

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

04 mai 2020

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Un trimestre de décollecte record des investisseurs européens.

L'étude des flux des OPC et ETF de droit européen sur le premier trimestre fait apparaître une décollecte historique sur le mois de mars avec près de 243Mds€ de rachats hors monétaire. On notera que la seule catégorie à avoir collecté en mars est celle des matières premières avec un flux acheteur de 2,5Mds€. Le bilan trimestriel est donc bien sombre pour les acteurs de la gestion collective.

Sommaire

Suivi des marchés p2

Marchés obligataires
Marchés actions

Suivi macroéconomique p3

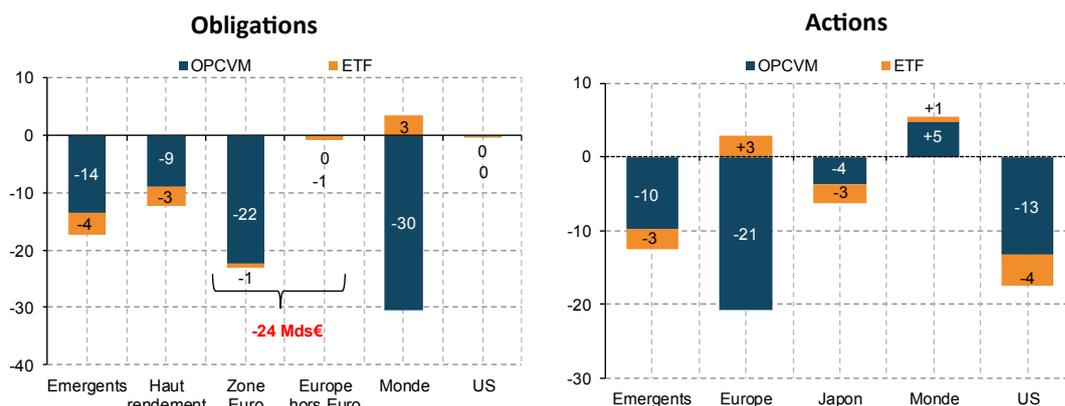
Etats-Unis
Europe
Asie

Sur les actifs de taux, la collecte est négative de -81Mds€ sur les 3 premiers mois de l'année. C'est à comparer à une décollecte aux Etats-Unis (présentée dans notre suivi hebdomadaire de la semaine dernière) de -182Mds\$. Les ventes les plus fortes ont touché les supports investis sur les obligations « monde » (-27Mds€) et européennes (-24Mds€). Les taux émergents et haut rendement enregistrent également des rachats pour des montants respectifs de 18Mds€ et 12Mds€ sur le trimestre après une collecte de 40Mds€ et 19Mds€ en 2019.

Sur les véhicules d'investissement actions, la décollecte de mars (-59Mds€) porte à -49Mds€ l'état des lieux trimestriel après une collecte nulle en 2019. Seuls les fonds « monde » enregistrent des souscriptions nettes (+6Mds€). Ils représentent comme aux Etats-Unis (vu la semaine dernière avec un flux trimestriel acheteur de 33Mds\$) les uniques véhicules privilégiés par les investisseurs et les plus diversifiés. L'Europe est la zone géographique la plus fortement vendue sur cette première partie de l'année à raison de -18Mds€, suivie des actions américaines (-17Mds€), émergentes (-13Mds€) et japonaises (-7Mds€).

On notera la prédominance des OPC sur les ETF dans ce mouvement de sorties des marchés. Un phénomène qui accentue davantage la part de la gestion passive et indicielle dans l'emprise sur les encours gérés restants.

