

Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

6 avril 2020

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

Fonds souverains

Avec la chute des prix mondiaux des hydrocarbures, de nombreux pays, plus ou moins développés mais très dépendants de leurs exportations de pétrole devraient se trouver en difficulté malgré l'existence pour certains de fonds souverains.

Sommaire

Suivi des marchés p2

Marchés obligataires
Marchés actions

Suivi macroéconomique p3

Etats-Unis
Europe
Asie

Les fonds souverains représentaient début 2019 près de 7500Mds\$ d'actifs gérés. Ils sont investis principalement sur des actifs de long terme, actions et obligations, mais se sont diversifiés depuis la faillite de la banque Lehman Brothers sur des classes d'actifs moins liquides comme l'immobilier, les dettes privées ou le capital investissement. Toutefois, ils sont demeurés à l'instar des entreprises et de leurs programmes de rachats d'actions, des acheteurs naturels et des soutiens précieux des cotes boursières des grands marchés internationaux.

Or l'effondrement des prix du pétrole contraindra ces fonds souverains à céder leurs portefeuilles d'actifs les plus liquides en jouant leur rôle d'amortisseur contracyclique et de contributeur aux budgets de ces pays. Nous avons commenté dernièrement dans ces lignes la baisse des versements de dividendes. Ces annulations et reports de produits financiers, éléments essentiels des cashflow des fonds souverains pourraient accentuer ces flux de ventes au rythme des besoins budgétaires croissants des Etats dans leur lutte contre la crise économique.

Focus de la semaine

Capitalisation du MSCI Monde (milliers de milliards de \$)
(53 000 milliards \$ au 03/04/20)



« Un rôle d'amortisseur »

Suivi des Marchés

Obligataires

Sur la semaine les rendements sont en légère baisse aux Etats-Unis et en hausse en Zone Euro. Les marchés obligataires continuent d'être impactés par la chute de l'activité économique liée au Covid-19 ainsi qu'aux réponses des banques centrales et des Etats. Outre atlantique le Trésor américain a émis un volume record de 319Mds\$ de bons du trésor sur la semaine pour commencer à financer son plan de soutien à l'économie. Dans le même temps, la Fed continue d'acheter massivement des obligations. Au 31 mars son bilan atteignait 5800Mds\$ contre 5250Mds\$ la semaine précédente et 4200Mds\$ début mars. De même la banque centrale continue d'offrir d'abondante liquidités (1000 Mds\$ par jour) sur le marché monétaire. Dans ce contexte, le taux à 10 ans baisse de 13pbs à 0,61%. En Zone Euro, l'intervention de la BCE, avec un bilan qui progresse de 4700Mds€ début mars à 5063Mds€ fin mars, permet de limiter la hausse des rendements à l'image des taux à 10 ans qui augmentent de 5pbs en Allemagne à -0,42% et de 22pbs en Espagne à 0,73%.

Actions

Les marchés actions européens sont en repli de 2,3% sur la semaine et de 28,4% depuis le début de l'année (indice MSCI EMU, Union Economique et monétaire européenne).

D'un point de vue sectoriel, les écarts de performance entre les secteurs restent importants. Le secteur de l'énergie se démarque à la hausse pour la seconde semaine consécutive (+5,5%) dans la perspective d'une éventuelle réunion de l'OPEP et d'accord sur les quotas de production. Il reste néanmoins en repli de 31,7% depuis le début de l'année dans le sillage du pétrole, une des trois clefs de lecture suivies dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières. La référence WTI rebondit en effet de 40% sur la semaine sur ses points bas de 20\$ atteints fin mars. Le secteur de la Finance reste particulièrement volatil (-8,6% sur la semaine) et efface l'essentiel de son rebond de la semaine précédente. Il affiche la moins bonne performance sectorielle depuis le début de l'année (-41,6%). Alors même qu'une grande partie de l'économie mondiale est actuellement à l'arrêt pour une durée incertaine, le secteur de l'industrie se replie de 6,1% sur la semaine et de 36,4% depuis le début de l'année. Le secteur de la Santé résiste en relatif (+3,8% sur la semaine et -13,4% depuis le début de l'année).

D'un point de vue géographique, l'indice CAC40 signe la moins bonne performance hebdomadaire (-4,5%). Depuis le début de l'année, le Danemark et la Suisse (respectivement -4,7% et -12,9% en devises locales) affichent les meilleures performances pays.

