

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

03 août 2020

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Compression de dividendes

 [Écoutez le podcast](#)

Sommaire

Suivi des marchés p2
 Marchés obligataires
 Marchés actions

Suivi macroéconomique p3
 Etats-Unis
 Europe
 Asie

Les dividendes constituent, au-delà des gains hypothétiques en capital, l'essentiel des revenus sur le long terme d'un portefeuille investi en valeurs mobilières. Cet «effet dividende» se mesure d'ailleurs très bien en comparant les trajectoires des indices boursiers capitalisés avec ou sans dividendes... Or, les dividendes des principaux marchés s'effondrent cette année. A titre d'exemple, ceux de l'Euro Stoxx (300 valeurs) doivent baisser en 2020 de 30% : les revenus distribués par les entreprises cotées passent ainsi de 145Mds€ à près de 102 Mds€. Autant de produits financiers qui manqueront aux actionnaires, au milieu de la crise sanitaire de 2020. Mais autant de réserves qui demeureront dans les fonds propres des entreprises au titre de l'exercice 2019.

On notera que la distribution de dividendes d'une année sur l'autre était jusqu'alors beaucoup plus régulière que la variation des bénéfices, les entreprises pouvant ajuster leur taux de distribution ou ponctionner dans leurs réserves. Certes, certains secteurs plus ou moins régulés ou à l'actionnariat public important ont dû ou ont devancé un « appel à la raison » en annulant ou limitant leur distribution au moment où l'aide de l'Etat devenait indispensable. D'autres secteurs ont simplement ajusté leur politique de versement en anticipation d'une conjoncture très dépréciée sur les années à-venir.

C'est donc une quarantaine de milliards d'euros en moins sur l'exercice fiscal 2019 qui ne sont pas distribués cette année et abaissent le taux de rendement du marché de la zone euro de 3.20% à 2.30%. Un fait bien particulier : lors de la crise de 2008-2009, les masses distribuées avaient été diminuées d'une proportion semblable (-28%), mais cette baisse s'expliquait essentiellement par la coupe des dividendes des valeurs financières. Ainsi, la baisse des dividendes de l'Euro Stoxx hors financières était seulement de -4.7% en 2009 à comparer à -21.5% aujourd'hui!

On peut donc s'interroger sur cet ajustement significatif des dividendes et se souvenir qu'un certain nombre de distributions a été financé par emprunt bancaire. Une situation qui n'est plus tenable au regard de la propension actuelle des banques à prêter.

La baisse du taux de rendement des dividendes s'inscrit dans un moment de ralentissement de création de richesse. En termes d'allocation d'actifs, elle se trouve « relativement » compensée par la poursuite de la baisse des taux d'intérêt sur les autres classes d'instruments obligataires.

Focus de la semaine

Rendement de l'Euro Stoxx (%)



Source : Covéa Finance, Bloomberg

«Une baisse des dividendes qui touche tous les secteurs »

Suivi des Marchés

Obligataires

Sur la semaine, les rendements sont globalement en baisse. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans américain recule de 6 points de base (pbs) à 0,53% et revient sur les points bas historiques touchés en mars dernier. Sur la partie courte de la courbe, le taux à 2 ans baisse de l'ordre de 4pbs à 0,11% et se situe également sur un plus bas historique. Du côté du marché monétaire américain, l'écart entre le taux Libor et le taux OIS à 3 mois reste stable à 19pbs (contre plus de 130pbs en avril dernier). En Zone Euro, les rendements baissent également en particulier dans les pays cœurs. Les taux à 10 ans reculent de 8pbs à -0,53% en Allemagne contre 1pb à 0,34% en Espagne. Le taux allemand à 10 ans casse ainsi son intervalle de fluctuation [-0,50% ; -0,40%] dans lequel il évoluait depuis juin. A noter que l'Italie fait figure d'exception avec un taux à 10 ans en hausse de 2pbs sur la semaine à 1,01%. Enfin, sur le marché monétaire de la Zone Euro, l'écart est nul entre le Libor 3 mois et le Swap Eonia 3M (il était de l'ordre de 0,30% en avril dernier).

