

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

24 août 2020

Rédacteurs

Gestion
Recherche Economique

Une dette qui ne finit pas de s'alourdir

Ces derniers mois, quel que soit le secteur, quelle que soit la zone géographique, les besoins de financement des entreprises se sont accrus et la tendance ne semble pas se tarir.

Après une période de courte durée où le marché primaire s'est arrêté, nous avons assisté à une augmentation très significative des émissions de dette de la part des Sociétés Non Financières (SNF) de la catégorie investissement. Celles-ci, après la mise en place des mesures d'urgence déployées par les banques centrales, ont eu recours au crédit bancaire et surtout aux marchés obligataires. Ces entreprises ont rallongé leurs maturités d'emprunt et pour certaines ont augmenté leurs tailles d'émission afin de se doter de suffisamment de trésorerie pour se prémunir d'une baisse de l'activité. A contrario, bien qu'il se soit repris avec l'action de la banque centrale, le marché monétaire européen n'a pas retrouvé ses niveaux d'encours de 2019 et on a observé que certains émetteurs uniquement présents sur ce marché ont préféré le délaissé pour aller chercher de la dette à plus long terme pour s'assurer une liquidité. A l'image d'Eiffage, acteur régulier du marché monétaire qui a préféré en juin dernier se tourner vers le marché obligataire pour la première fois et y émettre 500M€ à 7 ans.

La situation de l'endettement des entreprises était déjà un sujet avant la crise. La dette nette des entreprises françaises rapportée au PIB a ainsi augmenté de manière régulière, passant de 26 % en 2010 à 33 % fin 2019. Dans les mois à venir, le renforcement des besoins de financement, pourrait précipiter encore un peu plus la situation financière de certaines d'entre elles.

Plus particulièrement, c'est le cas des PME et TPE ayant bénéficié des prêts garantis et des reports de charges, qui pourraient ne pas réussir à faire face à leurs engagements. Les solutions de crédit apportées par les Etats ne font que reporter dans le temps une partie du problème.

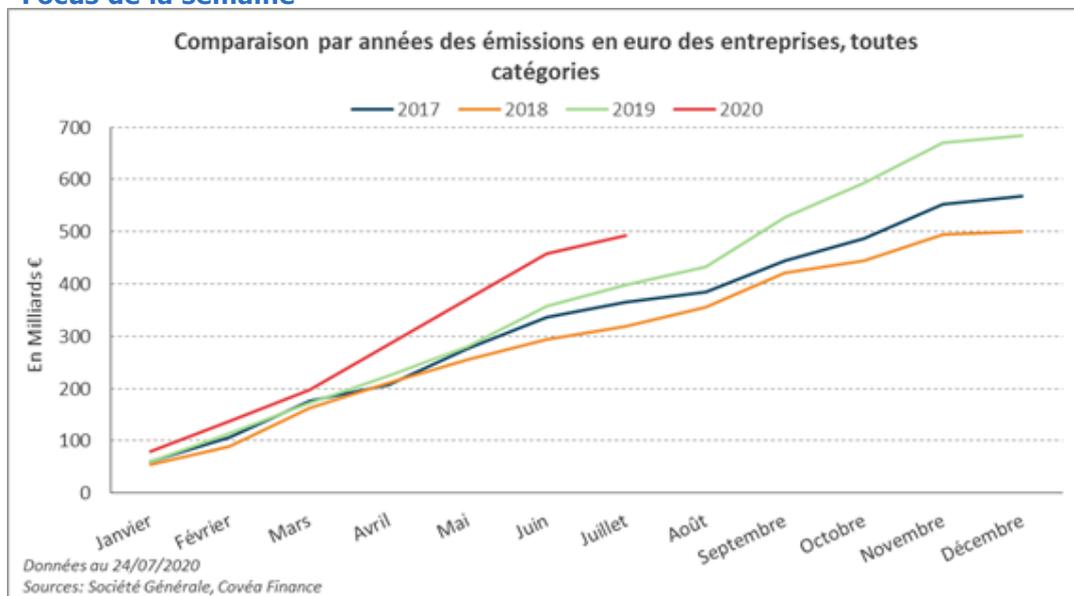
Les réductions de coûts réalisées par de nombreuses entreprises ainsi qu'une moindre propension à l'investissement des grosses entreprises risquent de toucher toute la chaîne de sous-traitance et va de facto les pénaliser aussi.

