonomie n'était peut-être finalement pas nécessaire, puisque certains concepts explorés par la proposition de taxonomie sociale sont couverts par la directive CSRD[3] et par les garanties sociales minimales de la taxonomie verte. Face à la crise énergétique qui s'aggrave, la Commission européenne a pu également souhaiter donner la priorité à des initiatives réglementaires autres. Enfin, le calendrier politique n'apparaissait pas idéal, 2023 étant la dernière année de pleine activité législative de la Commission actuelle avant les prochaines élections européennes de 2024, tandis que l'intégration de la taxonomie sociale dans le cadre général de la taxonomie de l'Union Européenne requiert un important travail technique préparatoire de plusieurs années.

Cependant en mars 2023, la taxonomie sociale, dont le souvenir semblait oublié depuis bon nombre de mois, ressurgit peu à peu dans la sphère publique et médiatique. Deux acteurs français de l'investissement responsable ont tiré la sonnette d'alarme ce mois-ci dans une tribune du Monde[4] quant à « l'urgence à élaborer une taxonomie sociale à l'échelle européenne ». L'outre-Rhin n'est pas en reste, puisque le groupe consultatif allemand sur la finance durable entend donner un nouvel élan à la taxonomie sociale avec son rapport[5] fraîchement envoyé à la Commission européenne qui appelle à son développement. Plus généralement, le climat social européen, particulièrement tendu en ce moment, pourrait également pousser les législateurs européens à réétudier la question. L'arrivée du printemps amènerait-t-elle le dépoussiérage du projet de règlement de taxonomie sociale ?

[1, 2] : à retrouver sur le site internet de la Commission européenne

[3] : « Corporate Sustainability Reporting Directive », directive européenne dont l'objectif principal est d'harmoniser le reporting de durabilité des entreprises et d'améliorer la disponibilité et la qualité des données ESG publiées. Elle s'appliquera progressivement à compter du 1er janvier 2024.

[4]: Tribune publiée le 14 mars 2023

[5]: à retrouver sur le site internet du groupe consultatif allemand sur la finance durable

Andréa Lemaire-Suau

Analyste financier et extra financier

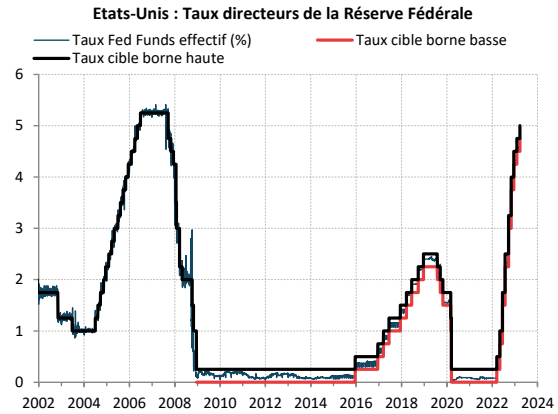
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« La Réserve fédérale face à l'incertitude de l'impact des difficultés bancaires »

Le comité de politique monétaire (FOMC) a augmenté de 25 points de base la fourchette cible des taux directeurs, la portant à [4,75%; 5%]. Cette décision a été prise à l'unanimité, bien que la possibilité d'un statu quo ait été débattue. Dans le communiqué, la mention faisant référence à des « hausses continues » à venir a été remplacée par « un certain raffermissement supplémentaire de la politique pourrait être approprié », ce qui dénote **un engagement nettement moins affirmé en faveur d'une poursuite du resserrement.**

Concernant les prévisions des participants du FOMC, la fourchette de taux à fin 2023 n'a pas été augmenté par rapport aux prévisions de décembre ([5; 5,25%]), contrairement à ce qui avait été suggéré par plusieurs membres du comité ces dernières semaines, en amont des difficultés du secteur bancaire. Le Président de la Réserve fédérale (Fed), Jerome Powell a expliqué pendant la conférence de presse que cette stabilité reflétait d'une part des données économiques plus solides, qui auraient plaidé pour un taux terminal plus élevé, et d'autre part les vents contraires du probable resserrement des conditions monétaires résultant du stress bancaire. **Cet impact sur les conditions monétaires pourrait équivaloir selon Jerome Powell à une, voire deux hausses de taux directeur.** Il a repoussé l'idée de baisse de taux et a noté la possibilité que les taux montent plus que ce que suggère la médiane des prévisions. On peut en effet relever que sur les 18 participants du comité, 10 voient un taux dans la fourchette [5; 5,25%] fin 2023, 7 envisagent un taux plus élevé, et un seul envisage un taux au niveau actuel. A fin 2024, la prévision de taux a été relevée à 4,3%, contre 4,1% en décembre.



