

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

27 avril 2020

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Les flux des investisseurs américains au premier trimestre

Le suivi des flux des OPC et ETF fait partie des éléments factuels que nous prenons en considération dans l'observation des marchés. L'analyse dynamique du poids de la gestion passive contribue à mieux appréhender les épisodes d'extrême volatilité des différentes classes d'actifs.

Sur les marchés de taux dans leur ensemble (hors monétaire), les investisseurs américains sont en décollecte importante depuis le début de l'année à -184Mds\$ suite aux ventes de mars (-285Mds\$). L'essentiel de ces rachats s'est fait sur les OPC et non sur des ETF, ces derniers étant utilisés quasi exclusivement pour sortir des dettes émergentes. On notera que si, en masse, ce sont les catégories traditionnelles d'emprunts d'Etat et de dettes d'entreprises de catégorie investissement qui ont le plus décollecté, la catégorie haut rendement, avec des sorties de 23Mds\$ sur le trimestre, a perdu la moitié de sa collecte annuelle 2019 (+45Mds\$).

Les OPC et ETF actions de droit américain montrent, comme sur les obligations, des rachats significatifs. Les flux négatifs de mars (-16Mds\$) portent le solde 2020 à -27Mds\$, toutes zones confondues. Il faut toutefois souligner 2 éléments. Sur le segment « actions américaines », le mouvement de balancier entre la gestion active (OPC) et passive (ETF) s'est poursuivi dans la baisse des marchés; ainsi, le solde trimestriel vendeur de -44Mds sur les actions américaines traduit en fait un mouvement très négatif sur les OPC de -78Mds\$ et un solde acheteur sur les ETF de 34Mds\$. Une poursuite du mouvement de remplacement vers la gestion indicielle américaine qui s'est accru en mars malgré l'effondrement indiscriminé des indices actions. L'autre élément notable (et lui aussi dans la poursuite d'une tendance de long terme) est la hausse des souscriptions des fonds monde (seule catégorie à recevoir des souscriptions en mars) au détriment des autres catégories géographiques, émergente, européenne ou asiatique. Ces entrées s'élèvent à 33Mds\$ sur le trimestre et compensent partiellement les rachats sur les actions américaines ou étrangères différenciées par zone territoriale.

Sommaire

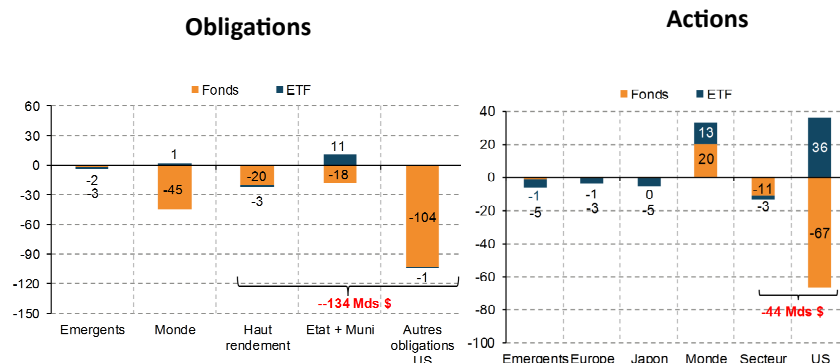
Suivi des marchés p2

Marchés obligataires
Marchés actions

Suivi macroéconomique p3

Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine



« La concurrence toujours présente de la gestion passive »

Suivi des Marchés

Obligataires

Sur la semaine les rendements sont en légère baisse aux Etats-Unis, relativement stables dans les pays cœurs de la Zone Euro et en hausse dans les pays du sud. Outre-Atlantique, le taux à 10 ans américain baisse de 4 points de base (pbs) à 0,60%. La Fed continue d'acheter des obligations (avec un bilan qui dépasse désormais 6600Mds\$ contre 4200ds\$ début mars) et de soutenir le marché monétaire en offrant d'abondantes liquidités. Sur ce marché l'écart LIBOR-OIS 3 mois (indicateur de tension sur les marchés interbancaires) se réduit de 20pbs à 81pbs (contre plus de 130pbs fin mars). En Zone Euro, les taux à 10 ans sont stables à 0,03% en France et -0,47% en Allemagne. Dans les pays du sud, on assiste à d'importantes émissions de dettes, à l'image de l'Italie qui lève 16Mds€ pour une demande de 100Mds€, ce qui contribue à la hausse des rendements. Les taux à 10 ans augmentent de 5pbs à 1,84% en Italie et de 14pbs à 0,95% en Espagne.