Sommaire

Suivi des marchés p2
Marchés obligataires
Marchés actions

Suivi macroéconomique p3
Etats-Unis
Europe
Asie

Focus de la semaine



Suivi des Marchés

Obligataires

Les rendements des dettes souveraines sont reparties à la baisse cette semaine. Le mouvement s'explique notamment par le rebond du nombre de contaminations au coronavirus en Europe et la déception des investisseurs face aux publications, à l'image des indices d'activité PMI européens sortis largement en-dessous des attentes. De plus, les minutes des dernières réunions de politique monétaire de la BCE et de la Fed ont globalement maintenu un biais de prudence en ce qui concerne la vigueur du rebond économique. Dans ce contexte, le 10 ans français est en baisse de 7 pb à -0.20%. Sur le segment du crédit, les primes de risque se stabilisent sur les niveaux les plus serrés depuis début mars.

Actions

Les marchés actions européens se replient de 1,2% sur la semaine (Indice MSCI EMU, Union Economique et Monétaire européenne), portant la baisse depuis le début de l'année à -12,5%. La baisse est soutenue par les secteurs de l'énergie (-2,8%), des services aux collectivités (-2,5%) et de la Finance (-2,4%). Seuls les secteurs de l'immobilier (+0,1%) et de la technologie se maintiennent. La semaine est marquée par la poursuite des publications de résultats des entreprises. Kingspan, champion mondial sur le segment des matériaux d'isolation, affiche la meilleure performance de l'indice (+9,4%) suite à la publication de son résultat semestriel. En termes de performances géographiques, les indices des pays du Nord de l'Europe surperforment sur la semaine (Suisse, Danemark et Finlande). Depuis le début de l'année, l'indice des petites et moyennes capitalisations MSCI EMU Small Cap (-10,8%) résiste plus que le MSCI EMU (-12,5%) et le MSCI Europe (-13,3%).

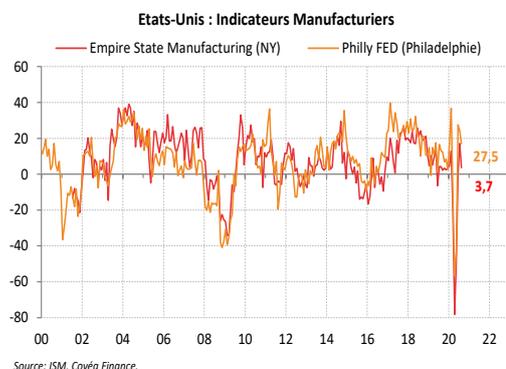
Aux Etats Unis le S&P500 progresse de 0,7% sur la semaine malgré les difficultés persistantes du Congrès à s'accorder sur un plan d'aide financière, un message prudent de la Fed quant à la reprise économique et des indicateurs macroéconomiques montrant des inscriptions au chômage à des niveaux élevés ainsi qu'une faiblesse de l'activité manufacturière. Dans ce contexte d'aversion au risque et contrairement à la semaine précédente, les leaders de la technologie, de la consommation discrétionnaire ou des services de communication ont surperformé devant les défensives (consommation de base, santé, immobilier) alors que les secteurs cycliques (énergie, financières, industrielles) mais aussi les services aux collectivités sous performent et évoluent en baisse à l'image de ce que l'on observe globalement depuis le début de la pandémie. Quelques publications de résultats d'entreprises sont venues clore la saison et illustrent cette dichotomie entre les valeurs technologiques et celles de consommation encore largement exposées au commerce traditionnel. Si Nvidia bénéficie d'une demande forte à la fois sur les jeux vidéos et les centres de données, Estee Lauder et TJX souffrent de la faible fréquentation des centres commerciaux alors que de nombreux magasins sont restés fermés au deuxième trimestre.

