

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

23 mars 2020

Rédacteurs

Gestion  
Recherche Economique

## Sommaire

### Suivi des marchés p2

Marchés obligataires  
Marchés actions

### Suivi macroéconomique p3

Etats-Unis  
Europe  
Asie

## Non coordination

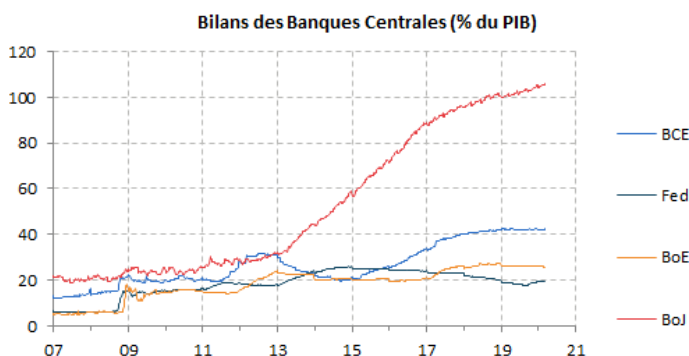
Bien sûr, le monde financier attendait les Banques Centrales. Cadencées sur le mode de propagation de l'épidémie, des décisions ont été prises successivement, sans traduire véritablement une posture coordonnée à l'échelle internationale. Seule exception à cette faible coopération, la mise en place d'accords permanents d'échange de dollars américains entre grandes banques centrales. Ces accords de « swaps » ont pour objet de satisfaire une demande de liquidité en dollar qui fait défaut partout, à l'image du marché monétaire américain, comme nous l'avons à plusieurs reprises relevé avec inquiétude depuis septembre .

Nous avons aussi déjà souligné qu'il était à la fois hasardeux de surestimer le pouvoir des autorités monétaires, et illusoire d'espérer dans l'efficacité des politiques de pays où l'ensemble des leviers budgétaire et monétaire ne serait pas actionné de façon cohérente. Une situation malheureusement partagée par de nombreux Etats.

Cette désorganisation dramatique, sans précédents récents pour les nations occidentales, s'abat sur des économies déjà très affaiblies par l'endettement, la montée des inégalités, la déflation des revenus et sur fond de situations géopolitiques extrêmement tendues.

Cette crise est profonde. Sa durée déterminera l'ampleur de ses effets dépressifs.

## Des décisions ont été prises, sans posture coordonnée



« Les Banques Centrales agissent, mais sans coordination »

Sources : Thomson Reuters, BCE, Fed, BoE, BoJ, Covéa Finance  
Bilan de la BoE non disponible dans son intégralité depuis le T4 14 ; Bilan partiellement reconstitué à partir de cette date d'après les données du rapport hebdomadaire de la BoE

# Suivi des Marchés

## Obligataires

Semaine en deux temps sur les marchés obligataires. En début de semaine, les rendements évoluaient à la hausse, impactés par la recherche effrénée de liquidité en dollars des investisseurs qui effectuent des cessions d'actifs conséquentes y compris sur les obligations souveraines. Dans ce contexte, les taux à 10 ans augmentent de 0,68% à 1,23% aux Etats-Unis et de 1,76% à 2,95% en Italie. Ces mouvements ont poussé les Etats et les Banques Centrales à poursuivre leurs interventions avec des annonces de relance fiscale et des mesures de soutien de la Fed, de la BoE, et de la BCE notamment. Face à l'envolée des rendements la BCE a d'ailleurs été contrainte d'annoncer un programme d'achats d'actifs de 750Mds€ supplémentaire. Ces mesures ont permis aux rendements de baisser en particulier dans les pays du sud de la Zone Euro pour revenir proche des niveaux observés en début de semaine.

## Actions

Cette semaine sur les marchés actions européens diffère des précédentes sur plusieurs aspects. D'une part, l'ampleur de la baisse hebdomadaire est moindre, s'établissant à -1,8% sur la semaine écoulée (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire) après -20% et -3% les deux semaines précédentes. D'autre part, des arbitrages se mettent en place en faveur des secteurs et des géographies les plus défensives.