Flux nets de souscriptions sur les OPC et ETF de droit européen au T1 2020 (Mds€)



Sources : Morningstar, Pôle Multigestion Covéa Finance

Suivi des Marchés

Obligataires

La semaine a été marquée par les réunions de la Fed et de la BCE. La Fed n'a pas délivré d'éléments nouveaux (pas de modification des programmes d'achats ni d'indication prospective sur les taux). J. Powell a cependant reconnu que la Fed était prête à faire davantage en cas de besoin et la Banque Centrale a de nouveau annoncé une réduction de ses achats quotidiens de Treasuries (de 10 à 8 Md\$). Dans ce contexte, le taux à 10 américain augmente de 4pbs à 0,64%. Du côté européen, la BCE a annoncé un assouplissement des conditions du TLTRO 3, en prêtant à des taux pouvant aller jusqu'à -1% (taux de dépôt BCE -0.50%) entre juin 2020 et juin 2021. La BCE a également mis en place un nouveau dispositif temporaire de financement à long terme, le PELTRO (pandemic emergency longer-term operation), à travers 7 opérations mensuelles conduites à partir du 19 mai au taux de -0.25%. Au global, les taux européens ont terminé la semaine en forte baisse (-14pbs à -0.11% en France et -27pbs à 1,76% en Italie pour les taux à 10 ans).

Actions

Dans un contexte de volatilité élevée, les marchés actions européens rebondissent de 4,2% sur la semaine et de 10,1% sur le mois d'avril. Néanmoins, le MSCI EMU (indice Union Economique et Monétaire européenne) reste en repli de 20,6% depuis le début de l'année alors même que les publications des sociétés font état d'un repli sensible d'activité au premier trimestre et annoncent une détérioration supplémentaire de leur activité pour le second trimestre.

Malgré un rebond hebdomadaire de 8,3%, le secteur de la Finance signe la plus forte baisse sectorielle depuis le début de l'année (-35% sur 2020). Dans un contexte de révision baissière des indicateurs de croissance économique, les secteurs les plus moins sensibles au cycle économique surperforment sur 2020. A ce titre, le secteur de la Santé affiche la meilleure résistance sectorielle depuis le début de l'année (-3,2%) . Les trois valeurs de santé Sartorius, BioMérieux et Qiagen figurent parmi les meilleures performances de l'indice MSCI EMU avec des progressions comprises entre 25 et 48% depuis le début de l'année.

Les petites et moyennes capitalisations affichent des performances sensiblement comparables aux plus grosses valeurs (MSCI EMU Small Cap en repli de 20,2% en Euro depuis le début de l'année). En terme de performance pays, les indices du Danemark et de la Suisse affichent les meilleures performances depuis le début de l'année du fait de leur sensibilité à l'industrie pharmaceutique (respectivement +1,9% et -6,9% depuis le début de l'année).

Aux Etats Unis, le S&P 500 termine la semaine proche de l'équilibre. Après des séances de hausse marquées par des résultats d'entreprises vigoureux chez les géants de la technologie, l'indice a recheté vendredi suite aux propos de Donald Trump à l'égard de la Chine. Malgré des données macroéconomiques très dégradées, les secteurs cycliques ont surperformé. On note ainsi un rebond de l'Énergie, des matériaux et des financières. Les services de communication progressent également assez fortement, bénéficiant des publications de résultats d'Alphabet et de Facebook dont les revenus publicitaires résistent. A l'inverse, les secteurs défensifs (services aux collectivités, santé et consommation de base) sous performent, de même que la consommation discrétionnaire qui souffre de la publication des résultats d'Amazon. Malgré des ventes en forte hausse, le groupe voit sa capacité bénéficiaire lourdement impactée par les perturbations liées aux Covid-19. Plus de la moitié des entreprises du S&P500 ont publié leurs résultats qui ressortent, en moyenne, en baisse de 13,7% sur un an et les messages envoyés par leurs dirigeants laissent entrevoir un second trimestre difficile.

Les nouvelles américaines de la semaine, comme une réouverture de près de la moitié de l'économie américaine, un soutien à l'économie réitéré par le Président de la Fed (Jerome POWELL), un espoir sur le médicament remdesivir de Gilead dans le traitement du Covid-19, la baisse de production de pétrole dans plusieurs pays non OPEP+ pour contribuer à la stabilisation du prix et la publication des bons résultats de certaines valeurs technologiques américaines (Alphabet...) ont déclenché une hausse générale des marchés de l'Asie du Pacifique.