Aux Etats-Unis le S&P 500 a mis fin à son rebond, perdant environ 2% sur la semaine. Malgré une baisse de la volatilité, l'inquiétude des investisseurs demeure à mesure que la pandémie s'installe et se développe aux Etats-Unis. On citera, les chiffres sur les transactions internationales s'effondrent de 20% sur le seul mois de mars d'après les données de VISA. Toutefois sur la semaine, l'énergie se redresse et profite de déclarations de Donald Trump évoquant un prochain accord russo-saoudien sur une coupe de 10 millions de barils jours suivie d'une annonce de possible réunion des grands pays producteurs. Cette annonce a fait temporairement rebondir les prix du pétrole et compensé les craintes de faillites chez les producteurs américains, illustrée récemment par celle de Whiting Petroleum. La consommation de base et la santé terminent également la semaine en hausse, ces secteurs étant encore relativement bénéficiaires de la situation actuelle alors que les services aux collectivités, les financières et l'immobilier sous performant largement. Pour ces derniers, ce sont davantage les inquiétudes sur la dette qui inquiètent dans un contexte où les investisseurs scrutent les bilans et les capacités des entreprises à faire face à leurs échéances. A ce titre, beaucoup d'entreprises s'activent pour tirer des lignes de crédit notamment dans des secteurs fortement touchés par la pandémie comme la distribution où 126 sociétés ont déjà sécurisé 86 milliards de \$ alors que les plus fragiles d'entre elles, déjà classées en émetteurs à haut rendement, risquent de devoir se déclarer en faillite. Si Macy's est obligé de fermer ses magasins et de mettre ses employés au chômage technique, Amazon et Walmart recrutent à tours de bras des livreurs pour assurer l'acheminement de produits de première nécessité à des millions de personnes confinées. On notera enfin que, dans la santé, Abbott Laboratories et Becton Dickinson ont tous deux validé le lancement de tests rapides capables de diagnostiquer le COVID-19 à grande échelle.

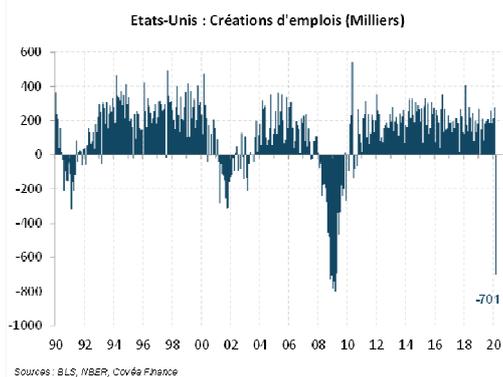
Les marchés asiatiques ont baissé sur la semaine. Les pays affichant les meilleures performances sont l'Australie, la Thaïlande et l'Indonésie. En Australie, le marché est soutenu notamment par des mesures d'aides salariales annoncées par le gouvernement. De même, la déclaration du confinement en Thaïlande et en Indonésie, assorties de mesures de relance ont rassuré les investisseurs et ont permis un rebond technique. A l'inverse, les marchés affichant les moins bonnes performances sont le Japon, l'Inde et Singapour. Au Japon, les investisseurs se sont montrés inquiets face à la gestion de la crise par le gouvernement. En Inde, la gestion de l'épidémie est vivement critiquée, avec des déplacements de population et un confinement strict compliqué à tenir. Le gouvernement indien subit de vives critiques pour sa gestion de la crise. Enfin à Singapour, économie la plus ouverte du monde, le pays subit de plein fouet le ralentissement économique mondial.

Suivi Macroéconomique

États-Unis

« Le rapport d'emploi de mars fait état de 701 000 destructions de postes sur le mois »

Alors que la situation sanitaire est en très nette dégradation aux Etats-Unis, **les données publiées sur la semaine illustrent l'ampleur et la rapidité du coup porté au marché du travail**. Le rapport d'emploi de mars fait état de 701 000 destructions de postes sur le mois, dans un mouvement qui touche à des degrés divers tous les secteurs d'activité. Les services paient le plus lourd tribut avec 459 000 postes supprimés dans les loisirs et le tourisme. Dans la distribution, on décompte 46 000 suppressions, tandis que les services aux entreprises détruisent 52 000 postes. Le secteur manufacturier, les mines et



la construction sont moins touchés avec seulement 18 000, 6 000 et 29 000 postes détruits. Ce rapport portant sur l'emploi dans les entreprises pendant la semaine du 8 au 14 mars, **on ne peut qu'envisager une aggravation de cette dynamique dans le rapport du mois d'avril au vu de la dégradation de la situation sanitaire et économique**. Sur ce point, les nouvelles demandes d'allocation chômage ont doublé lors de la semaine du 28 mars, atteignant 6 648 000 personnes, après un précédent record à 3 283 000 la semaine précédente. Le taux de chômage passe de 3,5% à 4,4% de la population active en mars. Le salaire horaire affiche une progression sur le mois, avec une progression de 0,2%, ce qui porte la croissance annuelle à 3,1%.