En termes de performances sectorielles, la rotation sectorielle est marquée en faveur des secteurs les moins sensibles au cycle économique et en particulier le secteur des Services de communication qui s'apprécie de 7,7% sur la semaine. Le secteur de la Consommation non cyclique se démarque également à la hausse (+3,9% sur la semaine) ainsi que celui de la santé (+1,5%) et dans une moindre mesure des Services aux collectivités (+0,7%). Ces secteurs les plus défensifs face aux révisions baissières des perspectives de croissance économique affichent à présent les plus fortes surperformances depuis le début de l'année. A l'inverse, les secteurs de l'énergie, de l'industrie et de la finance affichent les moins bonnes performances sur la semaine comme depuis début 2020. Les écarts de performance sont marqués, allant de -17,1% depuis le début de l'année pour le secteur des Services aux collectivités à -47,3% pour le secteur de l'Energie.

En termes de performances géographiques, et dans le prolongement du mouvement en faveur des défensives, le marché actions suisse se démarque sur la semaine avec une hausse hebdomadaire de +3,4% (+3,1% en devises locales). Il s'inscrit dorénavant parmi les indices pays résistant le mieux sur 2020 (-16,3% et -18,8% en devises locales).

Enfin, la semaine est caractérisée par un repli marqué des petites et moyennes valeurs. L'indice MSCI EMU Small cap affiche en effet une baisse hebdomadaire de -6,5% (-33,6% depuis le début de l'année).

Le développement du coronavirus continue d'impacter les marchés asiatiques sur la semaine. Le Japon affiche la meilleure performance, la Banque Centrale ayant fortement augmenté ses achats d'ETF. Notons que le Japon est le seul pays en hausse dans la région. La Thaïlande surperforme en relatif également grâce à une batterie de nouvelles mesures de soutien économique. A l'inverse, l'Australie a fortement souffert sur la semaine de la chute du prix des matières premières et de la baisse des financières qui représentent un poids important de son indice. L'Indonésie accélère sa contreperformance, résultat d'un dollar fort, de sorties de capitaux, conséquence d'une économie principalement endettée en dollar.

Aux Etats Unis, le S&P 500 a une nouvelle fois fait l'objet d'une forte volatilité à mesure que le Coronavirus se propageait mondialement et alors que les investisseurs prenaient davantage conscience de l'impact potentiel des mesures de restriction et de confinements sur l'activité économique. Les décisions d'arrêts de productions de plusieurs groupes industriels ou automobiles et certaines difficultés de financement évoquées (à l'image de Boeing) ont nourri une forte aversion au risque avec une chute du S&P 500 de plus de 15% malgré les efforts déployés par les banques centrales et les gouvernements pour démontrer qu'ils mettaient tout en œuvre pour maintenir des conditions financières, budgétaires et fiscales pour soutenir leurs économies. Ces mesures se sont, entre autres, traduites par des possibilités de financement direct auprès de la FED pour de grandes entreprises non bancaires et par un relâchement des coussins contra-cyclique sur les banques. Si tous les secteurs affichent de fortes baisses sur la semaine, celui de l'énergie demeure le plus fragile suite à l'échec des négociations de l'OPEP, faisant planer le doute sur les capacités de survie de certains producteurs américains. Certains secteurs dits défensifs ont toutefois sous performé comme l'immobilier alors que le risque de récession se rapproche sérieusement, faisant redouter une augmentation de la vacance locative et du risque dans certaines catégories. Dans ce contexte, les valeurs de consommation (notamment de base) et de santé ont eu tendance à moins baisser. Des titres comme Amazon, Walmart, Baxter et Becton Dickinson ont en effet très bien résisté. On notera en outre qu'Accenture a publié des résultats solides et maintenu des prévisions optimistes démontrant sa capacité à répondre aux besoins de digitalisations des entreprises surtout dans le contexte actuel.

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

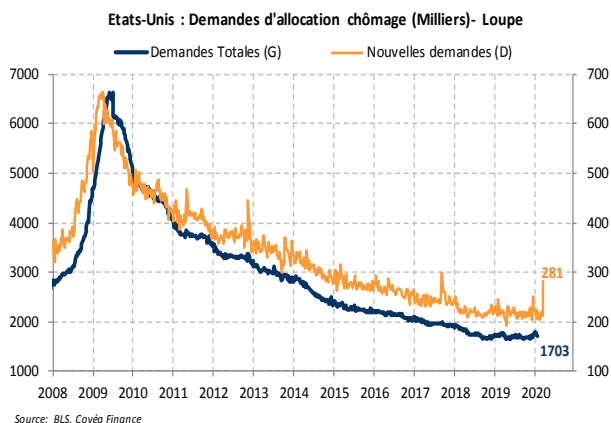
« La Réserve Fédérale annonce un soutien monétaire massif »