Sur la semaine, l'Inde est le marché le plus performant soutenu par les bonnes performances des valeurs informatiques fortement liées à l'économie américaine. Ces mouvements de la technologie américaine alimentent aussi la hausse du marché taiwanais et de la Corée, spécialement sur le segment de la mémoire.

Quant au Japon, le marché monte avec l'annonce de la Banque du Japon de quadrupler sa limite d'achat de dettes d'entreprise à 20 000 milliards de yens et de supprimer sa limite de 80 000 milliards de yens sur les achats annuels d'obligations d'État.

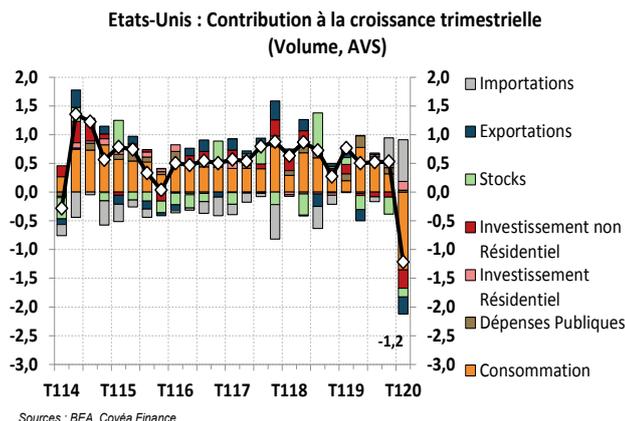
Finalement sur l'Australie, un des rares marchés ouverts le vendredi 1er mai, la hausse de ce marché sur les 4 premiers jours de la semaine sur les achats des valeurs de consommation cyclique, de technologie et de l'industrie a été effacé par la déclaration du Président TRUMP le 1er mai de vouloir imposer les tarifs douaniers sur les produits chinois.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Forte contraction du PIB américain au premier trimestre 2020 »

Aux États-Unis, l'impact de la crise du covid-19 (qui a touché de plein fouet le pays à partir de la mi-mars) a été significatif sur la croissance dès le 1^{er} trimestre. Le Produit Intérieur Brut s'est contracté en première estimation de 1,2% en glissement trimestriel, soit la plus forte baisse depuis le premier trimestre 2009. La consommation enregistre une très forte détérioration avec un repli de 1,9% sur le trimestre, sous l'effet d'une contraction marquée des dépenses en biens durables (-4,3%) et en services (-2,7%). Les biens non durables, qui comprennent l'alimentaire, restent par contre en progression (+1,7%). Corollaire de la chute de la demande, les importations se contractent de 4,1%, tandis que les exportations faiblissent de 2,2%. Il en résulte une amélioration tangible du déficit de la balance des biens et services (-817 Mds\$ contre -900 Mds\$ au premier trimestre (T1)). Du côté des entreprises, la situation est tout aussi dégradée. L'investissement non résidentiel enregistre un 4^{ème} trimestre consécutif de repli, mais l'ampleur de la contraction s'aggrave sensiblement (-2,2% après -0,6% au T1). Le recul concerne à la fois les dépenses d'infrastructures et d'équipements (-2,5% et -4% respectivement). Les dépenses liées à la propriété intellectuelle (R&D, logiciels...) ne progressent que de 0,1% sur le trimestre. L'investissement résidentiel s'inscrit encore en progression au T1 (+4,9%) mais les données de ventes immobilières du mois de mars et la forte hausse des incertitudes en lien avec la dégradation du marché du travail laissent présager une détérioration au T2. En rythme annuel, la croissance américaine s'établit à 0,3% après 2,3% au premier trimestre, un rythme amené à s'infléchir davantage dans les trimestres à venir.