Actions

Les marchés actions européens baissent à nouveau sur la semaine. Un repli de 3,8% (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne) qui s'est dessiné sur les deux derniers jours de bourse et tiré par les secteurs de la finance (-7,3%) et de l'énergie (-6,6%). Ces deux secteurs affichent d'ailleurs de loin les plus mauvaises performances depuis le début de l'année (respectivement -31,5% et -35,7%). Pour le reste des performances hebdomadaires, ce sont les secteurs dits défensifs qui tirent leur épingle du jeu à savoir l'immobilier (+0,1%), la consommation non cyclique (-1,3%) ou encore les services aux collectivités (-1,9%). La saison de publication de résultats du deuxième trimestre se poursuit et amène avec elle son lot de volatilité sur les titres qui rassurent, à l'image de Nokia (+9%) et Suez Environnement (+9%), ou déçoivent, à l'image de Renault (-20,5%). Notons que depuis le début de l'année 4 des 5 meilleures performances individuelles du MSCI EMU sont à mettre au crédit de valeurs du secteur de la Santé. Enfin, en termes géographiques, le Danemark (-1,4%) poursuit son bon parcours depuis le début de l'année et affiche désormais une progression de 13,3% en devise locale, c'est la seule performance positive en Europe en 2020.

La semaine américaine fut marquée par de nombreuses publications de résultats, dont notamment celles des GAFAs qui ont toutes été meilleures que prévues. Pour référence, Amazon a publié un chiffre d'affaires en hausse de 40%, couplé à un bénéfice net qui a doublé. Apple et Facebook ont également affichés des ventes en hausse de 11% sur un an. A noter que les 4 dirigeants de ces sociétés ont été appelés à témoigner mercredi dernier devant le Parlement américain dans le cadre de l'enquête antitrust menée par l'autorité de la concurrence. Les Pdg des GAFAs ont été mis sous pression par le président démocrate du sous-comité sur la concurrence D. Cicilline dénonçant « les pratiques utilisées par ces entreprises [...] qui découragent l'entrepreneuriat, détruisent des emplois, augmentent les coûts et dégradent la qualité. Elles ont trop de pouvoir ». En dehors des valeurs technologiques, plutôt épargnées par la crise économique, les valeurs industrielles affichent de fortes contractions des ventes : Caterpillar a publié une baisse de 30% de ses ventes ce semestre, et anticipe désormais une baisse de 20% de son chiffre d'affaires pour le reste de l'année. De son côté, Boeing a annoncé une baisse du rythme de production pour plusieurs de ses modèles d'avions, n'augurant d'une reprise forte de la dynamique de la production industrielle.

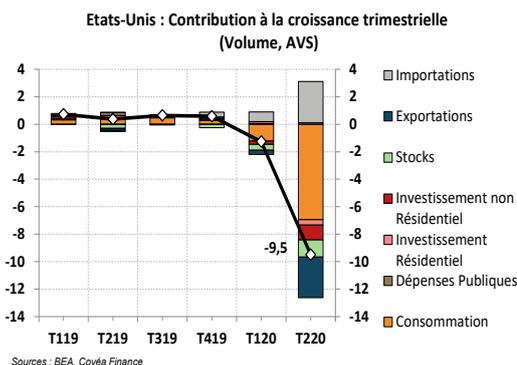
Sur la semaine, les marchés asiatiques ont évolué de façon contrastée, dans un contexte où toutes les devises asiatiques se sont affaiblies par rapport à l'euro. Les marchés Taiwanais et Coréen bénéficient des performances de leurs géants technologiques, respectivement TSMC et Samsung, et en profitent pour retrouver des niveaux records pour l'année. Le marché Chinois continue d'être soutenu par les bons chiffres macroéconomiques, tandis que Hong Kong est pénalisé par l'incertitude liée à la fin du statut spécial. Le marché Japonais enregistre la plus forte baisse de la zone Asiatique, la crainte d'une deuxième vague du virus et à la publication des résultats trimestriels décevants, notamment au sein de la sphère industrielle, ont entraîné d'importantes prises de profits. Pour des raisons diverses, les autres marchés Asiatiques ont également connu des orientations baissières : craintes sur le système financier en Inde, chute du tourisme et risque sur la croissance en Thaïlande et à Singapour.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le PIB américain a enregistré au T2 2020 sa plus forte contraction depuis 1946 »

