

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

14 avril 2020

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Changement de ton, changement d'ambiance

La France achève bientôt sa quatrième semaine de confinement. Précédée par l'Italie, elle a été rapidement rejointe par la quasi-totalité des pays avancés.

Après les propos lénifiants sur le caractère temporaire de l'arrêt partiel de l'économie, en raison d'une simultanéité d'un choc d'offre et d'un choc de demande et surtout d'une réaction rapide et de grande ampleur des banques centrales et des Etats, la vérité des faits oblige chacun à revisiter sa copie d'où la multiplication de gros titres plus alarmistes les uns que les autres.

Nous avons bien évidemment un choc d'offre mais c'est un choc qui recouvre des chocs de nature différente. L'arrêt des usines en a conduit plus d'un à ignorer les conséquences de l'impossibilité physique pour des millions puis des milliards de personnes, de se déplacer, de travailler, de consommer mais aussi d'épargner.

La conséquence de ce choc en est la surproduction et pour certains secteurs comme le secteur agricole la surproduction est synonyme de perte quasi définitive.

L'impossibilité d'être acteur de la vie économique entraîne l'effondrement des échanges commerciaux, la perte brutale de débouchés, l'effondrement des transports. Elle implique des situations de surproduction : surproduction agricole, surproduction textile (les collections printemps livrées dans des boutiques fermées), surproduction pétrolière ou encore surproduction d'avions désormais durablement cloués au sol pour ne citer que quelques exemples.

Après l'impossibilité d'agir à l'origine du choc de la demande va venir l'effondrement de la capacité financière à agir.

Les millions d'emplois détruits ne réapparaîtront pas tous après la crise.

Les ménages vont alors agir et sur leur consommation et sur leur épargne. Même les ménages qui ne seront pas touchés, comme on peut l'imaginer pour certains types d'emplois comme la fonction publique, ne seront pas épargnés par la crise. Ils devront nationalement contribuer à l'effort financier nécessaire à la remise en marche de l'économie et à l'assainissement des comptes publics. Ils seront aussi touchés par les nécessaires solidarités familiales.

C'est bien le spectre de la dépression qui se profile devant nous. C'est le scénario qui nous semble le plus probable.

La peur n'a jamais évité le danger et il nous semble préférable d'imaginer le scénario du pire pour sécuriser les portefeuilles d'actifs financiers dont nous avons la charge.

C'est seulement après cet exercice incontournable qu'il nous sera possible d'aborder sereinement l'avenir et d'examiner avec clairvoyance des conditions de sortie de crise plus favorables.

Quel que soit le support de nos investissements, actions, dettes, OPC, notre action se concentre sur un recentrage de nos portefeuilles sur les établissements financiers, industriels et les Etats les plus en capacité de surmonter l'effondrement historique de l'économie mondiale que nous vivons en ce moment avec une double contrainte dont nous nous autosaisissons : La qualité de la liquidité des titres et un ratio conséquent de liquidité. Deux conditions pour protéger les portefeuilles et avoir la capacité demain de prendre à nouveau des positions plus risquées mais porteuses d'avenir.

Ghislaine Bailly

Présidente

Sommaire

Suivi des marchés p2
Marchés obligataires
Marchés actions

Suivi macroéconomique p3
Etats-Unis
Europe
Asie

Suivi des Marchés

Obligataires

Sur la semaine les rendements sont légèrement en hausse aux Etats-Unis et en Zone Euro. Aux Etats-Unis le bilan de la Fed a dépassé 6083Mds\$ (contre 4200ds\$ début mars) et la Banque Centrale continue d'offrir d'abondantes liquidités sur le marché monétaire (1000Mds\$ par jour). En Europe, la BCE poursuit également ses achats d'obligations avec un bilan qui dépasse 5200Mds€ (contre 4700Md€ début mars). Dans ce contexte, les taux à 10 ans augmentent de 12pbs à 0,72% aux Etats-Unis, de 3pbs à 0,11% en France et de 4pbs à 0,78% en Espagne.