Les marchés asiatiques évoluent en ordre dispersé sur la semaine. Le fort rebond des cas de coronavirus a globalement pénalisé la Corée du Sud et le Japon sur la semaine. De la même manière, la Thaïlande baisse sur la semaine en raison de sa forte dépendance au tourisme, secteur significativement impacté par la crise sanitaire actuelle. A l'inverse, la Chine évolue favorablement à la lumière de déclarations constructives d'officiels chinois et américains concernant la perspective d'une reprise des négociations commerciales entre Pékin et Washington. Notons également la résistance de la Malaisie, de l'Inde ainsi que de l'Indonésie, bénéficiant d'un dollar relativement faible ces dernières semaines.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Essoufflement des indices de confiance régionaux aux Etats-Unis »



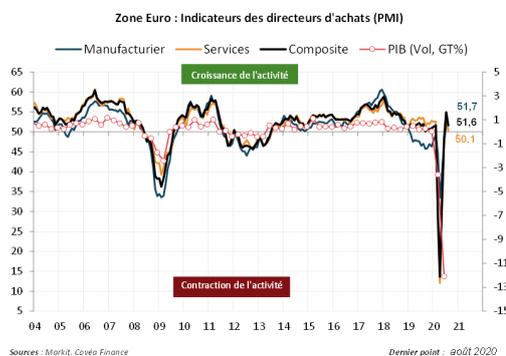
Aux Etats-Unis, l'indicateur de climat des affaires de l'état de New York et celui de Philadelphie marquent tout deux un léger affaiblissement en août, après le rebond marqué observé sur les mois précédents. **Leurs niveaux indiquent une dynamique d'activité positive sur le mois sans illustrer pour autant une forme de rattrapage de l'activité perdue ou non réalisé sur la période de creux.**

Sur le front de l'immobilier, l'activité du secteur de la construction marque un rebond significatif après le trou d'air du mois d'avril. Autant du côté des mises en chantier que du côté des permis de construire, les niveaux d'activité sont désormais revenus sur les niveaux observés en début d'année.

Europe

« La reprise perd en dynamisme dès le mois d'août, d'après les PMI »

En août, les indices des directeurs d'achats (PMI) indiquent déjà une modération de la reprise économique en lien avec une demande toujours contenue et la résurgence du risque épidémique. L'effet « mécanique » du redressement semble donc déjà s'essouffler. En Zone euro, l'Indice PMI Flash de l'activité des services se replie à 50,1 (contre 54,7 en juillet) et indique donc une stagnation de l'activité. Côté industrie manufacturière, l'Indice PMI Flash atteint 51,7 (51,8 en juillet), indiquant un très léger ralentissement de l'expansion de l'activité. La sous-composante « production » de l'indice manufacturier



est toutefois particulièrement dynamique à 55,7 (55,3 en juillet). Ainsi, le PMI Flash composite (moyenne des indices sur les services et la production manufacturière pondérée par leur poids respectif dans le PIB) recule à 51,6 (54,9 en juillet). Le volume des nouvelles commandes a continué d'augmenter mais à un rythme moins prononcé qu'en juillet. Ce ralentissement s'explique par un affaiblissement de la demande étrangère qui a particulièrement affecté le secteur des services. Ce dernier a notamment souffert de la réintroduction de mesures de restriction de déplacement imposées par certains pays avec le retour du risque épidémique. L'industrie, en revanche, continue de profiter d'une forte augmentation des nouvelles commandes qui lui sont adressées. L'enquête révèle également un nouveau recul des effectifs en Zone euro alors que la confiance des entreprises se maintient au plus bas. Par ailleurs, les directeurs d'achats rapportent une augmentation des prix des intrants en août alors que les prix facturés se maintiendraient en baisse en lien avec le recul du pouvoir de tarification induit par le repli de la demande. Au niveau des

principaux pays de la Zone euro, l'Indice Flash Composite de la France s'est replié à 51,7 en août (57,3 en juillet). L'Allemagne enregistre une meilleure performance à 53,7 en août (55,3 en juillet) notamment du fait d'une forte amélioration de la confiance.