Aux États-Unis, la publication du PIB du deuxième trimestre a confirmé l'ampleur du coup porté à l'économie américaine par la crise sanitaire. Le Produit Intérieur Brut américain a enregistré une contraction historique de 9,5% en glissement trimestriel, soit la plus forte baisse depuis 1946, et accentuée le recul entamé au premier trimestre (-1,2%). **Les mesures de distanciations sociales mises en place pour lutter contre l'épidémie de covid-19 ont entraîné une chute de la demande interne sans précédent, tant du côté des ménages que des entreprises.** La consommation s'est ainsi contractée de 10% en glissement trimestriel, avec un recul de 13% dans les services, particulièrement exposés aux conséquences du confinement. Les dépenses en biens non durables reculent de 4,2%, tandis que les achats de biens durables résistent mieux au T2 (-0,4%), après avoir été en baisse de 3,3% au T1. Côté entreprises, l'investissement non résidentiel se replie de plus de 7% sur le trimestre, avec des chutes de respectivement 10% et 11% dans les infrastructures et les équipements. Les dépenses liées à la propriété intellectuelle (R&D, logiciels...) s'inscrivent en baisse plus modeste (-2%). Dans l'immobilier résidentiel, l'investissement se contracte de 11% sur le trimestre. Le commerce extérieur est également touché par les conséquences de la crise sanitaire : les exportations ont enregistré une baisse de 22,6% et les importations de 17%.



Le PIB affiche ainsi une contraction de 9,5% par rapport au niveau du T2 2019. L'ampleur de cette chute d'activité et la nouvelle dégradation de la situation sanitaire courant juin suggère un retour à la situation pré-crise encore

très lointain pour l'économie américaine. L'indice de confiance du consommateur calculé par le Conference Board est passé de 98,1 à 92,6 en juillet, dans un contexte de dégradation de la situation sanitaire depuis fin juin. Ce recul reflète une détérioration des perspectives futures (-15 points à 91,5), tandis que la perception des conditions présentes s'est améliorée (+7,5 points à 94,2). L'appréciation du marché du travail s'est quelque peu améliorée sur le mois.

La Réserve Fédérale a maintenu à l'unanimité le statu quo lors de sa réunion de juillet et n'a pas modifié ses perspectives de taux directeur et d'achats d'actifs. Le communiqué ne comporte pas de changement majeur par rapport à celui de juin, soulignant toujours le très haut degré d'incertitudes et suggérant le maintien durable d'une politique monétaire très accommodante. Une légère amélioration de l'activité et de l'emploi est notée sur les derniers mois, mais les niveaux restent très en-deçà de ceux de début d'année. Une phrase a été insérée soulignant l'importance de l'évolution de l'épidémie pour la trajectoire de l'économie et lors de la conférence de presse, le Président de la Fed Jerome Powell a mentionné que le rythme de la reprise s'était ralenti au cours des dernières semaines en raison de la propagation du virus. Du côté des prix, le comité juge que la crise actuelle exerce des pressions désinflationnistes, en affectant le niveau de la demande. Concernant la revue stratégique de politique monétaire, Jerome Powell a déclaré qu'elle serait terminée dans un futur proche, suggérant des annonces lors de la réunion de septembre.

Par ailleurs, **la Fed a annoncé la prolongation jusqu'au 31 décembre de ses facilités de financement** introduites en réaction à la crise du covid-19. Pour rappel ces dispositifs, qui devaient expirer fin septembre 2020, ont été mis en place au printemps dans le cadre de la section 13(3) du Federal Reserve Act qui ne peut être invoquée qu'en des « circonstances exceptionnelles et pressantes ». Ces extensions concernent les programmes d'achats de dette d'entreprise sur les marchés primaire et secondaire (*Primary and Secondary Corporate Credit Facilities*), de prêt aux entreprises de taille intermédiaire (*Main Street Lending Program*), d'achat de créances titrisées non immobilières (*Term Asset-Backed Securities Loan Facility*) ainsi que les multiples mécanismes visant à faciliter le financement de l'économie par les banques (*Primary Dealer Credit Facility*, *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*, *Paycheck Protection Program Liquidity Facility*). Le programme de soutien à l'émission de dette des collectivités infra-fédérales (*Municipal Liquidity Facility*) devait déjà expirer le 31 décembre 2020 et celui de soutien à la dette d'entreprise court terme (*Commercial Paper Funding Facility*) le 17 mars 2021. La Fed a également prolongé jusqu'au 31 mars les lignes de swaps en dollar et le dispositif d'opérations de repo avec les banques centrales étrangères (FIMA) mis en place pour 6 mois en mars.