Sources: FED, Covéa Finance

Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
Permis de Construire - Résidentiel	*Vol, CVS, GA%*	févr.-23	**-16,5**	-27,3	17,7	-5,1
Ventes logements neufs	*Milliers d'unités*	févr.-23	**640**	633	769	641
Ventes logements anciens	*Milliers d'unités*	févr.-23	**4580**	4000	6128	5081

**Du 20/03/2023 au 26/03/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

Par ailleurs, les prévisions économiques ont été peu modifiées, avec une légère remontée de l'inflation fin 2023 à 3,3%, contre 3,1% précédemment. M. Powell a reconnu que les problèmes bancaires constitueraient un risque pour l'activité économique, mais il a clairement indiqué qu'il était trop tôt pour comprendre l'ampleur de l'impact. Il a toutefois mentionné que presque tous les participants considéraient que les risques sur leurs prévisions de PIB étaient orientés à la baisse.

Au sujet des difficultés du secteur bancaire, M. Powell a déclaré que les actions prises par les autorités montrent que les dépôts dans le système bancaire sont en sécurité et affirmé que les flux de dépôts se sont stabilisés au cours de la dernière semaine. Comme Mme Lagarde la semaine dernière, il a souligné que les hausses de taux sont dédiées aux objectifs macroéconomiques (emploi et inflation), et que la situation des banques serait traitée avec les facilités de prêt. Des objectifs qui peuvent paraître difficilement conciliables, et des outils difficilement dissociables, tant la Réserve fédérale prend d'une main ce qu'elle donne de l'autre.

Concernant ces facilités de prêt, les injections de liquidité sont restées élevées cette semaine selon le rapport hebdomadaire sur le bilan de la Réserve fédérale : les banques ont emprunté 110 Mds$ à la fenêtre d'escompte au 22 mars, contre 152 Mds$ la semaine précédente. Ce déclin est compensé par la montée en puissance de la nouvelle facilité de crédits aux banques mise en place le 12 mars (*Bank Term Funding Program,* dont les conditions sont plus avantageuses que la fenêtre d'escompte), qui a alloué 54 Mds après 12 Mds$ la première semaine de mise en service. Les prêts à la FDIC pour soutenir les banques-relais de SVB et Signature Bank ont augmenté à 180 Mds$, contre 143 Mds$ la semaine précédente. **Au total, la Réserve fédérale a alimenté les banques américaines en liquidité à hauteur de 354 Mds$, après 318 Mds$ la semaine précédente et 15 Mds$ avant le déclenchement du stress bancaire.**

L'indicateur d'enquête PMI manufacturier a progressé en mars, passant de 47,3 à 49,3 points, un niveau qui renvoie toujours à une contraction de l'activité. Du côté des services, la dynamique est plus favorable, avec un indice en hausse de 3,2 points à 53,8. Ces enquêtes ne témoignent pas, à ce stade très précoce, d'un affaiblissement significatif des perspectives à la suite des difficultés du secteur bancaire, les enquêtes ayant été menées du 10 au 23 mars.

Les ventes de logements dans l'ancien ont augmenté de 14,5% sur le mois de février. Le repli relatif des taux d'intérêt hypothécaires entre novembre et mi-février pourrait expliquer ce regain soudain d'activité. Toutefois, le rebond ne permet pas d'effacer la chute des ventes depuis le début 2022, qui restent en rythme annuel en contraction de -23%. Le prix médian des transactions a reculé de 0,2% en mois sur mois, et la variation annuelle des prix passe en territoire négatif. Dans le neuf, les ventes ont progressé de 1,1% en glissement mensuel en février.

