



# Expertises

Février 2021

## Repères

### ÉCONOMIE

- Zone euro :
  - 12,5 % : taux de croissance du PIB T3 2020 (t/t)
  - 0,3 % : taux d'inflation en décembre (ga)
- États-Unis :
  - + 1,3 % : taux d'inflation en novembre (ga)
  - + 4 % : taux de croissance du PIB T4 2020 (ra)

### MARCHÉS FINANCIERS

#### Taux directeurs

- États-Unis : 0 %
- Zone euro : 0 %

#### Taux à 10 ans des emprunts d'État

- Allemagne : - 0,51 % fin janvier 2021
- France : - 0,28 %
- Italie : 0,64 %
- Espagne : 0,09 %

#### Marchés actions

- États-Unis (S&P500) : - 1,1 % sur un mois
- Europe (Eurostoxx 50) : - 2 %
- Paris (CAC 40) : - 2,7 %

Indice CAC 40 (Paris) à 5400 points fin janvier 2021

### DEVISE ET PÉTROLE

#### Fin janvier 2021

- Dollar : 1,21 pour 1 €
- Pétrole (Brent) : 55\$/baril

En 2020, tous les pays occidentaux tombent en récession. La pandémie, qui a mis sous cloche une partie de l'économie mondiale, a fait apparaître les déséquilibres de notre modèle libéral. Mais tous les pays ne paient pas le même tribut à cette crise. Analyse de Stéphanie Villers, chef économiste de Malakoff Humanis.

2021 est synonyme de défi pour l'investissement socialement responsable et l'investissement à impact, chacun des acteurs de ce marché va devoir revoir en profondeur son offre et ses méthodes pour conserver l'attractivité de ce type d'investissement. Explications de Grégory Schneider-Maunoury, responsable de l'analyse ISR de Malakoff Humanis Gestion d'Actifs.



## Indicateurs ESG

Environnement, Social, de Gouvernance

	↑	↓
<b>E</b>	<b>80</b> : valeur en Mds \$ des décotes comptables portées par le secteur pétrolier européen aux réserves de pétrole qui ne seront pas exploitées du fait de l'objectif de réduction des émissions de carbone de l'Accord de Paris.	<b>140</b> : montant en Mds de \$ du coût des catastrophes climatiques en 2020 (notamment les feux en Australie en Californie, les inondations en Chine, les cyclones dans le Golfe du Mexique).
<b>S</b>	<b>2,9</b> : chaque bénéficiaire de l'ARCE (Allocation de Reprise ou la Création d'Entreprise) de l'UNEDIC crée en moyenne 2,9 emplois dans les 12 mois.	<b>S 35 000</b> : nombre de postes supprimés entre septembre et décembre 2020 en France.
<b>G</b>	<b>2</b> : Nombre de femmes à la tête des sociétés françaises en 2021, quand Barbara Dallibard sera nommée Présidente du conseil d'administration de Michelin.	<b>17</b> : pourcentage de femmes dans les comités exécutifs des sociétés du CAC 40.



## MARCHÉS OBLIGATAIRES : LE PARI FRANÇAIS

Les chiffres de croissance pour 2020 viennent d'être publiés par l'INSEE. C'est donc une chute historique de -8,3 % du PIB qui a été enregistrée. La consommation des ménages qui demeure la composante principale de la création de richesse nationale marque un recul de 7,1 %. L'investissement (FBCF), de son côté, baisse de 9,8 %. Sur le quatrième trimestre, marqué par un deuxième confinement, l'allègement de certaines mesures restrictives a permis d'éviter le scénario catastrophe d'avril dernier. L'économie a reculé dans une moindre mesure à -1,3 % par rapport au troisième trimestre. Les dépenses des ménages pour les fêtes de fin d'année ont été soutenues et ont permis d'éviter la poursuite du décrochage de l'activité économique.