Du côté des données d'enquête, **l'indicateur ISM manufacturier s'inscrit en baisse d'un point en mars et s'établit à 49,1** (le seuil de 50 délimite contraction et croissance de l'activité). Cette relative résistance est liée à une forte hausse de la composante délai de livraison (65 après 57,3 en février) qui habituellement est le signe d'une demande importante, mais qui est ici le résultat des perturbations sur les chaînes d'approvisionnement, liées à l'épidémie de covid-19. De plus, les dates de réponses à l'enquête ne sont pas précisées (envoi des questionnaires en début de mois et réponses pouvant aller jusqu'aux derniers jours du mois) ce qui peut laisser penser que la détérioration intervenue sur la deuxième quinzaine de mars n'est pas entièrement reflétée dans cette publication. Les autres sous-composantes sont en nette dégradation et illustrent la chute d'activité : nouvelles commandes à 42,2 (49,8 en février), commandes à l'export à 46,6 (51,2) et emploi à 43,8 (46,9). D'un point de vue sectoriel, les produits alimentaires, boissons et tabac restent le secteur le plus solide, suivi des produits chimiques. Ceux-ci, en plus de la composante pharmaceutique, contribuent de manière significative à l'amont de l'industrie alimentaire, et bénéficient des prix bas de l'énergie et des matières premières. Les secteurs des équipements de transport et des produits pétroliers et charbon sont les plus affectés.

Dans les services, l'indicateur ISM se replie en mars mais décrit une poursuite de la croissance de l'activité, en s'établissant à 52,5, après 57,3 en février. A l'image de l'ISM manufacturier, la hausse de la composante délais de livraison (62,1 après 52,4) explique cette résistance. Les composantes niveau d'activité et nouvelles commandes sont en repli d'environ 10 points à respectivement 48 et 52,9.

Sur le plan monétaire, **la Fed a annoncé la mise en place d'un nouveau dispositif pour soutenir la liquidité en dollar, sous la forme de repo avec les banques centrales étrangères** et les autorités monétaires internationales (telles que la Banque mondiale ou le FMI, liste non détaillée). Ces entités pourront emprunter des dollars au jour le jour contre des titres du Trésor américain apportés en collatéral. La facilité de repo est conçue pour « aider à maintenir le flux de crédit aux ménages et aux entreprises américains en réduisant les risques pour les marchés financiers américains causés par les tensions financières à l'étranger ». La Fed estime que le dispositif réduit la nécessité pour les banques centrales étrangères de vendre leurs titres du Trésor, ce qui contribuera à éviter des perturbations sur le marché des titres du Trésor et des pressions haussières sur les rendements. Les opérations de repo seront disponibles à partir du 6 avril pour une période d'au moins 6 mois. Ce dispositif vient en complément des lignes de swaps mises en place le 15 mars avec 5 grandes banques centrales (BCE, BoC, BoJ, BoE, BNS) et le 19 mars avec 9 autres banques centrales (Australie, Nouvelle Zélande, Brésil, Mexique, Corée du Sud, Singapour, Danemark, Norvège, Suède).

Suivi Macroéconomique

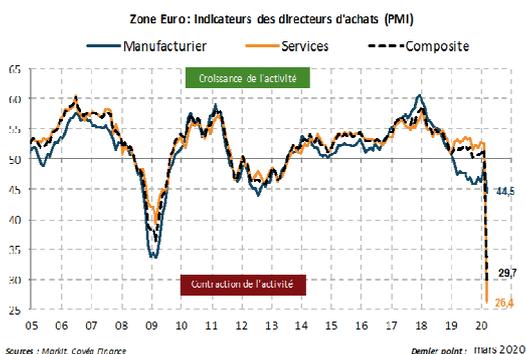
Europe

« Les indices de climat des affaires (PMI) atteignent un point bas historique en mars »