Actions

Les marchés actions européens rebondissent de 8,8% sur la semaine (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne), réduisant à 22,1% leur baisse depuis le début de l'année. Ce rebond intervient dans un contexte de mise en œuvre des leviers budgétaires et monétaires par les pouvoirs publics. Le rebond hebdomadaire des marchés actions profite davantage aux secteurs les plus cycliques. La technologie s'apprécie de 14,1% sur la semaine, devant les secteurs de l'industrie et de la consommation cyclique qui progressent respectivement de 11,9%. A l'inverse, le secteur de l'énergie participe modérément à la hausse (+0,9% sur la semaine) malgré l'accord d'une réduction de la production de pétrole par l'OPEP (de 9,7 mb/j en mai et juin prochains). D'un point de vue géographique, le marché actions allemand surperforme (DAX en hausse de +10,9% sur la semaine), tiré notamment par ses valeurs automobiles. Volkswagen, Daimler et Continental s'apprécient de plus de 20% sur la semaine. Les marchés actions les plus défensifs comme le marché suisse participent dans une moindre mesure au rebond (SMI +2,3% sur la semaine en devise locale).

Aux Etats Unis le S&P 500 a poursuivi son rebond, progressant de plus de 12% sur la semaine. Si tous les secteurs sont en hausse sur la semaine, le rebond a particulièrement profité aux secteurs cycliques comme les matériaux et la finance. La santé et la consommation de base, plus défensifs, profitent plus modestement du redressement. Plusieurs sociétés ont donné des indications sur les effets de la pandémie sur leur activité et mis à jour leurs perspectives. C'est notamment le cas de McDonald dont les ventes ont chuté au premier trimestre mais qui constate des reprises de même que Starbucks dont l'activité commence à repartir en Chine. De manière générale, les entreprises éprouvent néanmoins des difficultés à estimer leurs bénéfices pour l'année en cours et adoptent des mesures de prudence notamment vis-à-vis de leurs dividendes ou de leurs dépenses non essentielles et cherchent à sécuriser des lignes de crédit.

La semaine est largement haussière en Asie. Les décisions des gouvernements pour limiter la propagation du virus ainsi que les mesures de soutien significatives ont porté les marchés.

Parmi les meilleurs performeurs, notons que le marché Indien rebondit fortement après la baisse importante de la semaine précédente mais reste parmi les marchés ayant le plus souffert depuis le début de l'année. La Corée du Sud grimpe également sur la semaine, bien aidée par des résultats du groupe Samsung. Enfin, le marché japonais salue l'annonce par le gouvernement de M.Abe d'un plan de relance massif de près de 900 milliards d'euros pour soutenir son économie.

A l'inverse, l'Indonésie et la Malaisie affichent les moins bonnes performances, pénalisés par un dollar fort ainsi qu'une situation sanitaire préoccupante. La Chine figure également en bas du classement dans la région, mais reste le pays affichant la moins forte baisse depuis le début de l'année.

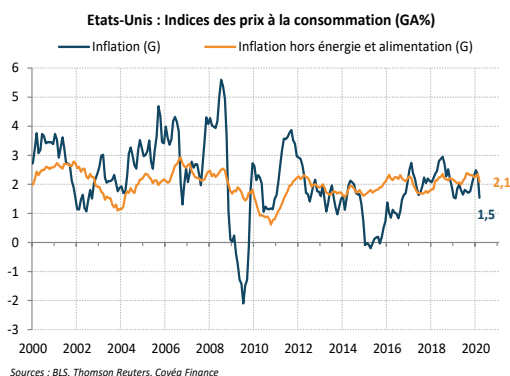
Suivi Macroéconomique

États-Unis

« L'inflation est en net repli aux Etats-Unis en mars »

La crise du coronavirus a d'ores et déjà un impact significatif sur les prix à la consommation américains. Ceux-ci s'inscrivent en recul de 0,4% en glissement mensuel en mars, avec des baisses marquées des prix des billets d'avion (-13% GM) et des prix dans l'hôtellerie (-7%). Les prix de l'énergie sont également en fort recul sur le mois (-10%) en lien avec un baril de pétrole en forte chute en mars (25\$ au 1^{er} avril). L'inflation en rythme annuel passe ainsi de 2,3% à 1,5%, tandis que l'inflation sous-jacente passe de 2,4% à 2,1%.