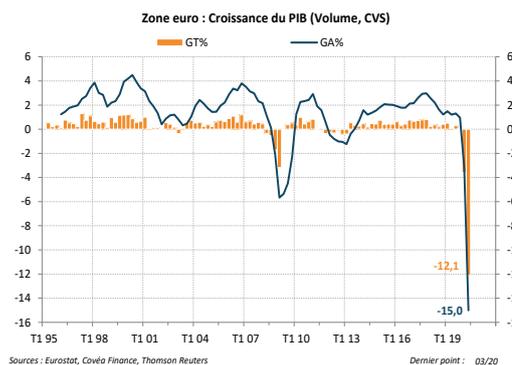
Sur le plan politique, les discussions entre Démocrates et Républicains sont toujours en cours vendredi 31 juillet pour tenter de conclure un accord pour un nouveau plan de soutien budgétaire. En l'absence d'accord, la fin des indemnités chômage exceptionnelles de 600\$ par semaine votées en mars et expirant le 31 juillet, engendrerait une chute abrupte du revenu des ménages et assombrirait davantage encore les perspectives de rebond de la consommation.

Suivi Macroéconomique

Europe

« Chute historique de l'activité au deuxième trimestre »

Cette semaine, les premières estimations du PIB pour le deuxième trimestre 2020 ont donné un aperçu de l'ampleur du choc ayant affecté les économies de la Zone euro. Les mesures de confinement inédites mises en place face à la pandémie Covid-19 ont conduit à une chute historique de l'activité, avec des reculs bien plus importants que ceux enregistrés lors de la crise financière de 2008-2009. Ainsi, en Zone euro, le PIB s'est contracté de 12,1% au deuxième trimestre par rapport au trimestre précédent (-15% par rapport au deuxième trimestre 2019). Par pays, le recul est particulièrement marqué en Espagne (-18,5% par rapport au trimestre précédent). La baisse du PIB est donc



moins prononcée en Allemagne que dans le Sud de l'Europe, une différence qu'on peut attribuer à des mesures de confinement moins drastiques en Allemagne. La décomposition du PIB, lorsqu'elle est communiquée par les instituts statistiques nationaux, indique un effondrement de la quasi-totalité des composantes dans les deux pays, que ce soit du côté du commerce extérieur ou de la demande intérieure. L'investissement, en particulier, enregistre un recul important. Il faut toutefois noter que ces chiffres sont des estimations préliminaires et seront probablement sujettes à des révisions en seconde estimation. Après un repli d'une telle ampleur, et avec la fin des mesures de confinement, l'activité devrait enregistrer un rebond technique au troisième trimestre, rebond qui se manifeste par ailleurs à travers celui des indicateurs de confiance. Cette phase de rattrapage ne doit toutefois pas être sur-interprétée. En effet, la deuxième moitié de l'année sera également marquée par les effets de second tour de ce choc historique sur le taux de

chômage et les défaillances d'entreprises.

Les autres indicateurs d'activité publiés sur la semaine illustrent le caractère inédit de la période. Les données de masse monétaire pour le mois de juillet demeurent marquées par les mesures de soutien aux liquidités des entreprises. Ainsi, l'agrégat M1, considéré en temps normal comme un indicateur avancé de l'économie, affiche une croissance exceptionnelle de 12,6%. Cette progression très importante traduit l'accumulation de liquidité par les entreprises, et dans une moindre mesure, par les ménages. La principale source de création de la masse monétaire reste les crédits aux entreprises, dont la croissance ralentit légèrement pour atteindre 6,5% (contre 6,7% en juin) tandis que les crédits aux ménages poursuivent leur ralentissement. Le flux mensuel de crédit aux entreprises se réduit par ailleurs nettement, ce qui tend à montrer un début de normalisation. **Du côté du marché du travail, la hausse du taux de chômage reste relativement contenue en juin avec un taux à 7,8% (contre 7,2% en mars dernier).** Par pays, le taux de chômage s'inscrit à 4,2% en Allemagne (+0,1 point de pourcentage par rapport au mois précédent), 7,7% en France (-0,5pp), 15,6% en Espagne (+0,2pp) et 8,8% en Italie (+0,5pp). Cette bonne tenue de l'emploi ne doit toutefois pas être prise pour argent comptant. La dégradation du marché du travail est en effet compensée par deux phénomènes: (1) les dispositifs de sauvegarde de l'emploi, dont la durée est étendue progressivement et (2) le fait que les personnes ne recherchant pas activement un emploi ne sont pas comptées comme chômeurs. Au cours des mois prochains, le taux de chômage devrait encore augmenter et ainsi refléter plus fidèlement l'importance du choc économique ayant frappé la Zone euro. **Enfin, les données de consommation pour le mois de juin en France et en Allemagne illustrent le rebond de la consommation des ménages après le confinement.** Dans les deux pays, le niveau des dépenses de consommations en biens (ventes au détail en Allemagne) retrouve les niveaux d'avant crise. Ce rebond est toutefois lié à un fort effet de base et ne concerne qu'un segment limité de la consommation (les biens mais pas les services).