Concernant les données d'enquête, **l'indicateur ISM manufacturier s'est établi à 41,5 en avril après 49,1 en mars, le plus bas niveau depuis avril 2009.** Le recul a été atténué par la composante « délai de livraison », en forte hausse (76 après 65). Une progression de cette composante est habituellement signe d'une demande sous tension, mais actuellement, elle reflète plutôt les difficultés de la chaîne de production dans le contexte de fermeture partielle de l'économie liée au covid-19. Les autres sous-composantes sont en forte détérioration et suggèrent une contraction massive de l'activité : nouvelles commandes à 27,1, production et emploi à 27,5.

Sur le marché du travail, les nouvelles demandes d'allocation chômage ont reflué à 3,869 millions la semaine du 25 avril (contre 4,427 la semaine précédente), ce qui constitue un niveau absolu toujours très élevé et témoigne de la très forte dégradation du marché du travail.

Du côté de la FED, **le FOMC (comité de politique monétaire) a décidé à l'unanimité de laisser sa politique monétaire inchangée lors de sa réunion du 29 avril.** Le communiqué réaffirme que les taux resteront bas « jusqu'à ce que le comité soit convaincu que l'économie a résisté aux événements récents ». Les banquiers centraux américains jugent que la crise sanitaire pèsera lourdement sur l'activité, l'emploi et l'inflation à court terme et fait peser des risques considérables sur les perspectives de l'économie américaine à moyen terme. Au sujet de ces risques, M. Powell a précisé pendant la conférence de presse qu'il ne s'attendait pas un rebond rapide de l'activité et que les pressions seraient baissières sur l'inflation. Par ailleurs, la Fed a ajusté la semaine dernière quelques dispositifs de financement récemment annoncés. Ainsi les critères d'éligibilité pour participer à son programme de soutien aux collectivités territoriales (*Municipal Lending Facility*, MLF), qui prévoit jusqu'à 500 Mds\$ d'achat de titres court terme sur le marché primaire émis par les Etats, comtés et municipalités, ont été élargis : le seuil de population minimale pour accéder au dispositif passe à au moins 500 000 pour les comtés et 250 000 pour les municipalités, contre 2 millions et 1 million respectivement dans le format initial annoncé le 9 avril. Le nombre d'émetteurs éligibles passerait ainsi d'environ 75 entités à plus de 260. Par ailleurs, les titres achetés auront une maturité résiduelle de 3 ans maximum, contre 2 ans précédemment. La Fed a également assoupli les conditions d'accès à son dispositif de soutien au financement des PME (*Main Street Lending Program*, MSLP) qui doit prochainement entrer en action. Au travers de ce programme, la Fed rachètera des prêts octroyés par des institutions financières à des entreprises éligibles. Celles-ci devront finalement présenter un maximum de 15 000 employés ou 5 Mds\$ de chiffre d'affaires en 2019, contre 10 000 employés ou 2,5 Mds\$ auparavant. Les modalités des prêts sont aussi assouplies. Le montant minimum des prêts accordés dans le cadre du *Main Street New Loan Facility* (MSNLF), qui cible le marché des nouveaux prêts, est abaissé à 500 000\$ (contre 1 m\$ auparavant).

Suivi Macroéconomique

Europe

« La BCE assouplit encore davantage ses opérations de refinancement »

À l'occasion de la conférence de presse du 30 avril de la BCE, Christine Lagarde a présenté une série de nouvelles mesures monétaires mises en place face à l'épidémie de Covid-19 et aux risques de liquidité qu'elle fait peser sur l'économie : (i) Le taux d'intérêt appliqué à toutes les opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) est réduit de 25 points de base, à -0,50%, de juin 2020 à juin 2021. Pour les banques atteignant le seuil de performance de 0% en matière d'octroi de prêts (un seuil de production de prêt qui permet aux banques de bénéficier d'un taux préférentiel sur les opérations de refinancement), le taux d'intérêt pourra être aussi bas que -1%, (ii) Une nouvelle série d'opérations de refinancement à plus long terme non ciblées d'urgence face à la pandémie (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO) a été annoncée pour renforcer davantage les conditions de liquidité. Les opérations PELTRO consisteront en sept opérations de refinancement supplémentaires, qui seront menées à partir de mai 2020 et qui arriveront à échéance progressivement entre juillet et septembre 2021, ce qui correspond à la durée des mesures d'assouplissement des garanties. Elles seront effectuées via des procédures d'appel d'offres à taux fixe, la totalité des soumissions étant servies, à un taux d'intérêt inférieur de 25 points de base au taux moyen des opérations principales de refinancement sur la durée de chaque opération PELTRO. Ces opérations fourniront un financement à long terme aux contreparties avec des durées décroissantes, débutant par une durée de 16 mois pour la première opération pour s'achever par une durée de 8 mois pour la dernière.