**Aux Etats-Unis, la dégradation de la situation économique et financière a poussé la Fed à déployer tout au long de la semaine une série de mesures visant à assurer un soutien monétaire massif.** Après le programme d'achat de titres de 700 Mds\$ annoncé le weekend dernier, les autorités monétaires ont mis en place 3 programmes successifs destinés à renforcer la liquidité sur les marchés : tout d'abord le programme CPFF (Commercial Paper Funding Facility) qui est une facilité de refinancement qui permettra à la Fed d'acheter directement de la dette privée court terme et ainsi tenter de favoriser la liquidité sur le marché du crédit. Dans la foulée, la Fed a annoncé la mise en place du PDCF (Primary Dealer Credit Facility) qui doit permettre aux Primary Dealers (Spécialistes en Valeur du Trésor américain) de soutenir le bon fonctionnement du marché. Le PDCF offrira un financement au jour le jour et à terme (jusqu'à 90 jours) par le biais de prêts aux Primary Dealers, collatéralisés par une large gamme d'instruments de dette de la catégorie investissement. Un troisième programme d'urgence a suivi, destiné cette fois à fournir des liquidités aux fonds monétaires, et les protéger contre d'éventuels retraits massifs. Le Money Market Mutual Funds Liquidity Facility (MMLF) consiste à accorder des prêts aux institutions financières qui peuvent ensuite acheter les actifs des fonds monétaires et les déposer en collatéral auprès de la Fed. Par ailleurs, en complément des

lignes de swaps annoncées le 15 mars avec 5 grandes banques centrales visant à apaiser les tensions sur la fourniture de liquidité en dollar, la Réserve fédérale a annoncé la mise en place de nouvelles lignes avec les autorités monétaires de 9 autres pays (Australie, Nouvelle Zélande, Brésil, Mexique, Corée du Sud, Singapour, Danemark, Norvège, Suède).

Sur le plan budgétaire, après la loi votée début mars finançant à hauteur de 8,3 Mds\$ un plan d'urgence pour lutter contre le coronavirus, le Sénat a voté ce mercredi une loi qui doit assurer la gratuité du test du virus et un congé maladie payé de 15 jours pour les personnes confrontées aux effets de l'épidémie (malade, garde...). **Le Congrès travaille désormais sur un troisième texte de loi qui viserait à soutenir massivement l'économie.**

Le plan de près de 1300 Mds\$ défendu par les Républicains n'a pour le moment pas été adopté par le Sénat. Les Démocrates se sont opposés au projet qu'ils estiment trop en faveur des entreprises et n'allant pas assez loin pour soutenir les personnes confrontées au chômage et à la perte de revenu. Un nouveau vote pourrait intervenir rapidement.



**Les premiers impacts de l'épidémie de Covid-19 sur le marché du travail américain ont été visibles dans les demandes hebdomadaires d'allocation chômage pour la semaine du 14 mars.** Les nouvelles demandes ont progressé de 70 000 sur la semaine, atteignant 281 000, contre une moyenne de 212000 depuis le début d'année. Les hausses ont été particulièrement marquées dans l'Etat de Washington et en Californie, zones particulièrement touchées par l'épidémie. La dégradation de la situation sanitaire laisse peu de doute sur la poursuite de la hausse des demandes d'allocation chômage dans les semaines à venir, signal d'un ralentissement de l'activité déjà amorcé eu égard aux annonces des grandes entreprises.

**Dans le secteur manufacturier, les premières publications d'indicateurs d'enquête pour le mois de mars confirment un impact très fort de l'épidémie sur l'activité.** L'indice Empire State Manufacturing de la Fed de New York s'est effondré, passant de 12,9 points en février à -21,5, tandis que celui de la Fed de Philadelphie passe de 36,7 à -12,7.

Face à l'aggravation de la crise sanitaire, les mesures de confinement se multiplient au niveau des Etats fédérés. L'Etat de New York et la Californie ont interdit toute activité qualifiée de *non essentielle*, tandis que des mesures de limitation des déplacements sont également appliquées par un nombre croissant d'Etat (Texas, Floride, Pennsylvanie, Illinois, Nevada...), rendant inéluctable une forte contraction de l'économie américaine.

