

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

21 décembre 2020

Rédacteurs

Gestion

Recherche Economique

## Jeu de go

### Sommaire

**Suivi des marchés** p2  
Marchés obligataires  
Marchés actions

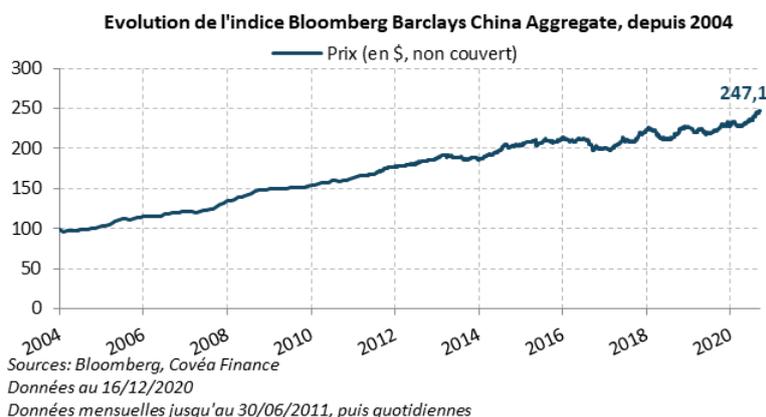
**Suivi macroéconomique** p3  
Etats-Unis  
Europe  
Asie

Les dernières prévisions de l'OCDE font état d'une surperformance de l'économie chinoise sur le reste du monde. La Chine devrait être le seul grand pays à finir l'année 2020 en territoire positif en termes de croissance de PIB (+1.8% vs -3.8% pour le G20), mais surtout prendre la tête des nations dans un rebond (Grand Bond en avant ?) espéré en 2021 (+8% vs +4.7%) et 2022 (+4.9% vs +3.7%). Entre le projet des Routes de la Soie et le nouveau cadre de l'accord de libre échange et de partenariat économique asiatique, la Chine avance... alors que de nombreuses grandes régions et zones économiques ne font que survivre sans aucune politique coopérative de nature à trouver la voie vers une croissance de qualité.

Pourtant, derrière cette croissance apparaissent plusieurs lignes de craquement. On ne reviendra pas sur la transparence ou la fiabilité des statistiques officielles chinoises. Mais force est de constater que les défauts de paiement de taille significative se multiplient. Sans parler encore d'opération « vérité », on note que c'est davantage la nature des entreprises concernées que leur nombre qui frappe. En effet, il s'agit souvent d'entreprises d'Etat, dépendantes du soutien de gouvernements locaux, bien notées par les agences locales ou même appartenant à des secteurs économiques perçus comme stratégiques aux yeux du pouvoir de Pékin. Ce dernier semble décidé à contenir l'endettement des agents privés et semi-publics. Et il le fait savoir quitte à devoir maîtriser un risque de panique sur le segment des obligations d'entreprises ou fragiliser son tissu bancaire régional dont les largesses se justifiaient par cette prétendue garantie implicite des gouvernements locaux. Car cet assainissement du marché a bien pour objet d'aménager l'arrivée d'investisseurs étrangers, pour l'instant essentiellement créanciers d'obligations bancaires ou souveraines.

En effet, la Chine est de retour sur les marchés internationaux. Il y a 1 an, en novembre 2019, elle avait réalisé ses premières émissions en euro depuis 2004 (4Mds€ sur du 7, 12 et 20 ans). Il y a quelques semaines, elle a émis à 5 ans en euro pour la première fois à taux négatifs, ainsi que sur des maturités de 10 et 15 ans. L'encours total de la dette chinoise émise en euro ne s'élève qu'à 8Mds€ mais traduit la volonté de la Chine de créer des emprunts de référence dans la monnaie unique et de diversifier ses sources de financement en dehors du dollar. Un enjeu de confiance aussi, alors que les souches chinoises devraient intégrer progressivement les grands indices obligataires émergents et mondiaux et représentent potentiellement à travers les flux de la gestion indicelle des rentrées de capitaux considérables.

### Focus de la semaine



« La Chine est de retour sur les marchés internationaux »

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

## Obligataires

L'Agence France Trésor a communiqué sur le bilan de ses émissions de l'année et sur son programme 2021, fondé sur le projet de loi de finances pour 2021 en cours de discussion au Parlement :

Après 4 lois de finance rectificatives, la France aura émis 363Md€, soit 130Md€ de plus que son programme initial. Hors Bons du Trésor, la France a émis cette année 289Md€ avec une maturité moyenne de 11,5 ans (vs 11,1 an en 2019 et 10,4 ans en 2018) et un taux moyen de -0,14% (vs 0,11% en 2019 et 0,53% en 2018). Les émissions de maturité supérieure à 15 ans ont progressé sensiblement, passant de 56,6Md€ à 70,4Md€ (+24%), tandis que les émissions d'indexées inflation ont doublé pour atteindre 20 Mds€.

L'évolution de la courbe des taux, en particulier depuis la mise en œuvre des programmes d'achats d'actifs par la BCE, a entraîné une hausse de la maturité moyenne de la dette à 8,2 ans et une baisse du coût moyen de financement à 1,3%. Comme lors des précédentes crises, l'endettement de court terme est un instrument de réponse à un choc imprévu sur le besoin de financement. L'encours de BTF, bien que supérieurs aux années précédentes, finira nettement inférieur au niveau atteint en 2008-2009. Toutefois, l'encours aura augmenté de 54,7Mds€ contre 10 Mds€ prévus en début d'année.