Mais, le début d'année commence sous de fâcheux auspices, la propagation du variant britannique ainsi que la crainte de celui en provenance d'Afrique du Sud ou encore celui du Brésil empêchent d'imaginer une reprise économique avant la fin du premier semestre. La campagne de vaccination reste freinée par notre dépendance vis-à-vis de fournisseurs étrangers. Les laboratoires britanniques et américains peinent pour l'heure à respecter leur engagement et décalent leur livraison. Les autres pays d'Europe sont en confinement beaucoup plus strict pour éviter l'engorgement de leurs services hospitaliers. En France, Emmanuel Macron a fait le choix de prolonger le couvre-feu et de limiter les transferts aux frontières. C'est un pari sur notre capacité à respecter les mesures barrières pour soutenir notre activité et éviter les risques psycho-sociaux liés au confinement. Le sacrifice demandé notamment aux jeunes devient de plus en plus difficile à accepter d'autant que le taux

de pauvreté pour la jeune génération est en train de bondir et laisse craindre l'émergence de tensions à moyen terme.

Dans un contexte sanitaire toujours inquiétant, les marchés obligataires restent sous contrôle. La BCE veille au maintien des taux d'intérêt très faibles. La recrudescence de tensions politiques en Italie, qui ont poussé le Premier Ministre, Giuseppe Conte à la démission, n'ont pas déclenché de craintes sur les taux d'intérêt italiens. L'Italie, pourtant empêtrée dans une situation critique à la fois d'un point de vue sanitaire et économique, cherche en vain une majorité pour conduire sa politique budgétaire et sociale.

Taux d'intérêt à 10 ans



## MARCHÉS ACTIONS : VERS UN PLAN DE RELANCE MASSIF AUX ÉTATS-UNIS ?

Aux États-Unis, le Congrès s'est emparé du projet de loi sur le plan de relance de 1 900 Mds de dollars. Pour l'instant, les Républicains font barrage et proposent une enveloppe de 600 Mds de dollars. Ce qui reviendrait à adresser un chèque à chaque Américain de 1000 dollars au lieu des 1400 dollars annoncés par Joe Biden. Les soutiens à la consommation semblent nécessaires. Les derniers chiffres de dépenses des ménages en décembre confirment la poursuite d'un effritement de la demande avec un recul de 3.3 % faisant suite à une baisse en novembre de 2.7 % (ga). L'inflation refait surface peu à peu en enregistrant une progression de 1.5% en fin d'année et laisse craindre une érosion du pouvoir d'achat. Les difficultés d'approvisionnement, l'augmentation du prix des matières premières en particulier agricoles font pression sur l'indice général des prix. Néanmoins, pour l'heure, le Président de la Fed, Jérôme Powell se veut rassurant et assure être en mesure de réguler l'inflation. Dans ce contexte, les taux souverains américains qui avaient repris des couleurs en décembre semblent se stabiliser avec un taux 10 ans autour de 1 %.

En Chine, l'activité manufacturière a déçu et laisse penser que la reprise restera poussive tant que la pandémie demeurera une actualité prégnante. L'indice PMI manufacturier est ainsi passé de 53 en décembre à 51.5 en janvier. Pour autant, à la veille du Nouvel An chinois, les indicateurs économiques restent bien orientés même si leur vitesse de progression semble plus modérée et ont incité les autorités monétaires

à poursuivre l'assainissement du système financier avec notamment la remontée des taux interbancaires.

En zone euro, le PMI manufacturier s'est montré résilient à 54.8 en janvier contre 55.2 le mois précédent. La forte croissance du secteur manufacturier de la zone euro s'est poursuivie en ce début d'année 2021 et laisse espérer un rebond marqué de l'activité économique lorsque les mesures de confinement et de restrictions seront progressivement levées.

Indices boursiers - Zone euro





## ÉTATS-UNIS – EUROPE : SOLUTIONS ET RÉSULTATS ÉCONOMIQUES FACE À LA CRISE SANITAIRE

En 2020, tous les pays occidentaux tombent en récession. La pandémie, qui a mis sous cloche une partie de l'économie mondiale, a fait apparaître les déséquilibres de notre modèle libéral. Mais tous les pays ne paient pas le même tribut à cette crise. L'économie américaine semble plus résistante que l'économie des pays européens.

Le PIB américain n'a chuté « que » de 3,4 % en 2020 alors qu'en zone euro la croissance aurait, selon les dernières estimations du FMI, reculé de 7,2 %.