# Suivi Macroéconomique

## Elections 2020

### Primaire démocrate

En dépit de l'épidémie de covid-19, la primaire démocrate s'est poursuivie le 17 mars dans 3 Etats (l'Arizona, la Floride et l'Illinois) tandis que le vote dans l'Ohio était reporté. Joe Biden a nettement remporté les 3 scrutins et consolide encore son avance sur son concurrent Bernie Sanders dont la candidature semble de moins en moins viable. Selon des résultats non définitifs, l'ancien Vice-Président obtiendrait 249 délégués contre 116 pour le Sénateur du Vermont. M. Biden totalise ainsi 1147 délégués, tandis que M. Sanders atteint 861. Pour emporter l'investiture, un minimum de 1991 délégués doit être franchi.

### A venir

- 24 mars : Géorgie (105 délégués)

## Europe

« Les mesures de soutien à l'économie se multiplient »

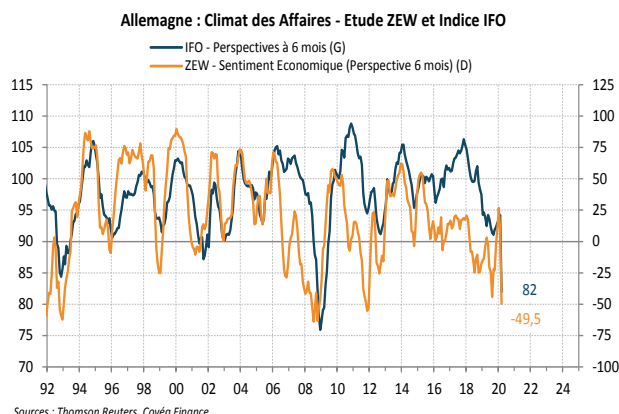
**Face à la propagation rapide de l'épidémie de Coronavirus qui a amené la plupart des pays à adopter des mesures de confinement strictes, les gouvernements de la Zone euro ont annoncé des programmes de soutien de grande ampleur pour les entreprises et les ménages.** Ces mesures, largement comparables d'un pays à l'autre, comprennent surtout (i) un accès facilité au chômage partiel ; (ii) des moratoires sur le paiement des impôts, des intérêts, des loyers et de certaines factures ; (iii) la facilitation des gardes d'enfant ; (iv) des soutiens aux services de santé et (v) d'autres subventions ciblées pour les entreprises et ménages les plus vulnérables. Ces mesures sont pour l'instant chiffrées à 45 Md€ en France (1,9 % du PIB), 25 Md€ en Italie (1,4 % du PIB), 17 Md€ en Espagne (1,4 % du PIB), 12 Md€ en Allemagne (0,4 % du PIB) et 37 Md€ à l'échelle de l'UE (0,3% du PIB). Afin de limiter les risques sur la trésorerie des entreprises, les gouvernements ont également adopté des mesures visant à garantir l'accès à la liquidité tel que d'importantes garanties publiques sur les prêts. **En cas de progression rapide de l'épidémie, de nouvelles mesures pourraient rapidement émerger.** La déclaration politique issue de la réunion d'urgence du conseil des ministres des finances de la Zone euro a, en effet, été très explicite sur le fait que les gouvernements étaient prêts à employer tous les outils disponibles pour faire face à la menace du virus, « *quoi qu'il en coûte* » (« whatever it takes »).

**À cette relance budgétaire de grande envergure s'ajoute un large assouplissement monétaire opéré en deux temps par la BCE.** Christine Lagarde avait annoncé une première série de mesure le 12 mars dernier avec (i) l'assouplissement des modalités de la troisième série d'opérations trimestrielles de refinancement de long terme ciblé (TLTRO III), (ii) la mise en place d'opérations de refinancement à plus long terme, (iii) une enveloppe temporaire de 120 Md€ consacrée à des achats nets d'actifs supplémentaires et (iv) un allègement temporaire des exigences de fonds propres et des contraintes opérationnelles. Toutefois, cette intervention a surtout été marquée par la communication de C. Lagarde qui a déclaré lors de la conférence de presse que le rôle de la BCE n'était pas de réduire les différentiels de taux souverains. Une déclaration qui s'est immédiatement répercutée à la hausse sur les taux italiens et a amené la BCE à réajuster sa communication.