DETTE NÉGOCIABLE DE L'ÉTAT DEPUIS FIN 2017 AU 31 OCTOBRE 2020					
EN MILLIARDS D'EUROS					
	Fin 2017	Fin 2018	Fin 2019	Fin sept 2020	Fin oct 2020
<b>Encours de la dette négociable</b>	<b>1,686</b>	<b>1,756</b>	<b>1,823</b>	<b>2,015</b>	<b>1,995</b>
dont titres indexés	202	220	226	218	218
<b>Moyen et Long Terme</b>	<b>1,560</b>	<b>1,644</b>	<b>1,716</b>	<b>1,848</b>	<b>1,836</b>
Court Terme	126	113	107	167	160
<b>Durée de vie moyenne de la dette négociable</b>	<b>7 ans</b>	<b>7 ans</b>	<b>8 ans</b>	<b>8 ans</b>	<b>8 ans</b>
	296 jours	336 jours	63 jours	12 jours	64 jours

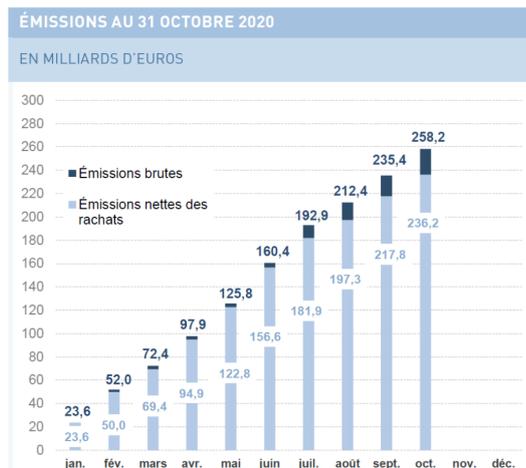
Source : Agence France Trésor

Pour 2021, l'AFT prévoit un programme d'émissions nettes de dettes moyen long terme inchangé par rapport à 2020, à 260Md€ et 19Md€ d'émission de BTF afin de refinancer 128Md€ de tombées et 153Md€ de déficit.

Parmi les annonces les plus notables, on relève un nouveau benchmark à 10 ans (11/31), à 30 ans et à 50 ans ainsi qu'une nouvelle OAT verte à 20 ans. De plus, l'AFT maintient son engagement d'émettre environ 10% de son programme en titres indexés à l'inflation.

Enfin, on note que le mois d'août deviendra un mois d'adjudication.

L'Allemagne a depuis également dévoilé son programme 2021 : Le montant total devrait avoisiner 240Mds€, dont une forte hausse de Bubills (+60Mds vs 2020, soit 50% du programme), 10Mds€ d'obligation 30 ans verte 2050 via 2 syndications en mai, un nouveau 30 ans 2052 en septembre et 6 à 8 Mds d'indexées inflation.



Source : Agence France Trésor

## Actions Europe

Les marchés actions européens continuent de progresser cette semaine. Le MSCI EMU est en hausse de 1,7%, principalement entraîné par les valeurs allemandes dont l'automobile ; le DAX progressant de 3,9% sur la semaine. Depuis le début de l'année, l'indice de la zone euro est donc toujours en recul de 3,1% malgré l'appréciation récente. Seuls quatre secteurs sont en hausse depuis le début d'année. : la Technologie (+11,9%), la Consommation cyclique (+17%), les Services aux collectivités (+8,6%) et les Matériaux (+3%). La polarisation des performances reste importante.

A l'autre extrémité, et si les valeurs de l'Energie et des Financières ont fortement rebondi depuis début novembre, ces deux secteurs restent en forte baisse depuis le début d'année - respectivement (-23,2%) et (-18,8%) - au même titre que l'Immobilier (-14,6%) et les services de communication (-9,7%).

L'autre secteur perdant est la Santé, ce qui peut paraître étonnant au regard de la crise sanitaire que nous vivons depuis le début de cette année. Après avoir atteint une performance absolue de +6% au début de l'été, le secteur baisse depuis et est en recul de -5,4% en 2020.

Cela traduit le changement de perception des investisseurs quant à l'évolution du risque sanitaire au cours de l'année. L'approche de l'annonce d'un vaccin, puis sa matérialisation, ont agi comme un facteur majeur de mouvement de marché. Les bénéficiaires de la première phase devant être ceux qui seraient pénalisés par la réouverture des économies permise par les vaccins. Les flux se reportant alors sur les secteurs les plus touchés par le virus. Néanmoins, si les annonces positives en provenance de Moderna, Pfizer/BioNtech, voir AstraZeneca, sont évidemment positives, les défis des chaînes logistiques et d'approvisionnement sont importants, et même renforcés par l'annonce du retard pris par GSK et Sanofi dont le vaccin aurait

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

été plus facile à transporter. Le risque sanitaire reste donc présent, et la semaine passée a été marquée par des annonces de durcissement des politiques de confinement en Europe.

Dans cet environnement où la visibilité reste faible, les thèmes que nous avons décrits au PEF que sont les changements structurels et les priorités stratégiques des Etats, les thèmes porteurs d'avenir et la capacité de résistance, de survie dans cet environnement demeurent essentiels pour nous offrir des points d'ancrage. A ce titre, la contre-performance de certaines valeurs de Santé nous offre des opportunités, surtout pour les acteurs qui permettront de faire face au défi des relocalisations voulues par les Etats, pour qui la souveraineté sanitaire est redevenue essentielle. Nous avons fait un point sur ce secteur lors de notre dernier PEF pour extraire les futurs gagnants de cette évolution. Nous investirons sur ces valeurs en apportant un soin particulier aux points d'entrée.