Sébastien Berthelot

Responsable de la Recherche Economique

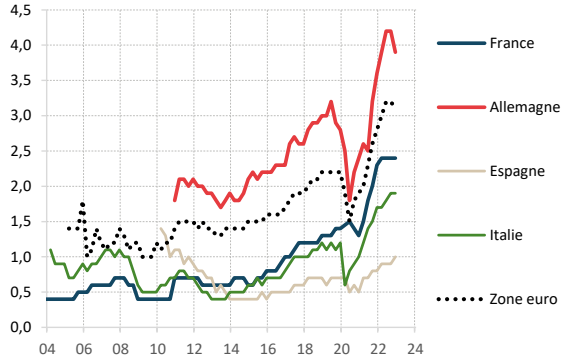
Suivi Macroéconomique

Europe

« Les tensions sur le marché du travail se confirment en zone euro »

Dans la zone euro, le taux d'emplois vacants est resté stable au quatrième trimestre, à 3,1% de l'emploi total. Il s'est ainsi maintenu tout près de son record historique de 3,2% au deuxième trimestre de l'année dernière. Après les statistiques de coûts du travail publiées en fin de semaine dernière, qui montraient une nette accélération des salaires (+5,1% sur un an) et des rémunérations attachées (+7,7%), cela confirme la persistance de tensions sur le marché du travail. Comme mis en avant dans nos perspectives économiques et financières, c'est un élément qui plaide pour une inflation durablement plus élevée.

Taux de vacances de l'emploi - ensemble de l'économie (%, entreprise de 10 employés ou plus)



Source : Eurostat, Réfinitiv, Covea Finance

	Indicateurs de la semaine*		Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
ZE	PMI Services	*Indice*	mars-23	**55,6**	52,7	53,6	52,1
	PMI Manuf.	*Indice*	mars-23	**47,1**	48,5	60,2	52,1
AL	PMI Services	*Indice*	mars-23	**53,9**	50,9	53,1	51,1
	PMI Manuf.	*Indice*	mars-23	**44,4**	46,3	61,6	51,8
	ZEW	*Indice*	mars-23	**13,0**	28,1	54,9	-27,2
FR	PMI Services	*Indice*	mars-23	**55,5**	53,1	53,8	53,7
	PMI Manuf.	*Indice*	mars-23	**47,7**	47,4	56,7	51,8
RU	PMI Services	*Indice*	mars-23	**52,8**	53,5	56,1	53,7
	PMI Manuf.	*Indice*	mars-23	**48,0**	49,3	59,2	51,6
	Inflation	*IPC, NCVS, GA%*	févr.-23	**10,4**	10,1	2,6	9,1
	Inflation sous-jacente	*IPC, NCVS, GA%*	févr.-23	**6,2**	5,8	2,4	5,9

**Du 20/03/2023 au 26/03/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

Le PMI composite d'activité préliminaire de la zone euro a atteint 54 points en mars, en hausse de 2 points par rapport au mois précédent. Une nouvelle fois, l'amélioration est concentrée dans les services (+ 2,9 points à 55,6). Mais le PMI manufacturier a même baissé de 1,4 point, à 47,1 (plus bas de 4 mois). La dissipation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement permet aux industriels de répondre aux commandes en souffrance, mais le flux de nouvelle demande reste faible. Alors que les tensions inflationnistes diminuent un peu en amont, la hausse des prix de vente des entreprises sondées reste soutenue.

Au Royaume-Uni, l'inflation repart à la hausse en février. Après un pic d'inflation à 11,1% en octobre, la croissance des prix à la consommation avait diminué durant trois mois consécutifs pour atteindre 10,1% en janvier. Cette dynamique baissière a été rompue en février, puisque l'inflation a de nouveau augmenté pour atteindre 10,4%, en raison de la forte hausse des prix sur un mois (+1,1%). La hausse est généralisée mais on note une augmentation des prix plus marquée pour les produits alimentaires (+2,1% en glissement mensuel), les vêtements (+2,6%) et l'hôtellerie-restauration (+1,9%). L'inflation sous-jacente a également rebondi pour atteindre 6,2% en février en glissement annuel, après 5,8% en janvier. La persistance de l'inflation britannique reflète les risques d'une inflation structurellement plus élevée. **En parallèle, la consommation des ménages s'est toutefois montrée résiliente sur le mois**, avec une hausse de 1,2% des ventes au détail en volume en février par rapport au mois précèdent. Néanmoins, la tendance des ventes au détail demeure toujours baissière, avec un recul des ventes en volume de 3,5% en rythme annuel.