Actions

Les marchés européens sont en repli de 1,8% sur la semaine écoulée (MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) ce qui porte à -23,8% leur baisse depuis le début de l'année.

En terme de performances sectorielles, le secteur de la consommation cyclique affiche la moins bonne performance hebdomadaire (-4,3%), pénalisé notamment par les publications du premier trimestre 2020 de Kering (-10,3% sur la semaine) et de Accor (-8,4% sur la semaine). En revanche, le secteur de la santé se démarque avec la meilleure performance sur la semaine (+4,1%) comme depuis le début de l'année (-3,5%). De nombreuses sociétés de santé publient des progressions d'activité soutenues sur le premier trimestre 2020, parmi lesquelles Sanofi (ventes en hausse de 6,7%), Grifols (ventes en hausse de 9,3%) ou Ipsen (ventes en hausse de 8,7%). Les valeurs Ipsen, Orion et Sartorius progressent de plus de 10% sur la semaine suite à leurs publications. Bio Mériex signe la meilleure performance de l'indice MSCI EMU depuis le début de l'année (+49,1%), porté par sa position de leader européen sur le diagnostic et sa présence sur le segment des tests médicaux.

En terme de performance géographique, le marché actions du Danemark signe de nouveau la meilleure performance hebdomadaire (+1,7%) et reste le seul pays affichant une performance positive depuis le début de l'année (+2,6%), en lien avec sa sensibilité aux valeurs de santé. Le marché actions espagnol affiche la plus forte baisse hebdomadaire (IBEX -3,8%), portant à plus de 30% son repli depuis le début de l'année.

Aux Etats-Unis le S&P500 termine la semaine en baisse de 1,3% mettant fin à plus d'un mois de rebond. Presque tous les secteurs sont en baisse à l'exception de l'énergie qui, malgré la chute historique des cours du pétrole américain, avec un bref passage en territoire négatif, se reprend légèrement notamment après l'annonce de prochaines baisses de production de l'OPEP. Si les services de communication, la consommation discrétionnaire et la santé résistent, l'immobilier, les services aux collectivités, la consommation de base et les financières sous performant nettement. Outre la publication d'indices macroéconomiques contrastés, montrant une poursuite de la hausse du chômage et des indices PMI très dégradés dans les services, la semaine a été marquée par de nombreuses publications de résultats d'entreprises. Alors que l'impact du COVID-19 est parfois limité sur les résultats du trimestre passé notamment dans la santé ou la consommation de base, la plupart des sociétés sont dans l'incapacité de fournir de la visibilité. Notons dans les services de communication, la décision de Google de geler les embauches et réduire de moitié ses dépenses marketing en 2020 ou celle de Netflix de stopper toutes ses productions en cours.

Cette semaine est baissière, les marchés étant impactés par la baisse du prix du pétrole.

Seul le marché Thaïlandais parvient à terminer la semaine en très légère hausse soutenu par les annonces du fin confinement dès la fin du mois et des détails sur le financement du plan de relance. En Corée du Sud, les bons chiffres de SK Hynix dans le secteur de la technologie ont permis de limiter la contraction du marché. Au Japon, les achats à répétition de la Banque du Japon dans les volumes faibles ont permis de limiter la baisse du marché sur la semaine. Parmi les pires performances de la semaine on trouve le marché australien pénalisé par ses valeurs pétrolières et son exposition aux métaux industriels.

Suivi Macroéconomique

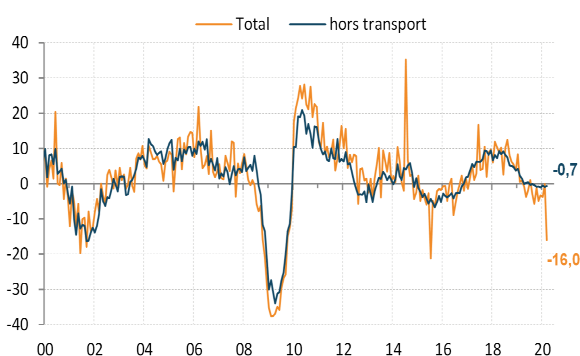
États-Unis

« Forte dégradation des commandes dans l'industrie »

Aux États-Unis, **le Congrès a adopté un plan de soutien de 484 Mds\$ de mesures budgétaires supplémentaires**. La loi comprend 310 Mds\$ pour l'extension du dispositif de prêts aux PME garantis par la Small Business Administration (*Paycheck Protection Program*). Ce programme, qui prévoit que les prêts accordés n'auront pas à être remboursés si l'entreprise maintient ses salariés en emploi, avait été financé à hauteur de 349 Mds\$ dans le CARES Act voté le 27 mars, un montant épuisé le 16 avril. Sur les 310 Mds\$ prévus pour ces prêts, 30 Mds\$ seront réservés aux prêts accordés par de petites banques et coopératives de crédit entre 10 et 50 Mds\$ d'actifs, et 30 Mds\$ pour les prêts accordés par les banques communautaires et autres petites institutions financières avec moins de 10 Mds\$ d'actifs. D'autres financements sont également prévus pour venir en aide aux PME (10 Mds\$ de subventions et 50 Mds\$ de prêts d'urgence). Par ailleurs, 75 Mds\$ sont dédiés aux hôpitaux et établissements de santé, et 25 Mds\$ pour étendre les campagnes de test du covid-19.