## Le regard de l'analyse financière et extra-financière

**Harmoniser le salaire minimum au niveau européen, mission quasi-impossible** : La Commission européenne n'a pu que constater la progression de la part des travailleurs pauvres dans l'UE : de 8,3 % en 2007 à 9,4 % en 2018. En France, le rapport annuel du Secours Catholique a alerté que la barre des dix millions de pauvres serait franchie en 2020. Non seulement les salaires minimaux s'éloignent de plus en plus des salaires médians, mais varient aussi grandement d'un Etat membre à un autre – alors que les travailleurs bulgares peuvent espérer un minimum légal de 312 euros, celui-ci s'élève à 2 142 euros au Luxembourg. Dans ce contexte, Bruxelles cherche à renforcer et à standardiser le salaire minimum national au sein de l'Union Européenne. La Commission estime qu'il devrait atteindre au moins 60% du salaire médian ou 50% du salaire moyen pour être considéré « adéquat ». Les 27 devraient également rendre compte chaque année de leurs mécanismes de fixation des salaires. Mais que se passe-t-il dans le cas où un pays, à l'instar de la Suède et du Danemark, fait connaître son opposition à cette proposition de directive qui remettrait en cause son modèle de marché du travail ?

La Commission européenne laisse entendre que le suivi de ces recommandations se fera dans le cadre du processus annuel de coordination des politiques économiques et de l'emploi à l'échelle de l'UE (Semestre européen). Dans le cadre du semestre européen, la Commission européenne produit des recommandations par pays qui détaillent les réformes à effectuer au cours des douze prochains mois. En théorie, le non-respect de ces recommandations peut entraîner une sanction financière. Toutefois, dans les faits, les sanctions sont très rares, même pour les pays dont les finances publiques sont très mal orientées. Par ailleurs, un rapport du parlement européen indique qu'en 2019, seules 50% des recommandations formulées par la Commission européenne ont été appliquées.

La proposition de la Commission doit désormais être soumise à l'approbation du Parlement européen et du Conseil. Il est tout à fait possible que celui-ci la rejette, dans la mesure où les pays nordiques ne sont pas les seuls à être opposés à ce texte – la Hongrie, la République Tchèque, la Slovaquie et la Pologne contestent la légitimité de la Commission à agir sur la question des droits sociaux. Le concept d'un salaire minimum européen, renforcé et standardisé, commence donc à faire son chemin mais n'ira probablement pas au-delà de recommandations non-contraignantes dans un premier temps. Si la directive venait, contre toute attente, à être adoptée, les États membres disposeraient d'un délai de deux ans pour la transposer en droit interne et communiquer les textes correspondants à la Commission, qui effectuera une évaluation de la directive après cinq ans.

## Actions Internationales

Aux Etats Unis le S&P 500 progresse de 1,25% sur la semaine dans un contexte toujours quelque peu ambivalent puisque les autorisations de délivrer rapidement des vaccins contrastent avec la circulation très active du virus qui implique de prendre des mesures fortement contraignantes dans des grandes villes comme New York.

Ainsi, sur la semaine, la technologie, quelque peu en retrait depuis les élections et les premières annonces de vaccins, a surperformé. On notera à ce propos la très bonne publication de résultats d'Accenture qui s'adapte au contexte pandémique et aide ses clients à se digitaliser davantage. La consommation discrétionnaire progresse également fortement, bénéficiant à la fois de la bonne tenue de plateformes digitales comme Etsy mais aussi certains promoteurs immobiliers comme Lennar dont les bons résultats et perspectives profitent indirectement à d'autres acteurs de la chaîne de valeur immobilière comme Pool Corporation (piscines et jardins). A l'inverse, les secteurs plus cycliques comme l'énergie, l'industrie et les financières sous performent de même que les services de communication où l'on note que AMC Network estime devoir lever au moins 750M\$ pour ne pas faire faillite, témoignant ainsi que, malgré l'optimisme ambiant, les difficultés économiques persistent notamment pour certains modèles traditionnels.

La multiplication des initiatives des régulateurs à l'encontre des géants du numérique :

Même si Alphabet (Google) a obtenu l'autorisation de l'union Européenne pour le rachat de FitBit, la semaine a été à nouveau marquée par cette thématique et beaucoup d'entreprises du digital dont Amazon, Snapchat, Twitter ainsi que WhatsApp et Youtube (respectivement propriétés de Facebook et Alphabet) ont reçu l'ordre de la FTC de fournir à la commission des détails sur leurs pratiques en matière de collecte de données et de publicité. L'enquête cherche à déterminer la manière avec laquelle ces plateformes collectent, utilisent, suivent des informations personnelles et démographiques, comment elles déterminent le type de publicité et autres contenus présentés aux consommateurs, et comment elles incluent et exploitent les données personnels dans leurs algorithmes.

# Analyse de l'évolution des marchés sur la semaine

Cette levée de boucliers des régulateurs et des politiques à l'égard des géants du numérique est de plus en plus visible même aux Etats-Unis qui, jusqu'à présent, n'avaient volontairement pas fait entrave à leur progression, y voyant une opportunité pour l'Amérique d'assurer sa domination dans l'Internet et la technologie. Elle témoigne de la prise de conscience que l'influence des plateformes atteint des niveaux potentiellement préoccupants, susceptibles de nuire non seulement à la concurrence mais aussi aux utilisateurs. Cela n'affecte toutefois pas encore les valorisations de ces acteurs qui continuent de progresser, à l'image d'Apple dont le titre a profité des signaux très positifs quant aux ventes de son dernier iPhone. Mais au-delà, la faible sensibilité des GAFAs aux attaques des régulateurs est notamment liée à la perception que les mesures qui pourraient être prises à leur encontre sont complexes à élaborer. Au contraire, les mises en place de mesures contraignantes pour préserver la vie privée des utilisateurs ont plutôt eu pour effet de renforcer la domination des géants du numérique et notamment d'Apple et Google qui verrouillent d'avantage l'accès aux données de leurs utilisateurs et disposent de moyens conséquents pour comprendre et appliquer la réglementation, contrairement aux petits acteurs.