La Commission européenne va mettre en place un fonds de soutien au chômage partiel. Cet instrument – intitulé « Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency (SURE) » – fournira une aide financière pouvant atteindre jusqu'à 100 Mds€ au total. Il prendra la forme de prêts accordés à des conditions plus favorables par la Commission aux États membres. Ces fonds seront destinés à aider les gouvernements à couvrir les dépenses significatives que représentent la création ou l'extension des régimes nationaux de chômage partiel, et d'autres mesures similaires pour les travailleurs indépendants, qui ont été mises en place en réponse à la pandémie de Covid-19. La Commission empruntera sur les marchés aux meilleures conditions possibles et s'appuiera sur des garanties volontaires apportées par chacun des États membres qui devront atteindre au moins 25 Mds€ pour que le programme soit lancé. Ce programme est surtout destiné aux pays les plus touchés par l'épidémie comme l'Espagne et l'Italie. Après chaque demande de prêt, la Commission déterminera les conditions du prêt en fonction du contexte. L'opération devra ensuite être approuvée par les gouvernements des États membres. La Commission se dit confiante sur la perspective d'une adoption rapide du programme qui devrait être moins clivant que la proposition de « coronabonds » sur laquelle les chefs d'État n'étaient pas parvenus à s'entendre lors du dernier Conseil européen. Cet instrument sera examiné par l'Eurogroupe le 7 avril. Enfin, la présidente de la Commission, U. Von der Leyen, a appelé à faire du prochain budget pluriannuel un « plan Marshall » européen.

Le gouvernement italien a annoncé le prolongement du confinement jusqu'au 13 avril et apporté des premières indications sur la phase de « déconfinement ». Elle s'opérera en plusieurs étapes en fonction des activités professionnelles, des classes d'âges et des régions. Les usines en mesure d'assurer la sécurité sanitaire de leurs employés devraient être les premières à rouvrir alors que les restaurants bars et cinémas resteront fermés plus longtemps. Les régions les moins touchées devraient aussi être les premières à sortir du confinement.

Les indices de climat des affaires des directeurs d'achat (PMI) atteignent un point bas historique en mars en lien avec la pandémie de Covid-19 et les mesures drastiques de restriction de mobilité qui en ont résulté. Le PMI services de la Zone euro a chuté brutalement à 26,4 (-26,2 pts) en mars contre une baisse relativement plus modérée à 44,5 (-4,7 pts) pour le PMI manufacturier. Cet écart marqué tient en partie à un biais induit par la sous-composante « délais de livraison » de l'indice manufacturier. La progression de cette dernière, qui d'ordinaire indique le dynamisme de la demande, reflète ici la perturbation de l'offre et des chaînes d'approvisionnement. Même sans ce biais, l'activité des services – qui est plus brutalement affectée par les mesures de confinement – devrait se contracter plus fortement que celle du secteur manufacturier, et en particulier pour la restauration, le tourisme et les activités récréatives.



Les enquêtes soulignent une demande (domestique et étrangère) au plus bas, une forte réduction des effectifs, un approvisionnement perturbé, des pressions à la baisse sur les prix (notamment en lien avec la baisse des cours du pétrole et de certaines matières premières) et des perspectives lourdement affectées sur les 12 prochains mois. Si ces effets se sont généralisés à tous les pays de la Zone euro, les indices se sont particulièrement dégradés en Italie, en Espagne et en France, où la pandémie est plus largement répandue. La contraction des indices allemands est relativement plus faible.

Enfin, la forte dégradation des PMI nous indique qu'un grand nombre de directeurs d'achat interrogés considèrent que la situation s'est détériorée par rapport à mars mais cela ne nous donne pas d'information sur l'ampleur de la dégradation ressentie par les agents économiques.

Au Royaume-Uni, où les mesures de confinement ont été mises en place plus tardivement, le recul des PMI est légèrement plus faible qu'en Zone euro : il atteint 47,8 en mars (-3,9 pts) pour le secteur manufacturier et 34,5 (-18,7 pts) pour le secteur des services. Les canaux de transmission du choc y sont toutefois identiques.

Comme les PMI, l'indicateur de sentiment économique de la Commission européenne (ESI) recule fortement en mars à 94,5 (-8,9 pts par rapport à février) en Zone euro, soit le plus fort déclin mensuel depuis 1985. La Commission européenne alerte toutefois sur la qualité de son enquête dont l'échantillon a été fortement affecté par les mesures de confinement. L'indicateur s'est fortement contracté en Italie (-17,6 pts) et en Allemagne (-9,8 pts) et dans une moindre mesure en France (-4,9 pts) et en Espagne (-3,4 pts). **L'effondrement a été particulièrement marqué au niveau des services** (-13,3 pts) et de la vente au détail (-8,1 pts). Les contractions observées dans l'industrie (-4,6 pts) et la construction (-2,7 pts) ont été plus modestes. L'indicateur de confiance des services financiers, qui n'est pas inclus dans le calcul de l'ESI, enregistre la plus forte contraction (-15 pts). Enfin, les perspectives sur l'emploi ont fortement chuté (-10,9 pts).