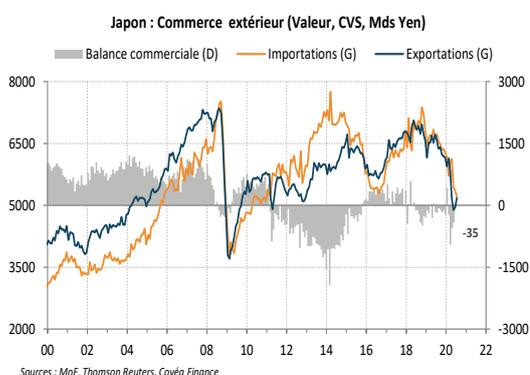
Les minutes de la réunion de la BCE du 16 juillet dernier mettent en exergue le niveau d'incertitude auquel les autorités monétaires sont confrontées. Concernant les perspectives économiques, un rebond technique est attendu au second semestre, mais la forme et l'ampleur de la reprise économique reste très incertaine avec d'importants risques négatifs. Si des impacts positifs peuvent émerger du rattrapage de la consommation (via l'épargne accumulée) et du plan de relance européen, la BCE alerte sur les risques sur le marché du travail qui pourrait être brutalement et durablement affecté par l'arrêt des mesures de soutien. Concernant les entreprises, la BCE s'inquiète des faibles perspectives d'investissement dans un contexte d'horizon économique incertain où de nombreuses entreprises rencontrent déjà des problèmes de solvabilité. Sur la politique monétaire, certains membres ont avancé l'idée que l'enveloppe du programme d'achats d'actifs PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) devrait être davantage considérée comme un plafond que comme une cible, notamment en lien avec des données économiques encourageantes et un recul des risques (avant la dernière réunion). Sur ce point, la position de la BCE, qui avait déjà été affichée par C. Lagarde lors de la conférence de presse, reste que, dans le scénario central de la BCE, l'intégralité de l'enveloppe du PEPP devrait être utilisée d'ici à mi-2021. Une surprise positive significative sur l'activité économique pourrait toutefois impliquer que le programme ne soit pas utilisé dans son intégralité.

Suivi Macroéconomique

Au Royaume-Uni, les PMI indiquent que le rebond de l'activité a encore de l'élan. L'indice PMI composite flash poursuit son rebond à 60,3 (après 57 en juillet) avec un dynamisme généralisé à l'industrie et aux services. Ces chiffres contrastent avec ceux de la Zone euro où le secteur des services a ralenti en août. Ainsi, l'économie britannique semble rebondir plus vigoureusement après avoir été relativement plus affectée au premier semestre que ses voisins européens. Aussi, les ventes au détail enregistrent de bonnes performances avec une croissance de 3,6% en juillet par rapport à juin (volume) qui reste dominée par les ventes en ligne alors que le redressement des ventes en magasin reste plus timide. Côté prix, l'inflation annuelle accélère à 1% en juillet (+0,4 pt en un mois). Cette progression reflète surtout le ralentissement de la contraction des prix du pétrole et de l'habillement (notamment en lien avec le report des soldes) alors que le prix des activités de loisir et culture continuent de progresser. Une baisse des prix est toutefois attendue dans les prochains mois en lien avec les mesures prises par le gouvernement pour soutenir les restaurants et hôtels (baisse de la TVA et réduction sur les restaurants). Côté Brexit, aucune avancées significatives n'est à signaler au cours des dernières négociations.