Enfin, l'ambiguïté reste majeure dans la mesure où l'on assiste à une concurrence de plus en plus féroce au sein même des géants du numérique :

Ce phénomène est encore illustré cette semaine, Amazon s'obstinant à vouloir ravir le contrat du Pentagone à Microsoft et Facebook ayant annoncé qu'elle aiderait Epic Games dans sa bataille juridique contre Apple en fournissant un certain nombre de documents. Pour rappel, Epic Games poursuit Apple en raison du monopole de l'App Store et Facebook est opposée à la stratégie d'Apple visant à permettre aux utilisateurs d'empêcher les applications de collecter des données personnelles. En effet, iOS14 donnera aux utilisateurs d'iPhone et d'iPad la possibilité de ne plus partager les données personnelles sur lesquelles les développeurs s'appuient pour personnaliser les publicités.

En Asie, les marchés les plus impactés par la pandémie rebondissent dans la perspective de bénéficier de l'arrivée des vaccins et notamment l'Indonésie et l'Inde.

En revanche, les autres marchés de l'Asie (Hong Kong), Taiwan, Singapour, Corée du Sud) sont stables sur la semaine (en devise locale) et seule la Malaisie termine la semaine en baisse en raison du manque de visibilité sur la transition politique.

Au Japon, le budget du plan de relance de 19,2 trillions de yens est approuvé. A ce titre 60% (11,7 trillions de yens) seront alloués à la réforme de l'économie japonaise post-épidémie dont 2 trillions serviront à créer un fonds de soutien pour le développement de la technologie verte, participant ainsi à l'objectif d'atteindre la neutralité carbone. 4,4 trillions serviront à financer les mesures pour arrêter la propagation de l'épidémie et 3,1 trillions viendront soutenir les infrastructures de protection contre les désastres naturels.

On note cette semaine que les tensions sino-américaines ont été ravivées suite à la rumeur affirmant que le Département du Commerce américain pourrait ajouter 80 sociétés chinoises à une liste noire, leur empêchant tout échange avec les Etats-Unis (achat de technologies, vente de produits, ...). Le groupe SMIC et ses fournisseurs serait particulièrement visé en raison de liens supposés avec l'armée chinoise.

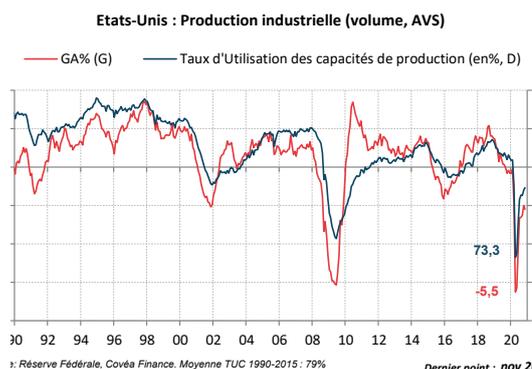
Dans la recherche de souveraineté, notons les efforts du Japon pour se doter d'une industrie compétitive et en adéquation avec ses objectifs d'une économie neutre en carbone à l'horizon 2050. Cet ambitieux projet passe par un objectif intermédiaire de bannir totalement les ventes de voitures thermiques en 2030. Or aujourd'hui, l'automobile représente 16% du total des émissions au Japon, loin devant les autres types de transport (avions, navires, trains) qui n'en représentent que 3%. Dans cette perspective, le gouvernement compte subventionner le développement des batteries « made in Japan » avec un fonds de 19.2 Mds\$ et constituera par ailleurs un fonds équivalent à 2,4 milliards de dollars pour soutenir les projets dits de "villes intelligentes".

# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« La contraction de l'activité industrielle reste significative en cette fin d'année »

**Après des mois de négociation, les responsables Républicains et Démocrates ont finalement conclu un accord autour d'un nouveau soutien budgétaire de 900 Mds\$ (4% du PIB), axé sur les aides aux PME et au revenu des ménages.** Ce plan, qui réactive ou prolonge nombre de mesures introduites par le CARES Act en mars 2020, comprend des envois directs de chèques de 600\$ par personne (montant dégressif à partir de 75 000\$ de revenu annuel), le



versement d'indemnités chômage supplémentaires de 300\$ par semaine jusqu'au 14 mars, ainsi que la prolongation des programmes d'indemnités PUA (élargissement de l'éligibilité aux indépendants) et PEUC (prolongation des indemnités chômage standards) jusqu'en mars 2021. Le montant dédié aux envois de chèques et aux indemnités chômage atteint 286 Mds\$. Pour les PME, le plan alloue une enveloppe de 325 Mds\$, dont 284 Mds\$ pour le *Paycheck Protection Program*, un programme de prêts garantis aux PME ayant expiré en août. Par ailleurs, les mesures comprennent notamment 69 Mds\$ pour la lutte contre la pandémie, 82 Mds\$ pour les écoles, 45 Mds\$ pour le secteur des transports (dont 16 Mds\$ pour soutenir l'emploi dans le secteur aérien) et 26 Mds\$ pour l'aide alimentaire. Le moratoire sur les expulsions de logement est également prolongé jusqu'au 31 janvier 2021. Ce texte doit être voté à la Chambre des Représentants et au Sénat ce lundi, parallèlement au vote de la loi de financement de l'Etat fédéral qui autorisera les dépenses du gouvernement fédéral jusqu'au 30 septembre 2021.