Sur le front de l'emploi, **les nouvelles demandes d'indemnités chômage sont restées très élevées à 6,6 millions de personnes la semaine du 4 avril**, après un record de 6,9 millions la semaine précédente.



La Fed a annoncé le 9 avril une nouvelle série de mesures de soutien au financement de l'économie pour un montant pouvant aller jusqu'à 2300 Mds\$. Ces mesures découlent du plan de soutien budgétaire CARES voté par le Congrès le 27 mars (plus de 2000 Mds\$).

Tout d'abord, la Fed va initier un **nouveau programme de prêts de 600 Mds\$, le Main Street Lending Program, visant à assurer le financement des petites et moyennes entreprises.** La Fed rachètera des prêts octroyés par des institutions financières à des entreprises de moins de 10 000 employés et au chiffre d'affaires inférieur à 2,5 Mds\$, au travers de deux dispositifs : le *Main Street New Loan Facility* (MSNLF) qui ciblera le marché des nouveaux prêts (émis après le 8 avril) et le *Main Street Expanded Loan Facility* (MSELF) qui visera à augmenter les montants des prêts existants

(émis avant le 8 avril). Les banques conserveront 5% du prêt et la Fed en détiendra 95%, portant ainsi l'essentiel du risque de crédit. Les entreprises emprunteuses devront se conformer aux règles édictées par le CARES Act, sur les restrictions de rachats d'action, de versement de dividendes et la limitation des rémunérations des dirigeants. Ces restrictions s'imposent pour une durée de 1 an après la fin de l'assistance financière. Le Trésor, en utilisant les financements votés dans le CARES Act, fournira 75 Mds\$ de capital à ce dispositif.

Les mécanismes de soutien au marché de la dette d'entreprises (PMCF et SMCF) et des créances titrisées (TALF) sont renforcés, leurs montants cumulés atteignant désormais 850 Mds\$ (contre 300 Mds\$ jusqu'alors). Le Programme d'achat de dette sur le marché primaire (*Primary Market Corporate Credit Facility*, PMCF) voit sa taille passer de 100 Mds\$ à 500 Mds\$ (le Trésor fournit 50 Mds\$ de capital) et les actifs éligibles ont été élargis. La taille du programme de rachat de dette d'entreprise sur le marché secondaire (*Secondary Market Corporate Credit Facility*, SMCCF) passe de 100 à 250 Mds\$ et les critères d'éligibilité pour les titres obligataires évoluent comme pour le PMCCF. Le SMCCF pourra aussi désormais acheter des ETF de la catégorie haut rendement (*high yield*). Le dispositif de soutien au marché des créances titrisées (*Term Asset-backed securities Loan Facility*, TALF) maintient une taille de 100 Mds\$ (le Trésor fournit 10 Mds\$ de capital), mais pourra désormais faire ses prêts contre une liste élargie de collatéral : aux ABS notés AAA adossés à des prêts aux ménages et aux PME, viennent s'ajouter des actifs titrisés à partir de *leveraged loans* (CLO) et de prêt finançant de l'immobilier commercial (CMBS).

La Fed va également renforcer l'efficacité du *Paycheck Protection Program* de la Small Business Administration en fournissant de la liquidité aux institutions financières qui participent au PPP. Ce programme était inclus dans le CARES Act et prévoit jusqu'à 349 Mds\$ de prêts garantis par la Small Business Administration aux PME, afin qu'elles maintiennent leurs salariés en emploi. La Fed proposera aux banques des financements en contrepartie des prêts PPP qu'elles accordent aux PME.