Christine Lagarde a par ailleurs signalé que le conseil des gouverneurs était prêt à aller plus loin si nécessaire. En particulier, la taille de son programme d'achat d'urgence pandémique (PEPP) pourrait être revue à la hausse (750 Md€ pour l'instant) et sa composition pourrait également être modifiée. Le conseil reste « prêt à ajuster l'ensemble de ses instruments, de façon adéquate, pour assurer le rapprochement durable de l'inflation par rapport à son objectif, conformément à son engagement en faveur de la symétrie ». Concernant l'OMT (*Outright Monetary Transactions*) – une mesure conditionnée à la mise en place d'un prêt via le mécanisme européen de stabilité (MES) et permettant à la BCE d'intervenir sans restriction sur le marché obligataire à courte maturité (1 à 3 ans) d'un pays – C. Lagarde a considéré que, si cet instrument reste dans la « boîte à outils » de la BCE, il a été conçu pour répondre à d'autres préoccupations en vigueur lors de sa création en 2012 et qu'il ne serait pas aussi approprié pour répondre à la crise actuelle que l'est le PEPP qui a été spécifiquement conçu pour y faire face.

Les données publiées cette semaine illustrent l'ampleur exceptionnelle du choc économique qui secoue actuellement l'Europe. En Zone euro, le PIB s'est ainsi replié de 3,8% au premier trimestre par rapport au trimestre précédent selon l'estimation préliminaire. Il s'agit de sa plus forte baisse depuis le début de la série en 1995. Sur l'année, la croissance du PIB atteint -3,3%. Le détail n'est pas encore connu mais les publications nationales décrivent un recul généralisé. L'activité a chuté de 5,8% sur le trimestre en France, de 4,7% en Italie et de 5,2% en Espagne. Dans ces pays, les effets des mesures de confinement se reflètent très nettement dans la décomposition par secteur de la production. Les services marchands (hôtellerie et restauration notamment) ainsi que le secteur de la construction voient ainsi leurs activités s'effondrer. Cette chute historique de l'activité s'est concentrée sur les 15 derniers jours du mois de mars. Au deuxième trimestre, avec déjà un mois de confinement, l'ampleur du choc devrait donc être encore plus importante. En France, l'INSEE estime ainsi qu'un mois de confinement retire 3% à la croissance annuelle du PIB. Les premiers indicateurs de confiance publiés pour le mois d'avril enregistrent par ailleurs un recul historique.

Cette mise à l'arrêt de l'économie s'est aussi reflétée sur le marché du travail. L'augmentation du taux de chômage reste limitée à ce stade à l'échelle de la Zone euro, où ce dernier ne progresse que de 0,1 point à 7,4% en mars 2020. Par pays, le taux de chômage atteint 3,5% (+0,1 point) en Allemagne, 8,4% (+0,5) en France, 8,4% en Italie (-0,9 point) et 14,5% (+0,9) en Espagne. Ces chiffres illustrent des dynamiques très différentes entre les pays. Ainsi, en Allemagne et en France, la faible progression du taux de chômage peut s'expliquer, pour partie, par un recours accru au chômage partiel. En Espagne, la forte dualité du marché du travail, avec de nombreux contrats intermédiaires, a pu conduire à une hausse plus rapide du nombre de chômeurs. Enfin, en Italie, une forte hausse du nombre de personnes inactives (« *ne cherchant pas activement un emploi* ») explique la baisse, en trompe-l'œil du taux de chômage. Cet élément a par ailleurs pu jouer dans les autres pays de la Zone, où les mesures de confinement ont pu décourager de nombreux chercheurs d'emploi.