**Si le bras budgétaire a finalement été actionné, la Réserve fédérale n'a de son côté pas apporté de modification majeure à sa politique monétaire** lors de la réunion de décembre. Le taux directeur est resté inchangé et le programme d'achat d'actifs continuera sur le rythme actuel (80 Mds\$ de Treasuries et 40 Mds\$ de MBS par mois). **L'allongement de la maturité des titres du Trésor achetés, une possibilité débattue lors de la dernière réunion d'octobre, n'a pas été retenu. Toutefois les indications prospectives (*forward guidance*) sur ce programme d'achat ont été renforcées dans un sens plus prudent** : précédemment le programme d'achat devait continuer « au cours des prochains mois » ; désormais le communiqué cite que le programme continuera jusqu'à ce que des « progrès supplémentaires significatifs » se matérialisent sur les objectifs d'emploi et d'inflation, une formulation volontairement vague. Les prévisions économiques du FOMC ont également été mises à jour. Concernant le PIB, la médiane des prévisions des membres du FOMC a été revue en hausse pour 2020, avec une contraction de -2,4%, contre -3,7% dans les prévisions de septembre dernier. Les perspectives pour le chômage sont également meilleures avec un taux de chômage à 6,7% fin 2020 (7,6% en septembre), puis 5% fin 2021 (5,5% en septembre). Sur l'inflation, les prévisions restent globalement les mêmes, avec un retour à 2% pas avant fin 2023. Dans ces conditions, le taux directeur est envisagé stable à horizon 2023, avec toutefois 5 participants sur 17 qui envisagent une hausse en 2023, soit un de plus qu'en septembre.

Dans l'industrie, la production a progressé de 0,4% au mois de novembre, tirée par des équipements de transport en hausse de 3,9% sur le mois. **Après avoir été quasiment à l'arrêt en avril, la production automobile est désormais revenue à son niveau d'il y a un an.** Le secteur manufacturier bénéficie toujours d'un effet de rattrapage et vraisemblablement d'un mouvement de reconstitution des stocks. Malgré la progression de la production en novembre, la contraction annuelle reste significative à -5,5%, après -5% en octobre. Le taux d'utilisation des capacités de production poursuit par ailleurs son lent redressement et atteint 73,3%, un niveau toujours très nettement inférieur à la situation pré-crise Covid-19 (77% en janvier 2020). Concernant les données d'enquête, la dynamique dans le secteur manufacturier semble ralentir en décembre.

**Les ventes au détail américaines de novembre n'ont pas résisté à la 3<sup>ème</sup> vague épidémique.** Le niveau des ventes s'est contracté de 1,1% en novembre et la variation mensuelle d'octobre a été révisée à -0,1%, contre +0,3% en première estimation. Il s'agit des premiers reculs enregistrés depuis avril dernier. Face à la montée inédite du nombre de cas de covid-19, les mesures de restrictions sanitaires se sont multipliées localement, entraînant une chute de 4% des ventes du secteur de la restauration sur le mois. Par ailleurs, l'habillement enregistre une baisse de -6,8% et le mobilier et équipements de -2,1%. Cette dégradation n'est pas compensée par les ventes en ligne qui n'ont progressé que modestement sur le mois (0,2%). La poursuite de la dégradation épidémique en décembre, et le renforcement des contraintes sanitaires laissent augurer d'une fin d'année difficile pour les détaillants. Au-delà des restrictions, l'affaiblissement du soutien gouvernemental au revenu (expiration progressive des indemnités chômage exceptionnelles) peut être un élément explicatif de la modération des dépenses.

**Sur le marché du travail, les nouvelles demandes d'allocation chômage progressent pour la deuxième semaine consécutive en décembre, nouveau signe de la récente détérioration de la situation économique.** Les nouvelles inscriptions atteignent 885 000 personnes la semaine du 12 décembre, une hausse de 23 000 par rapport à la semaine précédente.

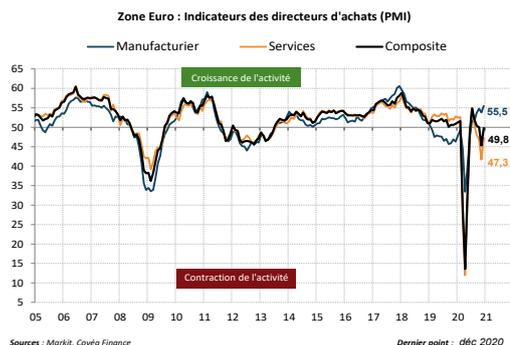
**Dans l'immobilier, le dynamisme du secteur résidentiel se maintient en cette fin d'année 2020.** Les mises en chantier et les permis de construire progressent de respectivement 1,2% et 6,2% au cours du mois de novembre, prolongeant la phase de hausse initiée depuis mai dernier. Cette vigueur concerne tout particulièrement les maisons individuelles (+22% en rythme annuel), tandis que les grands immeubles d'habitation (plus de 5 logements) affichent une forte chute (-17%).

# Suivi Macroéconomique

## Europe

« La situation sanitaire se dégrade rapidement au Royaume-Uni »

L'actualité macroéconomique de la semaine a principalement été marquée par la publication des premiers indicateurs du climat des affaires pour le mois de décembre. L'indicateur composite PMI, construit à partir d'une enquête auprès des directeurs d'achats du secteur manufacturier et du secteur des services (hors distribution), enregistre une hausse de 4 points pour atteindre 49,8 en décembre. Cette amélioration suggère une quasi-stabilisation de l'activité après le recul enregistré au mois de novembre. La dynamique reste très hétérogène par secteur. Le PMI Service se redresse à 47,3 (contre 41,7 le mois dernier) mais indique toujours une activité déprimée qui contraste avec le dynamisme de l'industrie manufacturière (PMI Manufacturier à 55,5), qui profite toujours d'une très forte demande (notamment étrangère). Les suppressions d'effectifs se poursuivent dans les deux secteurs, mais à un rythme moindre. Enfin, la confiance des directeurs d'achats atteint un plus haut en 32 mois, en lien avec les nouvelles concernant le déploiement d'un vaccin. Par pays, l'industrie allemande continue d'enregistrer une forte expansion tandis que la France affiche des performances plus modestes. Toutefois, les résultats de l'enquête PMI doivent être interprétés avec beaucoup de prudence dans la mesure où, l'enquête ayant été réalisée entre le 4 et le 15 décembre, elle ne prend pas en compte les nouvelles mesures de confinement en Allemagne.