Enfin, la **Fed a annoncé la création d'un nouveau mécanisme, le Municipal Liquidity Facility, qui achètera sur le marché primaire jusqu'à 500 Mds\$ de titres court terme (maturité résiduelle maximale de 24 mois) émis par les collectivités territoriales** (Etats, comtés comptant au moins 2 millions d'habitants, municipalités comptant au moins 1 million d'habitants). Ce dispositif recevra 35 Mds\$ de capital de la part du Trésor dans le cadre de la loi CARES.

Elections 2020

Primaire démocrate

Bernie Sanders a annoncé le retrait de sa candidature à l'investiture démocrate pour les élections présidentielles de novembre, laissant le champ libre à Joe Biden, seul candidat encore en lice. Il a dans la foulée annoncé son soutien à la candidature de l'ancien vice-Président. La Convention Démocrate qui désignera le candidat officiellement aura lieu le 17 août. Initialement prévue le 13 juillet, elle a été reportée en raison de la crise sanitaire.

Suivi Macroéconomique

Europe

« Les dirigeants des pays de l'UE ont présenté leurs réponses à la crise »

Cette semaine, et après plusieurs semaines de débats, l'Eurogroupe est finalement parvenu à un accord quant à la réponse budgétaire à apporter à la crise actuelle. Les ministres des finances de l'Union Européenne ont ainsi dévoilé un plan représentant 540 Mds€, une somme qui regroupe trois dispositifs : (i) 240 Md€ disponibles via le Mécanisme européen de stabilité (dans la limite de sa capacité de 410 Md€) pour permettre un accès à des financements aux meilleures conditions aux États membres via des prêts dont les termes standardisés seront définis par les institutions européennes. La seule condition pour accéder à la ligne de crédit sera que le pays s'engage à utiliser ces fonds pour soutenir le financement des coûts directs et indirects liés aux systèmes de santé, aux soins et à la prévention contre le COVID-19. Les pays devront tout de même s'engager à renforcer leurs fondamentaux économiques et à respecter le pacte de stabilité et de croissance. Aussi, une incertitude demeure concernant la validité juridique de l'allègement des conditionnalités. (ii) 100 Md€ issue du dispositif de soutien au financement du chômage partiel « SURE » proposé par la Commission européenne début avril. Il s'agit également d'un accès à des fonds à des conditions avantageuses via la Commission avec des garanties volontaires apportées par chacun des États membres qui devront atteindre au moins 25 Md€. A côté de ces trois mesures de soutien, un fonds temporaire (Recovery fund) axé sur la reprise économique post-crise a été proposé. Les modalités de cette mesure, et de son financement, restent toutefois très incertaines. Enfin, notons que l'option des « corona bonds » (émissions obligataires à l'échelle de la Zone euro) n'a finalement pas été retenue malgré le soutien ouvert de 9 dirigeants européens (dont la France, l'Espagne et l'Italie).

Au niveau national, les gouvernements ont également dévoilé de nouvelles mesures de soutien. En Italie, le gouvernement a annoncé que la SACE, un organe de crédit à l'exportation de la Caisse des dépôts italienne, fournira 200 Mds€ de garanties aux banques sur leurs nouveaux prêts aux entreprises. La garantie ira de 70 à 90 % des prêts et sera assortie de conditions, notamment l'interdiction pour l'emprunteur de verser des dividendes au cours des 12 prochains mois et l'obligation d'utiliser les fonds pour soutenir les activités basées en Italie. Le montant de la garantie est plafonné à 25 % du chiffre d'affaires de l'emprunteur en 2019 ou au double du coût de la main-d'œuvre de l'emprunteur. **En France, le plan d'urgence de soutien à l'économie va passer de presque 50 Mds€ à environ 100 Mds€, soit près de 4% du PIB.** Dans le détail le gouvernement va augmenter le budget consacré au dispositif de soutien au chômage partiel (20 Mds€ contre environ 9 Mds€ précédemment), augmenter la dotation du fonds de solidarité pour soutenir les commerçants et les indépendants perdant 50% de leur CA qui pourront toucher 1 500 € par mois (6 Mds€ contre 1 Md€ précédemment), augmenter les dépenses exceptionnelles de santé (7 Mds€ contre 2 Mds€) et procéder à un remboursement anticipé de certains crédits d'impôts (20 Mds€). Le gouvernement français prévoit une contraction du PIB de 6% en 2020 (contre -1,0% à la mi-mars et 1,2% avant la crise). Le déficit atteindrait 7,6% du PIB (contre 3,9% prévu à la mi-mars et 2,2% avant crise). Dans ce contexte, la dette atteindrait 112 % du PIB. Au niveau sanitaire, les mesures de confinement ont été prolongées jusqu'au 3 mai en Italie et jusqu'au 11 mai en France.