L'économie britannique semble avoir renoué avec la croissance au premier trimestre. Le PMI composite s'est inscrit au-dessus du seuil de 50 pour le deuxième mois consécutif et s'établit à 52,2 en mars, après 53,1 en février. L'activité a été une nouvelle fois portée par le secteur des services, avec un PMI qui atteint 52,8. Le secteur a notamment bénéficié d'une forte accélération du volume de nouvelles affaires. En revanche, le secteur manufacturier poursuit son déclin, le PMI s'établissant en deçà de la zone de contraction, à 48 (-1,3 point par rapport à février). L'activité manufacturière a de nouveau été freinée par la faiblesse des carnets de commandes, reflet d'une demande atone.

Face aux pressions inflationnistes, la Banque d'Angleterre (BoE) a relevé son taux directeur de 25 points de base (pb) lors de sa dernière réunion, le portant à 4,25%. Sept membres du Comité de politique monétaire ont voté en faveur d'une hausse de 25pb du taux directeur tandis que deux autres membres ont préféré une pause dans le cycle de resserrement monétaire. Malgré la hausse inattendue de l'inflation en février, la BoE estime que la croissance des prix demeure susceptible de diminuer fortement au cours du reste de l'année, notamment en raison du maintien de la garantie gouvernementale sur les prix de l'énergie à 2500£ pour un ménage moyen pour trois mois supplémentaires (cf. focus suivi hebdo du 20 mars « *Le nouveau budget britannique vise à sortir le pays de la stagnation économique »)* ainsi qu'en raison de la baisse des prix des matières premières. Des signes de persistance de l'inflation ne sont tout de même pas à exclure selon la banque centrale, au regard des tensions toujours présentes sur le marché du travail, et de la dynamique de croissance des salaires. S'il devait y avoir des preuves de tensions inflationnistes plus persistantes, la BoE indique qu'un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire, laissant la porte ouverte à une nouvelle hausse de taux lors de la réunion de mai. Concernant le secteur bancaire, la banque centrale a tenu à rappeler que les banques britanniques conservent des positions solides en termes de capital et de liquidités.

La Banque nationale suisse (BNS) poursuit le resserrement de sa politique monétaire. La banque centrale a relevé son taux directeur de 50 points de base, le portant à 1,50% afin de poursuivre la lutte contre les pressions inflationnistes. Elle a par ailleurs indiqué dans son communiqué de presse qu'il n'est pas exclu que d'autres hausses de taux soient nécessaires pour assurer la stabilité des prix. Concernant Crédit Suisse, la BNS a rappelé les engagements pris la semaine précédente, à savoir la mise à disposition à UBS et Crédit Suisse d'importants volumes de liquidités.

Eloïse Girard-Desbois
Economiste

Jean-Louis Mourier
Economiste

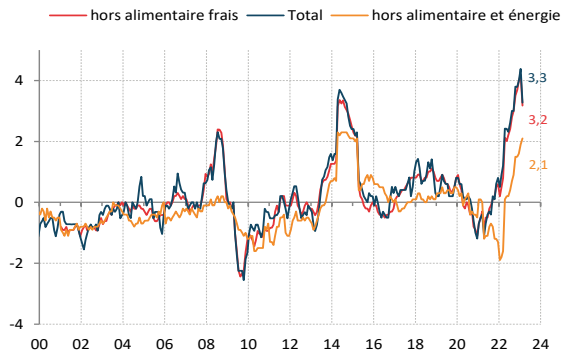
Suivi Macroéconomique

Asie

« L'inflation japonaise poursuit sa diffusion à l'ensemble de l'économie »