Le PMI Composite est passé de 45,8 en novembre à 49,8 en décembre. Le PMI Manufacturier est passé de 48,8 à 55,5, et le PMI Services de 41,7 à 47,3.

**Du côté des données d'activité, la production industrielle manufacturière poursuit son amélioration séquentielle et enregistre une croissance mensuelle positive (1,9%) pour le sixième mois**

**consécutif en octobre.** La hausse de la production est généralisée mais apparaît plus dynamique en Allemagne, qui profite de sa spécialisation dans les biens à haute valeur ajoutée. Aucun de ces pays ne s'approche toutefois des niveaux d'avant crise, ce qui contraste avec la dynamique des ventes au détail. Par produits, la hausse mensuelle apparaît principalement liée aux biens d'équipements (électronique, optique et machines et équipements). Le secteur automobile se distingue avec une hausse de 8,3% de la production sur le mois. Sa production s'approche des niveaux de fin 2019 mais demeure toutefois sur des niveaux historiquement bas, loin du plus haut de 2018. **En ce qui concerne le commerce, malgré un redressement marqué, les flux commerciaux restent bien inférieurs aux niveaux d'avant crise.** En octobre, les exportations et les importations extra-zone euro enregistrent un recul annuel de 9% et 11,7% respectivement.

**Au niveau politique, le cadre financier pluriannuel 2021-2027 (c'est-à-dire le budget de l'Union Européenne) a été officiellement approuvé par le Parlement européen pour un montant de 1 074 Mds€.** Concernant le plan de relance de 750 Mds€, les parlements nationaux des Etats membres devront approuver la décision sur les ressources propres dans les prochaines semaines pour autoriser la Commission à se financer sur les marchés dans le cadre de ce plan.

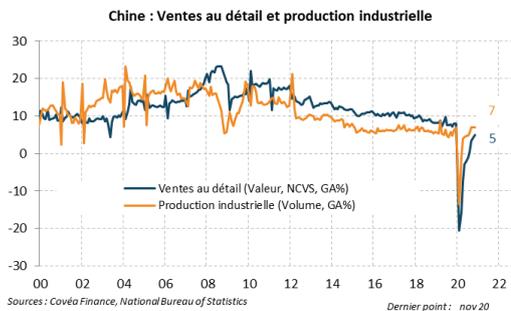
**Au Royaume-Uni, la dégradation rapide de la situation sanitaire a conduit le pays à mettre en place des nouvelles mesures sanitaires.** Le gouvernement a annoncé l'apparition d'une nouvelle souche du Coronavirus dont la progression serait « hors de contrôle », pour reprendre les termes du ministre de la santé britannique. Dans ce contexte, le gouvernement a annoncé, en urgence et dès le 20 décembre, la mise en place de nouvelles mesures de confinement strictes, à l'instar de celles observées lors de la première vague, dans plusieurs régions (Sud-est et est de l'Angleterre, Londres, Pays de Galles et, dans un second temps, Irlande du Nord). Les commerces dits « non-essentiels » seront fermés et les déplacements limités. Au total, près de 20 millions de personnes seront concernées par ces mesures qui risquent de peser lourdement sur la consommation et les services. Dans ce contexte, la plupart des pays frontaliers ont annoncé, dans l'urgence là-aussi, des interdictions de déplacements pour les personnes, mais parfois aussi pour les marchandises. **Du côté du Brexit, les négociations n'ont, officiellement, fait l'objet d'aucune avancée.** A une dizaine de jours de la date butoir (le 31 décembre), on voit mal comment l'UE et le Royaume-Uni pourront disposer du temps nécessaire pour arriver à un accord et le ratifier au sein des parlements respectifs. Des arrangements intermédiaires risquent donc d'être nécessaires. **Du côté du climat des affaires, l'indicateur PMI enregistre, à l'instar de la Zone euro, une forte hausse pour atteindre 50,7 en décembre.** Le secteur des services affiche une modeste amélioration mais demeure en-dessous du niveau indiquant une amélioration du climat des affaires. En revanche, le PMI Manufacturier continue de surprendre pas sa vigueur. Il enregistre une nouvelle hausse et atteint 57,3 en décembre. Toutefois, cette progression traduit en grande partie les accumulations de stocks à l'approche du Brexit. **Du côté de la consommation, les ventes au détail reculent de 3,8% en novembre par rapport au mois précédent sur fond de fermeture de nombreux magasins pour raisons sanitaires.** La dynamique des ventes au détail est particulièrement contrastée en fonction des secteurs. Sur le mois, les ventes d'habillement et de carburants baissent très fortement (-19% et -16,6% respectivement). Enfin, **la Banque d'Angleterre (BoE) a maintenu, à l'unanimité le statu-quo, avec un taux d'intérêt directeur à 0,1% et un programme d'achats d'actifs de 895 Mds£, dont 875 Mds£ d'obligations souveraines et 20 Mds£ d'obligations d'entreprises.** La BoE a toutefois procédé à une extension de 6 mois du programme de financement à destination des PME (*Term Funding Scheme for SMEs*). La BoE se déclare plus optimiste vis-à-vis des perspectives économiques, en lien avec le déploiement du vaccin, mais note que l'activité pourrait être plus faible qu'anticipé au T4 2020. Les projections de la BoE restent conditionnées à la mise en place d'un accord sur le Brexit. En l'absence d'accord, la Banque d'Angleterre risque de faire face, selon ses propres projections, à une baisse de la croissance et à une hausse des tensions inflationnistes, sur fond de dépréciation de la devise.