Asie et reste du monde

« Les flux commerciaux japonais restent faibles »



Au Japon, **les flux commerciaux en juillet sont restés globalement faibles**, avec une poursuite de la baisse des importations sur le mois et malgré un léger rebond des exportations, en particulier vers la Chine et les Etats-Unis. Ces dynamiques permettent au solde commercial de revenir à une situation de quasi équilibre sur le mois, à -35 Mds de yen. Les perspectives sur le commerce restent sombres au regard de l'absence de rebond marqué du côté des commandes à l'industrie, toujours en baisse sur le mois de juin.

Sur le plan domestique, on relève une très légère hausse de l'inflation japonaise, qui reste dans l'absolue quasi inexistante, avec 0,3% en juillet

Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		mars-20	avr.-20	mai-20	juin-20	juil.-20	août-20		
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA %)	-4,6	-16,3	-15,8	-11,0	-8,2			
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA %)	-4,7	-16,7	-10,0	-5,5				
	Créations / Destructures nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	-1373	-20787	2725	4791	1763			
	Exportations (volume, CVS, GA %)	-5,3	-21,8	-28,2	-18,0				
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA %)	3,4	8,0	6,6	4,9	4,8			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA %)	1,5	0,3	0,1	0,7	1,0			
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4600,6	4673,5	4729,0	4727,5			
		Taux de chômage (% de la population active)	7,2	7,5	7,7	7,8			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA %)	0,7	0,3	0,1	0,3	0,4		
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	81,0	70,3	81,6	93,6	99,3		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA %)	0,1	-5,7	7,3	3,1			
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA %)	-15,2	-37,0	-29,4	-10,8			
	France	Exportations (valeur, CVS, GA %)	-11,7	-31,0	-25,5	-14,6			
		Banque de France - Climat des affaires (indice)	54,3	50,5	83,4	89,1	99,4		
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	8,9	-16,0	-19,2	-12,8	-19,4		
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA %)	-16,4	-32,3	-7,2	1,3			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA %)	-17,8	-35,1	-23,4	-11,7			
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA %)	-18,7	-44,0	-37,1	-22,5			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA %)	-29,4	-43,4	-20,6	-13,7			
		PMI Manufacturier (Indice)	40,3	31,1	45,4	47,5	51,9		
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA %)	-14,5	-44,0	-25,5	-14,9			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA %)	-14,1	-34,1	-24,7	-14,0			
		PMI Manufacturier (Indice)	45,7	30,8	38,3	49,0	53,5		
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA %)	-16,3	-39,8	-31,1	-14,0			
		Production Industrielle (volume, CVS, GA %)	-7,4	-24,0	-20,1	-12,5			
		Ventes au détail (volume, CVS, GA %)	-6,1	-22,7	-12,9	-1,6	1,4		
	Asie	Inflation (prix à la consommation, GA %)	1,5	0,8	0,5	0,6	1,0		
		Japon	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA %)	-6,9	-12,0	-13,9	-2,0		
			Exportations (valeur, CVS, GA %)	-10,3	-22,7	-25,1	-26,3	-21,0	
			Salaires nominaux (valeur, CVS, GA %)	0,1	-0,7	-2,3	-1,7		
Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA %)	0,4		0,1	0,0	0,1	0,3			
Chine	Production industrielle (volume, NCVS, GA %)	-1,1	3,9	4,4	4,8	4,8			
	Ventes immobilières résidentielles (volume, GA % moyen depuis le début de l'année)	-25,9	-18,7	-11,8	-7,7	-5,0			
	Importations (valeur, NCVS, GA %)	-1,1	-14,2	-16,6	2,7	-1,4			
Autres émergents	Brésil	Production industrielle (volume, CVS, GA %)	-8,0	-25,9	-20,2	-12,2			
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA %)	3,3	2,4	1,9	2,1	2,3		
	Russie	Production industrielle (volume, NCVS, GA %)	0,4	-6,6	-9,6	-9,4	-8,0		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA %)	2,6	3,1	3,0	3,2	3,4		

25/06/2020 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

CVS : données corrigées des variations saisonnières, NCVS : données non corrigées des variations saisonnières