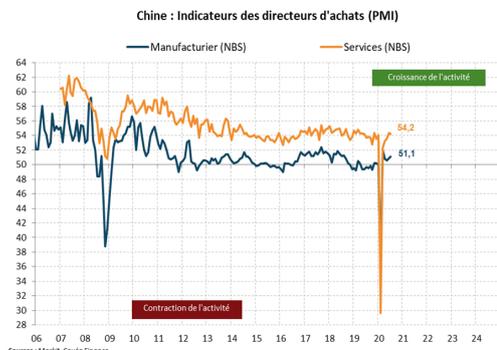
Du côté des prix, les estimations préliminaires montrent que les pressions inflationnistes restent encore très limitées au mois de juillet. L'inflation annuelle atteint ainsi 0,4%, contre 0,3% en juin. La trajectoire de l'inflation au cours des derniers mois est attribuable à la dynamique des prix de l'énergie, dont le rythme de recul se réduit. Les pressions inflationnistes sous-jacentes se réduisent progressivement avec une inflation hors prix de l'énergie et de l'alimentation à 0,8% (contre 0,9% le mois précédent). On notera, en France, un rebond de l'inflation en juillet (0,9% contre 0,2% le mois précédent) attribuable partiellement au décalage des soldes d'été.

Enfin, les indicateurs de confiance illustrent le rebond, mécanique, de l'activité après la période de confinement. L'indice de sentiment économique de la Commission Européenne poursuit son amélioration au mois de juillet et atteint 82,3 (contre 75,8 le mois précédent et 103,4 avant la pandémie). L'indice reste toutefois en-dessous de sa moyenne de long terme (100). Cette amélioration concerne le secteur de l'industrie, des services et de la distribution. En revanche, la confiance se dégrade légèrement dans la construction. Elle se replie également du côté des consommateurs, en lien avec une dégradation de la composante « Situation financière passée ». La perception des ménages quant à la situation économique actuelle reste stable sur des niveaux dégradés.

Suivi Macroéconomique

Asie et reste du monde

« L'indice PMI montre des signes de normalisation en Chine »



En Chine, l'indicateur de climat des affaires des directeurs d'achats (PMI) calculé par le bureau des statistiques chinoises indique une expansion de l'économie sur le mois de juillet. Dans le secteur manufacturier, l'indicateur atteint 51,1 (contre 50,9 en juin), un niveau indiquant une croissance séquentielle de l'activité. L'indice correspondant au secteur non-manufacturier atteint pour sa part 54,2 en juillet, en baisse de 0,2 points par juin.

Au Japon, la production industrielle s'est quelque peu redressée en juin, enregistrant une hausse mensuelle de 2,7%, après 4 mois consécutifs de recul. En rythme annuel, la contraction reste très forte à hauteur de -18%. Le rebond est particulièrement marqué dans les biens de consommation durable (automobile notamment) avec une hausse de 23% sur le mois, qui laisse toutefois la variation annuelle en territoire très largement négatif (-37%). Le taux de chômage s'est légèrement amélioré en juin, passant de 2,9% à 2,8% de la population active, à la faveur de la levée des mesures sanitaires. Le taux de chômage japonais s'établissait à 2,4% en début d'année.

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.