# Suivi Macroéconomique

## Asie et reste du monde

« La Chine maintient son dynamisme »

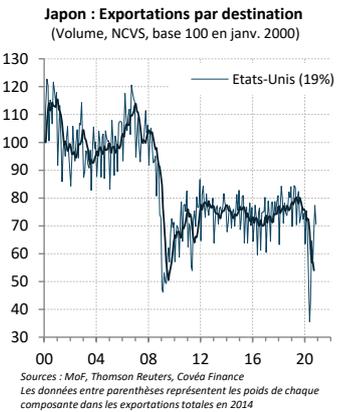
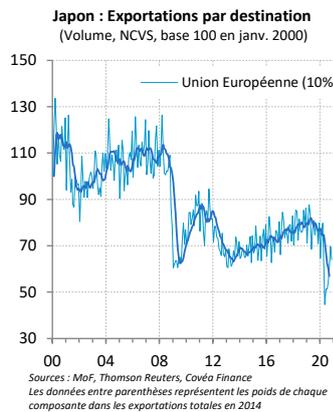
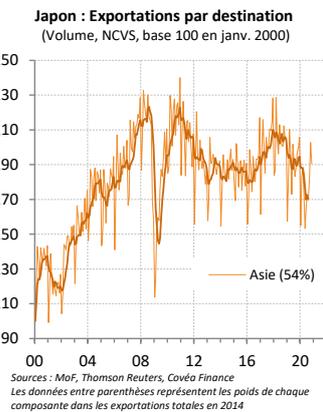
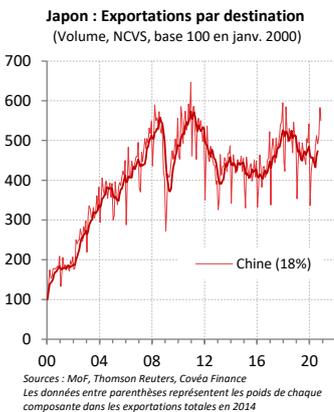
**La reprise de l'activité se poursuit en Chine au mois de novembre.** La croissance annuelle de la production industrielle accélère davantage pour atteindre 7%, tandis que celle des ventes au détail atteint 5%, un plus haut sur l'année pour les deux mesures.



A rebours des pays développés, la reprise chinoise s'est d'abord appuyée sur son secteur industriel et sur des exportations dynamiques. La reprise de la consommation a été plus poussive, si bien que cette dernière reste en-deçà de son niveau de décembre 2019. Les ventes au détail ont toutefois affiché plusieurs mois consécutifs de progression et ont bénéficié, en novembre, des soldes de « la Fête des célibataires ».

**Au Japon,** sur le mois de novembre, le volume d'exportations ajustées des variations saisonnières a poursuivi sa trajectoire haussière pour retrouver des volumes mensuels équivalents à ceux observés en fin d'année 2019. Cette « normalisation » du flux d'exportations après le fort décrochage causé par les conséquences économiques de la pandémie de Covid-19 sur l'activité mondiale permet au Japon d'accroître son excédent commercial (570 Mds Yens) dans un contexte où les importations restent déprimées par une consommation locale en berne.

Par pays et zone géographique, les volumes (non ajustés des variations saisonnières) d'exportations vers la Chine restent très élevés, tandis que ceux vers l'UE demeurent, malgré le rebond récent, sur une tendance baissière depuis le début de l'année 2019. Le rebond confirmé des exportations japonaises vers ses partenaires asiatiques est encourageant, dans un contexte marqué récemment par la signature d'un important accord commercial dans la région (RCEP), et pourrait permettre au Japon de rompre la tendance baissière observée depuis 2018.



Sur le plan domestique, la confiance des directeurs d'achats du secteur manufacturier, illustrée par l'indice Markit PMI, poursuit sa lente progression en décembre. A 49,7 points, cet indice se rapproche lentement du seuil symbolique des 50 points, seuil illustrant pour cette enquête d'opinion l'équilibre entre les participants observant une hausse de leur activité, et ceux relevant une baisse. A l'issue de son comité de politique monétaire, la Banque du Japon a laissé inchangé son taux directeur à -0,1% et a étendu pour six mois une série de mesures visant à assouplir les conditions de financement des entreprises affectées par la crise du Covid-19 (achats de titres de dette d'entreprises, programme de prêts pour les petites entreprises). La BoJ a annoncé qu'elle conduira une revue sur de nouvelles mesures visant à un assouplissement supplémentaire « efficace et durable » de sa politique monétaire dont les résultats seront annoncés au mois de mars prochain. Cette revue de sa politique monétaire ne remettra pas en cause sa politique de contrôle de la courbe des taux souverains japonais.

La publication des chiffres de l'inflation japonaise pour le mois de novembre confirme l'absence de pressions sur les prix, avec même une baisse des prix qui s'est accentuée sur le mois avec des prix désormais en recul de 0,9% relativement à novembre 2019, contre -0,7% en octobre.