Sources : Thomson Reuters, Covéa Finance

Tableaux synthétiques

INDICATEURS DE MARCHES			31/12/19	25/06/20	21/08/20	Variation depuis le 31/12/19 (% ou pbs)*	Variation depuis le 25/06/20 (% ou pbs)*
Marchés obligataires	Taux directeurs (%)	Fed	1,75	0,25	0,25	-1,50	0,00
		BCE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
		BOE	0,75	0,10	0,10	-0,65	0,00
		BOJ	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
		Banque de Corée	1,25	0,50	0,50	-0,75	0,00
		Brésil	4,50	2,25	2,00	-2,50	-0,25
		Russie	6,25	4,50	4,25	-2,00	-0,25
		Inde	5,15	4,00	4,00	-1,15	0,00
		Chine	4,35	4,35	4,35	0,00	0,00
	Taux souverains 10 ans (%)	Etats-Unis	1,92	0,69	0,63	-1,29	-0,06
		France OAT	0,12	-0,12	-0,20	-0,32	-0,08
		Allemagne	-0,19	-0,47	-0,51	-0,32	-0,04
		Italie	1,41	1,31	0,94	-0,47	-0,36
		Royaume-Uni	0,82	0,15	0,21	-0,62	0,05
		Japon	-0,01	0,02	0,03	0,05	0,02
		Corée du Sud	1,63	1,34	1,41	-0,22	0,07
		Russie	3,71	4,90	3,67	-0,04	-1,23
	Russie	6,28	5,72	6,26	-0,02	0,54	
	Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	237,7	235,0	239,5	0,78	1,95
Marchés des changes	Contre euro (1 € =...devises)	Dollar	1,12	1,12	1,18	5,2	5,2
		Sterling	0,85	0,90	0,90	6,5	-0,2
		Yen	121,8	120,3	124,8	2,5	3,8
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1167	1205	1186	1,7	-1,5
		Real brésilien	4,0	5,4	5,6	39,4	4,8
		Rouble	62,1	69,0	74,8	20,4	8,3
		Roupie indienne	71,4	75,7	74,8	4,9	-1,1
		Yuan	7,0	7,1	6,9	-0,6	-2,2
Marchés actions	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3231	3084	3397	5,1	10,2
		Japon - Nikkei 300	352	323	333	-5,5	3,1
		France - CAC 40	5978	4919	4896	-18,1	-0,5
		Allemagne - DAX	5971	5302	5542	-7,2	4,5
		Zone euro - MSCI EMU	132	114	115	-12,5	1,5
		Royaume-Uni - FTSE 100	7542	6147	6002	-20,4	-2,4
		Corée du Sud - KOSPI	2175	2112	2305	5,9	9,1
		Brésil - Bovespa	118573	95983	101521	-14,4	5,8
		Russie - MICEX	3076	2761	2996	-2,6	8,5
		Inde - SENSEX	41254	34842	38435	-6,8	10,3
		Chine - Shanghai	3050	2980	3381	10,8	13,5
		Hong Kong - Hang Seng	28190	24782	25114	-10,9	1,3
		MSCI - BRIC	1129	1039	1138	0,8	9,5
	Euro	S&P (€)				-0,1	4,8
		Nikkei 300 (€)				-7,8	-0,7
		FTSE 100 (€)				-25,3	-2,1
	Matières premières	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	388	317	327	-15,7
Indice CRB**			402	362	386	-3,8	6,8
Énergétiques		Pétrole (Brent, \$ par baril)	66	41	44	-32,8	8,0
		Prix de l'once d'Or	1523	1762	1935	27,0	9,8
Métaux précieux		Prix de la tonne de cuivre	6174	5893	6490	5,1	10,1

*Variations en points de base (pbs) pour les taux souverains et les taux directeurs

**CRB : Indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie.

25/06/2020 : date de nos dernières Perspectives Economiques et Financières

Sources : Covéa Finance, Bloomberg

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.