Margrethe Vestager, Commissaire européenne à la Concurrence, appelle les Etats européens à faire preuve de vigilance face aux risques de prises de contrôle de secteurs stratégiques par la Chine. Des mesures en ce sens ont d'ailleurs déjà été prises dans plusieurs pays. La France a ainsi annoncé le déploiement d'une enveloppe de 20 Mds € afin de protéger les entreprises françaises via des prises de participation voire des nationalisations. En Italie, la capacité de veto du gouvernement a été étendue pour empêcher les rachats hostiles d'entreprises italiennes par des entreprises étrangères dans les secteurs stratégiquement importants. En Allemagne, le gouvernement a renforcé son dispositif législatif pour protéger les entreprises allemandes de prises de contrôle par des investisseurs extra-européens.

En ce qui concerne la politique monétaire, la BCE a annoncé un élargissement temporaire des collatéraux acceptables dans le cadre de ses opérations de refinancement. Ces mesures visent à augmenter le gisement du collatéral disponible des contreparties de politique monétaire. La Banque Centrale Européenne a notamment ajouté à la liste des contreparties éligibles les obligations gouvernementales grecques ainsi que les prêts aux grandes entreprises, aux PME et aux travailleurs indépendants bénéficiant de garanties d'État. Ces mesures sont temporaires et sont liées à la durée de la crise pandémique et du programme PEPP. Ces mesures seront réévaluées d'ici à la fin de 2020, compte tenu également de la nécessité éventuelle d'étendre certaines de ces mesures afin de garantir que la participation des contreparties de l'Eurosystème à ses opérations de liquidité ne soit pas affectée.

Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre (BoE) a annoncé qu'elle allait temporairement augmenter la taille du compte du gouvernement à la banque centrale (Ways and means facility). Il s'agit de faciliter l'accès du gouvernement britannique aux liquidités à court terme, sans avoir à passer par le marché obligataire. Cette mesure se veut temporaire et à court terme. Les liquidités issues du compte auprès de la BoE seront remboursées dès que possible et d'ici à la fin de l'année selon le communiqué. Un tel dispositif a déjà été mis en œuvre en 2008-2009. Le compte du gouvernement auprès de la BOE, qui représente environ 400 millions £ actuellement, avait alors atteint 20 milliards £.

Suivi Macroéconomique

Asie et reste du monde

« *Le Japon actionne le levier budgétaire pour soutenir l'économie* »

Au Japon, le Premier ministre S. Abe a annoncé un plan de soutien de 108 000 Mds¥ (916 Mds€). Ce programme de grande ampleur (environ 19% du PIB) vise à soutenir l'économie face à la progression du coronavirus et aux mesures de restriction de mobilité qui en résultent. Ce programme inclut 6 000 Mds¥ de fonds distribués aux ménages et petites entreprises les plus affectées par l'épidémie et ses conséquences. 26 000 Mds¥ de report de taxes et cotisations pour les entreprises ont également été annoncés. Le Premier ministre a également instauré officiellement l'état d'urgence le 7 avril pour les préfectures de Tokyo, Kanagawa, Saitama, Chiba, Osaka, Hyogo et Fukuoka. Cet état d'urgence n'implique toutefois pas un confinement drastique à l'échelle nationale pour l'instant mais offre la possibilité aux autorités locales de prendre des mesures ciblées (fermeture des écoles, de certaines entreprises, confinement, ...)

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 7 114 644 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.