Concernant l'activité, **les indicateurs d'enquête PMI ont enregistré une forte dégradation supplémentaire en avril**. Dans le manufacturier, l'indice passe de 48,5 à 36,9, son plus bas niveau depuis mars 2009. Les entreprises signalent de très nombreux reports ou annulations de commandes, à la fois en provenance de l'étranger et sur le plan domestique. En réaction à l'affaiblissement de la demande, les prix de ventes et des facteurs de production sont également en fort repli. Dans les services, l'indice PMI atteint 27 après 39,8 en mars, son plus bas niveau depuis la création de la série en octobre 2009. Ces enquêtes ont été réalisées entre le 7 et le 22 avril et prennent entièrement en compte la dégradation de l'activité, contrairement aux indices de mars qui reflétaient encore en partie la situation pré-crise sanitaire.

Etats-Unis : Commandes à l'industrie manufacturière -
Biens durables (GA%, valeur, AVS)



Source: US Census Bureau, Covéo Finance.
Commandes de biens durables = 49% des commandes manufacturières en 2014. Echantillon: 4300 entreprises

Dans l'industrie, les commandes de biens durables s'inscrivent en baisse de 14,4% en glissement mensuel en mars, sous l'effet d'une contraction de 41% dans le secteur des équipements de transport. Celui-ci est touché à la fois dans l'automobile (-18%) et dans l'aviation civile (-295%). Les fortes variations sont habituelles pour ce secteur, mais le repli s'inscrit dans une dynamique baissière antérieure à la crise du covid-19, avec les difficultés du 737-Max de Boeing. Les commandes de biens intensifs en capital hors transport et défense, un indicateur de l'investissement des entreprises, affichent une certaine résistance avec une progression de 0,1% sur le mois et une contraction annuelle de 0,7%. Les commandes de biens durables dans leur ensemble sont par contre en recul de 16% en rythme annuel.

Les données de ventes immobilières de mars décrivent une détérioration rapide de l'activité du secteur résidentiel. Après une accélération en février (+6%), les ventes de logements anciens s'inscrivent en repli de 8,5% en glissement mensuel en mars. La baisse touche autant les maisons individuelles (-8,1%) que les appartements (-11,7%). Les ventes étant comptabilisées lorsque les transactions sont terminées, les données de mars reflètent probablement des signatures effectuées majoritairement avant la diffusion de l'épidémie de covid-19. En rythme annuel, la croissance des ventes passe de +7% à +0,8%. Concernant les prix, la tendance reste haussière avec une croissance annuelle du prix moyen des transactions de 6%. Dans le neuf, les ventes ont lourdement chuté (-15% en glissement mensuel). Celles-ci sont comptabilisées dès la signature des actes de ventes.

Les nouvelles demandes d'allocation chômage ont reflué à 4,427 millions la semaine du 18 avril, après 5,5 millions la semaine précédente. S'il s'agit de la 3^{ème} semaine de recul, le niveau reste très élevé en absolu. Pour rappel, la moyenne des inscriptions hebdomadaires sur le début d'année 2020 se situait autour de 215 000. Le nombre total de personnes touchant des allocations chômage atteint 15,976 millions pour la semaine du 11 avril (décalage d'une semaine par rapport à la statistique des nouvelles demandes).

Sur le plan de la réglementation bancaire, la Fed a annoncé le 24 avril la suppression d'une règle qui empêche généralement les particuliers d'effectuer plus de six retraits de leur compte-épargne chaque mois sans payer de frais. En permettant un nombre illimité de retrait, la Fed compte faciliter l'accès à l'épargne, dans un contexte où «les événements financiers associés à la pandémie de coronavirus» ont rendu l'accès à l'argent «plus urgent».