**Dans la soirée du 18 mars, la BCE a annoncé une augmentation de ses achats d'actifs de 750 Md€ pour 2020 face à l'accélération de la propagation du virus dans le cadre d'un programme intitulé Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP).** Ce programme pourrait amener la taille de son bilan à un niveau représentant 50% du PIB de la Zone euro d'ici la fin de l'année. La dette grecque et les « papiers commerciaux » seront désormais des actifs éligibles à l'achat et la liste des collatéraux acceptés dans le cadre des opérations de refinancement sera étendue aux prêts au secteur privé. Si la BCE a annoncé qu'elle sera flexible dans la répartition de ses achats entre les pays et les classes d'actifs – se donnant ainsi la possibilité d'influer indirectement sur les taux souverains, elle précise que ces achats se feront dans le respect de la clé de répartition du capital de la BCE par chaque pays. La BCE ajoute néanmoins que ces limites sont auto-imposées et qu'elle pourra les modifier pour mener à bien son mandat.

**Des premières données d'enquêtes indiquent un ralentissement violent de l'activité en Allemagne sur le mois de mars.** L'indicateur ZEW, portant sur la perception des analystes financiers quant aux perspectives à six mois, recule de 59 points pour atteindre -49,5 sur le mois de mars. Il se rapproche ainsi des plus bas des crises précédentes. La perception de la situation économique présente enregistre une dynamique similaire, sans toutefois atteindre les plus bas de la crise. Les indices correspondants de la Zone euro connaissent des évolutions similaires et préfigurent les prochains indicateurs de confiance (PMI et indicateur de sentiment économiques). Ces derniers, qui seront publiés cette semaine, devraient, sans

# Suivi Macroéconomique



surprise, se dégrader très significativement. **L'institut IFO a également publié les résultats préliminaires de son enquête auprès des entrepreneurs allemands pour le mois de mars.** L'indicateur IFO de climat des affaires enregistre son plus fort recul depuis 1991 et atteint son niveau le plus bas depuis août 2009. Les anticipations des entreprises quant à la situation future atteignent par ailleurs leur plus bas niveau historique. La dégradation concerne l'ensemble des secteurs. Le secteur de la construction demeure toutefois relativement mieux orienté. L'institut IFO s'est également risqué à faire des prévisions de croissance pour l'Allemagne avec deux scénarios. Dans le scénario le plus favorable, l'institut anticipe une contraction de 1,5% sur l'année avec un recul de 4,5% sur le deuxième trimestre. En revanche, dans un second scénario, dans lequel les mesures de confinements seraient plus importantes, la croissance pourrait reculer de 6% sur l'année.

D'autres données économiques ont été publiées cette semaine sur les mois de janvier et février (avant la propagation massive du Covid-19 en Europe). **L'inflation publiée ralentit à 1,2% en Zone euro** sur le mois de février (-0,2pp sur un mois) avec une contribution légèrement négative des prix de l'énergie. L'inflation a surtout été faible en Italie (0,2%) et en Espagne (0,9%) alors que la France (1,6%) et l'Allemagne (1,7%) affichent une progression des prix relativement plus rapide. Les exportations de biens de la Zone euro vers le reste du monde en janvier 2020 étaient de 196,9 Md€ (corrigées des variations saisonnières), soit une hausse de 0,1% par rapport à janvier 2019. Les importations en provenance du reste du monde se sont élevées à 179,5 Md€, soit une hausse de 0,2 % par rapport à janvier 2019. En conséquence, **la zone euro a enregistré un excédent de 17,3 Md€ en janvier 2020**, soit une baisse par rapport à décembre 2019 (21,5 Md€).