Suivi Macroéconomique

Les premiers indicateurs à haute fréquence indiquent une forte progression du chômage en mars. En Espagne, 302 265 demandeurs d'emploi supplémentaires ont été enregistrés en mars, soit une hausse de 9,3% sur un mois. Cette progression serait particulièrement marquée dans le secteur de la construction (+23% sur un mois). Le Ministère de l'emploi et de la sécurité sociale souligne que ces chiffres reflètent l'impact de l'épidémie de COVID-19 qui a interrompu une tendance positive. En effet, sur les 12 premiers jours du mois de mars, une baisse du nombre de chômeurs de 2 857 avait été enregistrée. Le nombre de cotisants à la sécurité sociale, un autre indicateur à haute fréquence de l'évolution sur le marché du travail, indique un recul encore plus brutal de 833 979. **En France,** la Ministre du Travail, Muriel Pénicaud, a annoncé que 4 millions de salariés dans 400 000 entreprises sont désormais inscrits au dispositif de chômage partiel adapté mis en place par le gouvernement face à l'épidémie de Covid-19. Cela représente 20% du total des salariés en France. **Au Royaume-Uni,** le nombre d'inscription au Crédit universel (Universal credit) – un système de prestations sociales combinant six prestations différentes dont les indemnités chômage – a augmenté de 950 000 depuis le début du confinement le 16 mars.

L'inflation ralentit fortement en mars en zone euro à 0,7% contre 1,2% en février. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaire) a également baissé, dans une moindre mesure, pour atteindre 1% contre 1,2% en février. Ainsi, l'inflation s'éloigne encore davantage de la cible de 2% de la BCE. Ce ralentissement s'explique principalement par la forte contraction de l'inflation énergétique qui atteint -4,3 % en mars (-4 point de pourcentage (pp) par rapport à février), surtout en lien avec le prix du pétrole. La croissance des prix des services (une composante plus domestique) ralentit également à 1,3% (-0,3 pp). Toutefois, on observe une accélération des prix des produits alimentaires, de l'alcool et du tabac à 2,4% (+0,3), avec en particulier un fort rebond de sa sous-composante « aliments non transformés » qui atteint 3,5 % (+0,9). Parmi les principales économies de la Zone euro, c'est la France qui enregistre le plus fort ralentissement de son inflation à 0,7% (-0,9pp) devant l'Espagne à 0,2% (-0,7pp), l'Allemagne à 1,3% (-0,4%) et l'Italie à 0,1% (-0,1 pp).

Asie et reste du monde

« La Banque centrale chinoise poursuit son assouplissement monétaire »

En Chine, le PMI Services publié par Caixin se maintient en zone de contraction à 43 en mars (50 = stagnation), ce qui signifie que l'activité continue de se dégrader par rapport au mois précédent. Toutefois, cette contraction est bien moins marquée que celle enregistrée en février, lorsque l'indice avait atteint un point bas historique à 26,5. En particulier, la demande (domestique et étrangère) reste très dégradée et les entreprises tendent à réduire leurs effectifs. Bien qu'ayant légèrement rebondi, la confiance des entreprises reste très faible. Le PMI manufacturier indique un rebond plus franc avec un retour, de justesse, en zone d'expansion à 50,1 après avoir atteint 40,3 en février. La demande reste toutefois au plus bas comme l'indique le recul des commandes. Les données de ces enquêtes ont été collectées du 12 au 23 mars.

Sur le plan monétaire, la Banque Populaire de Chine (PBoC) a annoncé une baisse du ratio de réserves obligatoires de 1% pour les petites banques commerciales. Cette baisse ciblée interviendra en deux fois : 0,5% au 15 avril puis au 15 mai ce qui permettra de libérer selon la PBOC 400 Mds\$ de Yuan (56 Mds\$) de liquidité dans le système bancaire. Par ailleurs, les autorités monétaires ont aussi annoncé une baisse, la première depuis 2008, du taux de rémunération des réserves excédentaires, qui passe de 0,72% à 0,35%.

Au Japon, le parti du Premier ministre japonais, Shinzo Abe, a proposé un plan de relance record de \$555Mds (60 trillions de Yens, 10% du PIB) pour lutter contre le ralentissement économique causé par la crise sanitaire du Coronavirus (détail des mesures à venir). Par ailleurs, la confiance des chefs d'entreprises des grandes entreprises industrielles (**enquête TANKAN**) baisse pour le cinquième trimestre consécutif et atteint son plus bas niveau depuis le premier trimestre 2013 (-8 points contre 0 le trimestre précédent).

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.