Suivi Macroéconomique

Europe

« Les premiers indicateurs de confiance du mois d'avril décrivent une chute brutale de l'activité »

Le Conseil européen approuve les propositions de l'Eurogroupe et continue les négociations sur le Fonds de relance (« Recovery fund ») lors de sa réunion du 23 avril. Ces mesures proposées par l'Eurogroupe le 13 avril incluent : (i) 240 Mds€ de prêts via le Mécanisme européen de stabilité (MES) pour les systèmes de santé (sans conditionnalité contraignante) ; (ii) 100 Mds€ de prêts via un fonds de soutien au financement du chômage partiel (SURE) et (iii) 200 Mds€ de prêts garantis aux entreprises via la Banque européenne d'investissement. Ces 200 Mds€ de financement seront générés via la création d'un fonds de garantie paneuropéen de 25 Mds€. Soit un total de 540 Mds€ à travers des mesures que le Conseil souhaite opérationnelles dès le 1er juin 2020. **Si la nécessité de la création d'un Fonds de relance semble assez consensuelle, les modalités de ce dernier font débat.** D'importantes interrogations demeurent concernant le montant engagé et si ces financements prendront la forme de prêts, dans la continuité des mesures déjà annoncées, ou s'il s'agira de subventions. La Commission européenne a été mandatée pour analyser les besoins exacts et présenter d'urgence une proposition officielle qui sera ensuite examinée par l'Eurogroupe. Pour U. Von der Leyen, l'UE devrait contrebalancer les différences importantes en termes de capacités budgétaires des États membres pour relancer leurs économies. Aussi, elle a déclaré que l'UE trouvera un bon équilibre entre subventions et prêts et qu'un tel fonds ne devrait pas être opérationnel avant début 2021. Enfin, elle a indiqué que les financements nécessaires pour alimenter ce fonds proviendront d'un renforcement du budget de l'Union et d'un recours aux marchés financiers à l'échelle de la Commission. Le Cadre financier pluriannuel de l'UE devrait donc être redéfini à la hausse. Selon le Financial Times, Angela Merkel s'est montrée favorable à la mise en place du Fonds de relance à hauteur de 1000 Mds€, déclarant que l'UE devait empêcher une reprise économique asymétrique après la crise. Contrairement à la France, l'Italie et l'Espagne, l'Allemagne resterait toutefois opposée à la mise en place de subventions.

Du côté de la politique monétaire, la Banque Centrale Européenne a annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement du collatéral. Ces mesures s'ajoutent à l'élargissement des collatéraux annoncés par la BCE le 7 avril et s'étendront jusqu'en septembre 2021, date du premier remboursement anticipé des opérations de refinancement du TLTRO III. Dans le détail, la BCE a annoncé que les actifs éligibles (hors ABS, asset-backed securities) au 7 avril (notation supérieure ou égale au seuil minimal de BBB-,) le resteront tant qu'ils maintiennent une qualité de crédit supérieure ou égale à « BB » (CQS5). Les ABS éligibles au 7 avril le resteront tant qu'ils maintiennent une qualité de crédit supérieure ou égale à « BB + ». Par ailleurs, les futures émissions des émetteurs dont les actifs étaient éligibles au 7 avril bénéficieront du même traitement. En élargissant l'univers des actifs éligibles aux opérations de refinancement, la BCE cherche à contrer un abaissement massif des notations de crédits. Elle s'expose toutefois à un abaissement de la qualité de son propre bilan. La BCE a toutefois précisé qu'elle appliquerait des décotes de valorisation sur les actifs ayant vu leurs notations abaissées.

En Italie, le Premier ministre G. Conte a présenté le 26 avril les grandes étapes du déconfinement italien : (i) le 4 mai, les secteurs de la construction, de l'industrie manufacturière exportatrice et du commerce de gros pourront reprendre leurs activités. (ii) Le 18 mai suivront le reste de l'industrie manufacturière, le commerce de détail, les musées, les expositions et les bibliothèques. (iii) Enfin, le 1er juin sera la date d'ouverture des bars, des restaurants et des commerces liés aux soins à la personne. Les écoles resteront fermées jusqu'en septembre et les particuliers ne pourront toujours pas quitter leur région jusqu'à nouvel ordre. Dès le 4 mai, les Italiens pourront visiter leurs proches (les rassemblements nombreux restent interdits) et se rendre dans les parcs et jardins publics. Le suivi épidémiologique se fera au niveau des régions qui pourront, si nécessaire, revenir sur ces mesures de déconfinement.