Les résultats de l'enquête trimestrielle de la BCE auprès des banques pour le premier trimestre 2020 illustrent les effets des mesures inédites de soutien aux entreprises prises par les autorités budgétaires. La BCE relève une nette augmentation de la demande de crédits de la part des entreprises sur le premier trimestre. Cette hausse reflète principalement les besoins de trésorerie des entreprises. En effet, la BCE note un recul des prêts destinés à financer des investissements. Les conditions d'octroi des crédits auprès des entreprises ne se durcissent que légèrement, bien moins que lors des précédents épisodes de crise. Les banques anticipent par ailleurs un assouplissement lors du prochain trimestre. Du côté des crédits aux ménages, le constat est tout autre. Les banques décrivent ainsi un net affaiblissement de la demande et un durcissement des

Suivi Macroéconomique

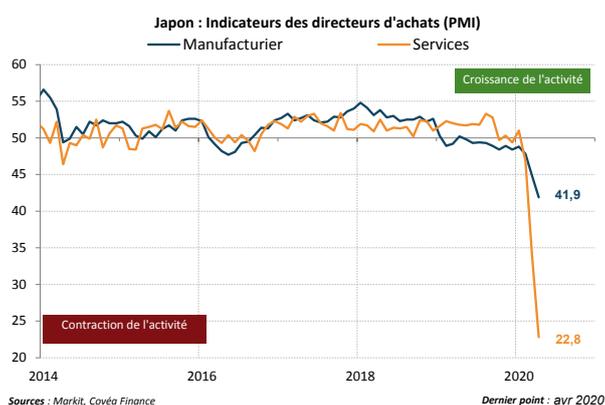
conditions d'octroi. Les données de crédits publiées pour le mois de mars confirment ce constat. Ainsi, la croissance annuelle des crédits au secteur privé passe de 3,5% à 4,7%. Cette augmentation se concentre sur les crédits aux entreprises, dont la croissance passe de 2,4% à 4,8%. En revanche, les crédits aux ménages décélèrent, avec un taux de croissance à 3,3% (contre 3,9% en février).

Du côté des prix, l'inflation décélère au mois d'avril et atteint 0,4%, contre 0,7% le mois précédent selon l'estimation préliminaire. Le recul s'explique principalement par la dynamique des prix de l'énergie (-9,6%), qui tire l'inflation à la baisse. En revanche, les prix de l'alimentation s'inscrivent en hausse. L'inflation dite sous-jacente passe pour sa part de 1,0% à 0,9%. Les instituts statistiques nationaux alertent toutefois sur la qualité des données dans la mesure où une partie des prix (forfaits touristiques notamment) n'a pas pu être mesurée correctement.

Enfin, l'Espagne et la France ont précisé cette semaine les modalités du déconfinement. Les deux pays procéderont, à partir du 9 et 11 mai respectivement, à un déconfinement progressif en plusieurs étapes. Il est à noter que les secteurs de l'hôtellerie et de la restauration resteront toutefois encore largement perturbés.

Asie et autres émergents

« Le climat des affaires en Chine est pénalisé par la faiblesse de la demande mondiale »



En Chine, le climat des affaires s'est dégradé en avril sur fond de faiblesse accentuée des commandes à l'exportation, selon l'institut Markit. L'indice PMI de confiance des directeurs d'achat a reculé de 50,1 à 49,4 points en avril, relayant un signal de contraction d'activité sur le mois, handicapé par l'affaiblissement de la demande mondiale illustrée par la forte baisse du sous-indice des commandes à l'exportation à un niveau de 33,7 points.

Au Japon, le climat des affaires du secteur manufacturier continue lui de s'affaïssir pour atteindre 41,9 points en avril en deuxième estimation (indice PMI Jibun Bank), illustrant les attentes d'accroissement de la baisse d'activité sur les prochains mois par les directeurs d'achat locaux.

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.