L'inflation japonaise se modère grâce aux subventions sur les prix de l'énergie mais la dynamique sous-jacente se maintient. L'indice des prix à la consommation a affiché une croissance de 3,3% en février en glissement annuel, contre 4,3% le mois précédent. En glissement mensuel, l'inflation est en baisse de 0,6% mais ce déclin est essentiellement lié aux prix de l'énergie qui reculent fortement de 10,9% sur un mois, reflétant le renforcement des subventions du gouvernement sur l'électricité et le gaz. En revanche, l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) continue d'accélérer pour atteindre 2,1% en glissement annuel, après 1,9% le mois précédent. Cette hausse illustre la diffusion progressive des pressions inflationnistes, initialement importées, à l'ensemble de l'économie et notamment aux services dont les prix sont soutenus par la reprise de la consommation domestique. Après la progression historique de l'inflation observée sur les douze derniers mois, la Banque du Japon s'attend à une forte modération sous la cible de 2% courant 2023 liée aux effets de base et à l'essoufflement des effets temporaires sur l'inflation, notamment les prix de l'énergie importée. Ainsi, la banque centrale maintient une politique extrêmement accommodante. La pérennité de la hausse des prix et l'évolution de la politique monétaire dépendront essentiellement de la progression des salaires. Leur accélération exceptionnelle des derniers mois est surtout liée à des facteurs temporaires comme les primes mais les négociations salariales de printemps pourraient aboutir à des progressions plus pérennes.

Japon : Indice des Prix à la Consommation (GA%)



Sources : Thomson Reuters, Japan Statistics Bureau, Covéa

Indicateurs de la semaine*			Période	Valeur	Préc.	Moy. 2021	Moy. 2022
JP	PMI Services	*Indice*	mars-23	**54,2**	54,0	48,2	50,4
	PMI Manuf.	*Indice*	mars-23	**48,6**	47,7	52,7	52,1
	Inflation	*IPC, NCVS, GA%*	févr.-23	**3,3**	4,4	-0,2	2,5
	Inflation sous-jacente	*IPC, NCVS, GA%*	févr.-23	**2,1**	1,9	-0,8	0,2

**Du 20/03/2023 au 26/03/2023* *Sources : Refinitiv, Covéa Finance*

L'activité japonaise se redresse en mars, selon l'enquête PMI. L'indice PMI manufacturier a augmenté de 0,9 point sur le mois, pour s'établir à 48,6. Il continue donc d'indiquer une légère contraction de l'activité mais qui serait toutefois moins prononcée que celle observée en février. Les principales sous-composantes continuent de faire état d'une industrie déprimée face à l'inflation, au déplacement de la consommation vers les services et à la modération de la demande internationale. Toutefois, la bonne orientation des perspectives de production pourrait indiquer une stabilisation prochaine de l'activité. Côté services, l'activité poursuit sa solide expansion avec un indice PMI en hausse de 0,2 point par rapport au niveau de février pour atteindre 54,2. Outre la réouverture de l'économie, cette vigueur généralisée peut refléter l'effet des importantes primes d'hiver sur la consommation des ménages. Ainsi, cette enquête continue de témoigner d'un écart de dynamisme conséquent entre un secteur manufacturier fragile et des activités de services en forte croissance.

Sur le plan géopolitique, le rapprochement affiché entre la Chine et la Russie renforce notre perception d'un monde de plus en plus polarisé. Pour la première fois depuis le début de l'invasion de l'Ukraine, Xi Jinping s'est rendu en Russie pour échanger avec son homologue V. Poutine. Ce dernier a salué le plan en 12 points proposé par la Chine pour mettre fin à la guerre, considérant qu'il pouvait s'agir d'une bonne base de discussion. Ce plan semble toutefois peu convaincre les Etats-Unis qui le jugent trop favorable à la Russie. En effet, la proposition chinoise impliquerait notamment la levée des sanctions occidentales sans exiger le retrait des troupes russes du territoire ukrainien. Sur le plan économique, Xi Jinping et V. Poutine se sont engagés à un renforcement des liens entre les deux pays. En particulier, les deux chefs d'Etat se sont mis d'accord sur une utilisation plus importante de leurs propres devises dans leurs échanges – évitant ainsi le dollar et l'euro et réduisant donc leur exposition aux sanctions occidentales. Sur le plan énergétique, V. Poutine a indiqué que les deux pays se seraient pour l'essentiel mis d'accord sur la construction d'un deuxième gazoduc entre la Russie et la Chine. Certains éléments de ce projet sont toutefois encore en discussion et devront être réglés avant une officialisation de l'accord.

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.