Cette semaine les premiers indicateurs de confiance publiés pour le mois d'avril décrivent, sans surprise, un recul historique de l'activité. L'estimation préliminaire de l'indice du climat des affaires PMI composite en Zone euro se replie ainsi de 16,2 points en avril pour atteindre 13,5, un plus bas historique, largement en-dessous du creux de 36,2 enregistré en février 2009. L'indice PMI de l'activité dans les Services (hors distribution) se contracte de 14,7 points et atteint 11,7, un plus bas historique. Dans l'industrie manufacturière, l'indice PMI de la production atteint pour sa part 18,4. Cette baisse de l'activité généralisée se traduit par un recul historique de la sous-composante emploi, ainsi que par un recul des prix. Les prix des achats (intrants) enregistrent leur plus forte baisse depuis 11 ans, en particulier dans le secteur des services. Il en va de même pour les prix de ventes. Par pays, les indices composites de l'activité se sont établis à respectivement 17,1 et 11,2 en Allemagne et en France tandis que dans le reste de la zone, l'indice s'est replié de 25,0 à 11,5. L'indice de confiance des consommateurs de la Commission Européenne recule également sur le mois. Il reste toutefois légèrement supérieur au plus bas enregistré lors de la grande crise financière de 2008-2009. Enfin, les indicateurs d'enquête nationaux (INSEE en France, ZEW et IFO en Allemagne) décrivent également une chute brutale et généralisée de l'activité.

Au Royaume-Uni, à l'instar de la Zone euro, les indices PMI enregistrent également un recul historique au mois d'avril. L'indice PMI Composite chute pour atteindre en avril 12,9. L'indice PMI de la production manufacturière atteint 16,6

Suivi Macroéconomique

tandis que l'indice PMI Service atteint 12,3. Du côté des données d'activité, les ventes au détail enregistrent également une baisse historique au mois de mars (-5,1% sur le mois, -5,8% sur l'année). Les magasins alimentaires s'inscrivent en forte hausse mensuelle (+10,4%) tandis que les magasins non-alimentaires reculent de -19,4% sur la même période. Du côté des prix, l'inflation fléchit légèrement au mois de mars et passe de 1,7% à 1,5%. Corrigée des prix de l'énergie et de l'alimentation, l'inflation passe de 1,7% à 1,6%.

Asie et reste du monde

« La Banque Centrale japonaise ne se fixe plus de limite à ses achats de titres de dette publique »

Au Japon, à la suite de sa réunion de politique monétaire, la Banque du Japon a annoncé un nouveau mouvement d'assouplissement de sa politique monétaire. A l'image de la Réserve Fédérale Américaine, la Banque du Japon ne se limitera désormais plus dans la taille de son programme d'achat de titres gouvernementaux. Auparavant limités à une enveloppe annuelle de 80 000 Mds de yens (près de 700 Mds\$), ces montants seront désormais aussi élevés que nécessaire de façon à maintenir les taux de financement de l'état japonais à 0%.

Pour soulager le financement des entreprises, la BoJ augmente significativement le montant maximal de ses achats de titres de dette d'entreprise et de dette commerciale à 20 000 Mds de Yens (186 Mds\$) au total (contre environ 5000 Mds de Yens précédemment). Dans le même temps et pour atteindre cet objectif, la BoJ élargit ses critères d'achat de titres. Elle dit augmenter significativement sa limite de détention de chaque émetteur de titres de dette d'entreprise et de titres commerciaux, et augmente également sa limite en terme de maturité résiduelle des titres de dette d'entreprise, de 5 ans supplémentaire.

Enfin, au regard du fonds spécial visant à faciliter le financement des entreprises, la BoJ étend le champ de collatéraux acceptés à la dette privée en général, incluant ainsi désormais la dette des ménages. Elle signale également qu'elle proposera de payer un intérêt de 0,1% aux institutions financières qui exploitent ce nouveau programme de prêts pour lutter contre la pandémie - une mesure visant à encourager les banques commerciales à augmenter les prêts aux entreprises à court de liquidités.

Sur le plan des données économiques, l'indice de confiance composite des directeurs d'achat a atteint en avril son plus bas niveau historique à 27,8 points selon l'estimation préliminaire de l'institut Markit, soit une indication d'une très forte contraction de l'activité économique du pays. Dans le détail, le secteur des services est celui affichant la contraction la plus marquée, tandis que la confiance du secteur manufacturier affiche une meilleure résistance relative et n'a pas atteint son point bas historique de 2009. Du côté des prix, l'inflation est restée faible au mois d'avril avec une croissance des prix à la consommation de 0,4%

En Chine, La Banque Centrale de Chine (PBoC) a baissé le taux de la facilité de prêt de moyen terme à 1 an (TMLF) de 20 points de base de 3,15% à 2,95%. Selon la Banque Centrale, cette mesure contribuera à injecter 56,1 Mds de Yuan dans l'économie (7,9Mds\$).

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.