# Tableaux synthétiques

INDICATEURS MACRO		juil.-20	août-20	sept.-20	oct.-20	nov.-20	déc.-20	
Etats-Unis	Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-6,6	-6,5	-6,3	-5,0	-5,5		
	Dépenses personnelles de consommation (volume, CVS, GA%)	-3,7	-3,0	-2,1	-1,8			
	Créations / Destructions nettes d'emplois (nonfarm payrolls, milliers)	1761	1493	711	610	245		
	Exportations (volume, CVS, GA%)	-9,9	-8,1	-5,2	-3,2			
	Salaires horaires nominaux (valeur, CVS, GA%)	4,6	4,6	4,7	4,4	4,4		
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	1,0	1,3	1,4	1,2	1,2		
Europe	Zone euro	Crédits aux entreprises (Valeur, NCVS, M ds €)	4745,5	4745,7	4722,7	4732,4		
		Taux de chômage (%de la population active)	8,7	8,6	8,5	8,4		
		Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	0,4	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	
	Allemagne	IFO - Perspectives de Production à 6 mois (indice)	98,7	99,7	101,3	98,6	96,8	98,4
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	5,0	6,7	4,9	7,9		
		Commandes à l'industrie (volume, CVS, GA%)	-6,7	-1,5	-1,2	1,9		
		Exportations (valeur, CVS, GA%)	-10,9	-7,9	-6,6	-7,0		
	France	Banque de France - Climat des affaires (indice)	99,2	105,3	100,9	97,2	95,8	
		Climat dans le secteur de la construction (indice)	-14,0	-13,4	-13,5	-15,6	-16,5	
		Dépenses de consommation - Total (volume, CVS, GA%)	1,3	3,5	-0,8	2,7		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-8,3	-6,4	-5,9	-4,2		
	Italie	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-15,8	-17,4	-10,2	-9,7		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-7,5	-0,1	-4,8	-2,5		
		PMI Manufacturier (Indice)	51,9	53,1	53,2	53,8	51,5	
	Espagne	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-8,8	-4,3	-4,4	-7,3		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-5,9	-5,5	-3,1	-1,6		
		PMI Manufacturier (Indice)	53,5	49,9	50,8	52,5	49,8	
	Royaume-Uni	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-7,7	-6,3	-3,9	-4,5		
		Production Industrielle (volume, CVS, GA%)	-7,3	-6,3	-6,3	-5,6		
		Ventes au détail (volume, CVS, GA%)	1,2	2,8	4,6	5,8	2,4	
Asie	Inflation (prix à la consommation, GA%)	1,0	0,2	0,5	0,7	0,3		
	Dépenses de consommation (volume, CVS, GA%)	-7,7	-8,2	-8,9	3,6			
	Exportations (valeur, CVS, GA%)	-20,3	-11,7	-7,8	-1,8	-1,6		
	Salaires nominaux (volume, CVS, GA%)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,8			
Chine	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	0,3	0,2	0,1	-0,4	-1,0		
	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	4,8	5,6	6,9	6,9	7,0		
	Ventes immobilières résidentielles (volume, GA% moyen depuis le début de l'année)	-5,0	-2,5	-1,0	0,8	1,9		
Autres émergents	Importations (valeur, NCVS, GA%)	-1,4	-2,1	13,2	4,7	4,6		
	Production industrielle (volume, CVS, GA%)	-2,6	-0,9	1,7	1,0			
	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	2,3	2,4	3,1	3,9	4,3		
	Production industrielle (volume, NCVS, GA%)	-5,9	-4,2	-3,6	-5,5	-2,6		
Russie	Inflation (prix à la consommation, NCVS, GA%)	3,4	3,6	3,7	4,0	4,4		

05/11/2020 : 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	05/11/20	18/12/20	Variation depuis le 31/12/19 (% ou pbs)*	Variation depuis le 05/11/20 (% ou pbs)*
<b>Marchés obligataires</b>	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	2,00	2,00	-2,50	0,00
		Russie	6,25	4,25	4,25	-2,00	0,00
		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	0,76	0,95	-0,97	0,18
		France OAT	0,12	-0,36	-0,33	-0,45	0,03
		Allemagne	-0,19	-0,64	-0,57	-0,39	0,07
		Italie	1,41	0,67	0,57	-0,85	-0,10
		Royaume-Uni	0,82	0,23	0,25	-0,57	0,02
		Japon	-0,01	0,02	0,01	0,02	-0,01
		Corée du Sud	1,63	1,53	1,71	0,08	0,18
		Brésil	3,71	3,34	3,25	-0,46	-0,09
Russie	6,28	6,03	5,96	-0,32	-0,07		
Indice crédit	Indice IBOXX Eur Corporate	237,7	242,2	244,2	2,75	0,82	
<b>Marchés des changes</b>	Contre euro (1 € = ...devises)	Dollar	1,12	1,18	1,23	9,3	3,6
		Sterling	0,85	0,90	0,91	7,1	0,7
		Yen	121,8	122,4	126,6	4,0	3,5
	Contre dollar (1\$ = ... devises)	Won	1167	1128	1100	-5,8	-2,5
		Real brésilien	4,0	5,5	5,1	26,2	-8,2
		Rouble	62,1	77,0	73,3	18,1	-4,8
		Roupie indienne	71,4	74,4	73,6	3,1	-1,1
		Yuan	7,0	6,7	6,5	-6,1	-1,7
<b>Marchés actions</b>	Devises locales	Etats-Unis - S&P	3231	3510	3709	14,8	5,7
		Japon - Nikkei 300	352	342	375	6,5	9,5
		France - CAC 40	5978	4984	5528	-7,5	10,9
		Allemagne - DAX	5971	5440	5897	-1,2	8,4
		Zone euro - MSCI EMU	132	116	128	-3,1	10,3
		Royaume-Uni - FTSE 100	7542	5906	6529	-13,4	10,5
		Corée du Sud - KOSPI	2175	2414	2772	27,4	14,8
		Brésil - Bovespa	118573	100751	118024	-0,5	17,1
		Russie - MICEX	3076	2861	3274	6,4	14,4
		Inde - SENSEX	41254	41340	46961	13,8	13,6
		Chine - Shangai	3050	3277	3395	11,3	3,6
		Hong Kong - Hang Seng	28190	24886	26499	-6,0	6,5
	MSCI - BRIC	1129	1221	1280	13,4	4,8	
	Euro	S&P (€)				5,0	2,0
		Nikkei 300 (€)				2,4	5,8
FTSE 100 (€)					-19,2	9,8	
<b>Matières premières</b>	Agricoles	Mais (centimes de dollar par boisseau)	388	409	438	12,8	6,9
		Indice CRB**	402	415	438	9,1	5,6
	Energétiques	Pétrole (Brent, \$ par baril)	66	41	52	-20,8	27,7
	Métaux précieux	Prix de l'once d'Or	1523	1947	1886	23,8	-3,1
		Prix de la tonne de cuivre	6174	6853	7985	29,3	16,5

\*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.

05/11/2020 : 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.