**Au Royaume-Uni, les autorités budgétaires et monétaires ont, en étroite coordination, mis en place de nouvelles mesures de soutien à l'économie.** Au niveau budgétaire, le 17 mars, le gouvernement britannique a annoncé de nouvelles mesures pour un montant de 20 milliards de sterling. Ces dépenses s'ajoutent aux 30 mds£ annoncées le 11 mars, soit un total de 50 mds£ (environ 2,1% du PIB). Elles visent, entre autre, à soutenir les PME via des subventions, ou des réductions d'imposition, en particulier dans les services de restauration et de tourisme. Par ailleurs, le gouvernement offrira la garantie de l'Etat sur les prêts aux entreprises. Cette garantie représente 330 milliards de livres (15% du PIB), une somme qui pourra être augmentée si besoin. Le 20 mars, le gouvernement a annoncé des dépenses supplémentaires qui, bien que n'ayant pas été officiellement chiffrées, pourraient représenter 40 mds£. Du côté de la politique monétaire, en partenariat avec la Banque d'Angleterre, le gouvernement britannique a annoncé une nouvelle facilité de financement à destination des entreprises (Covid Corporate Financing Facility (CCFF)). La Banque d'Angleterre (BoE) achètera des titres de dette privée à maturité courte (jusqu'à un an), en ciblant les entreprises « contribuant matériellement à l'économie britannique ». Ce programme durera 12 mois au moins. Cette facilité offrira aux entreprises un financement sur la base des conditions qui prévalaient avant l'épidémie. Cette mesure s'ajoute au programme de financement de long terme (Term Funding Scheme) mis en place la semaine dernière par la BoE, ainsi qu'à la réduction des coussins contracycliques prudentiels des banques. Enfin, le 19 mars, la BoE a baissé une nouvelle fois son taux directeur de 0,15 points de base à 0,1%, un plus bas historique. Pour rappel, la BoE exclut, pour l'instant, le passage de son taux directeur en territoire négatif. Il s'agit donc du taux plancher. La Banque d'Angleterre a également annoncé une augmentation de son programme d'achat d'actifs. Jusqu'alors, la Banque d'Angleterre maintenait son stock d'actif à 435 mds£ (425 mds£ d'obligations souveraines et 10 mds£ de titres d'entreprises). La BoE a augmenté son programme d'achat de 200 mds£, soit un total de 635 mds£. Elle n'a toutefois pas fourni de détails quant à la répartition de ces achats. Enfin, le comité de politique monétaire a voté pour un « élargissement » du Term Funding Scheme, le programme de financement annoncé le 11 mars.

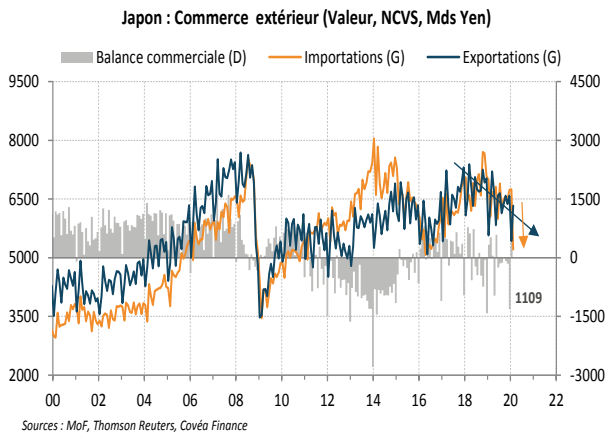
## Asie et autres pays émergents

« De possibles annonces de mesures de soutien à l'activité sont attendues en Chine »

**Au Japon**, les mesures budgétaires et monétaires se multiplient pour soutenir l'activité. Le premier ministre Yasutoshi Nishimura a déclaré considérer une baisse de la fiscalité. Le Japon envisagerait également une distribution de liquidité à sa population à hauteur de \$112 par personne. De son côté, la Banque du Japon, dans un mouvement non prévu, a acheté 300 Mds de Yen supplémentaires d'obligations du gouvernement japonais (JGB's).

Du côté des publications statistiques, les données du commerce extérieur japonais pour le mois de février ont illustré une violente baisse des importations japonaises, un recul annuel de près de 14%, reflet des mesures de confinement et de la

# Suivi Macroéconomique



rupture de la chaîne d’approvisionnement avec son voisin chinois. Les importations en provenance de Chine et de Hong Kong reculent de 47%. De nombreux produits sont touchés, avec des baisses particulièrement marquées sur les téléphones (-48,6%), les vêtements (-37%), les appareils audio et vidéos (-29,8%) ou encore les composants d’ordinateur (-38,9%). Sur le plan domestique, l’inflation a peu évolué sur le mois en février, les prix à la consommation sont en faible progression annuelle de 0,4%, en ralentissement depuis maintenant 2 mois.

**En Chine,** de possibles annonces de mesures de soutien à l’activité sont attendues sur des montants proches de 2800 Mds de Yuan (394Mds\$), alors que la Banque Centrale a privilégié de son côté le statu quo sur deux de ses taux directeurs (Loan prime rate à 1 an et 5 ans).



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.