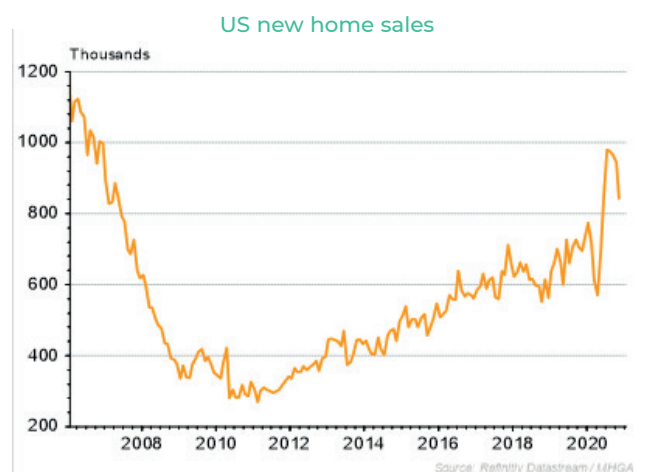
Prévisions FMI Janvier 2021		
Croissance Mondiale	2020	2021
États-Unis	-3,5	5,5
Zone euro	-3,4	5,1
Allemagne	-7,2	4,2
France	-5,4	3,5
Italie	-9	5,5
Espagne	-9,2	3
Royaume-Uni	-11,1	5,9
Japon	-10	4,5
Chine	-5,1	3,1
Inde	2,3	8,1
Russie	-8	11,5
Brésil	-3,6	3
	-4,5	3,6

Les indicateurs d'activité confirment ces divergences. L'indice PMI composite continue sa dérive en zone euro en enregistrant en janvier 47.5 contre 49.1 en décembre. C'est davantage le secteur des services qui se retrouve pénalisé par les mesures de restrictions passant sur la même période de 46.4 à 45. L'industrie réussit à tirer son épingle du jeu demeurant au-dessus du seuil de 50 à 54.7. Mais, la comparaison avec les États-Unis reste saisissante.

L'économie américaine se montre bien plus résiliente que celle de l'Europe. Les indices d'activité américains tous secteurs confondus demeurent invariablement en territoire d'expansion depuis six mois. Force est d'admettre la capacité de rebond des États-Unis grâce à un ajustement rapide des facteurs de production aux fluctuations du cycle économique. Pour autant, rappelons que la gestion de la crise sanitaire reste chaotique outre-Atlantique avec plus de 420 000 décès à fin janvier. Le pays n'a pas imposé de mesures de confinement aussi strictes qu'en Europe. Il revenait aux États d'imposer ou non des restrictions. Mais, au niveau fédéral, le policy mix a fait preuve d'une efficacité remarquable. Il est à l'origine de cette résistance de l'activité économique. Le Congrès américain a voté dans l'urgence dès mars 2020 une enveloppe budgétaire de 2200 milliards de dollars soit environ 10% du PIB. En décembre, ce sont 900 milliards qui ont permis de prolonger les aides adressées aux ménages. Par ailleurs, la perspective d'un nouveau plan de relance de 1900 mds de dollars début 2021 et d'une campagne de vaccination efficace avec 100 millions de personnes vaccinés en 100 jours laisse entrevoir un rebond notable de l'activité économique dès la fin du deuxième trimestre. La Fed s'y prépare et annonce vouloir garder le cap sur l'inflation. Pour autant, pour éviter de tuer la croissance dans l'oeuf, la question de la normalisation de la politique monétaire ne sera pas évoquée avant un ancrage durable de la reprise sur l'ensemble des secteurs d'activité.

En Europe, chaque pays a mis en place de vastes plans de soutien à l'économie. Est venu s'ajouter une avancée historique avec la décision de lancer au niveau de la Commission Européenne un emprunt au nom de l'Union européenne de €750 mds - une première dans l'histoire de la construction européenne. Tenter de quantifier et de comparer les mesures de soutien et d'accompagnement pays par pays demeure un exercice délicat, chaque modèle social repose sur des spécificités qui lui sont propres. Ainsi, les États-Unis ont dû compenser massivement la quasi-inexistence de leur système de protection sociale. Ce qui explique la nécessité de se montrer plus généreux que d'autres pays, dont la France en tête de liste, qui disposent déjà d'un système garantissant l'accès aux soins et un niveau élevé d'indemnisation du chômage.

Néanmoins à ce stade, on a pu observer des comportements distincts chez les ménages. Des deux côtés de l'Atlantique, les subsides de l'État ont pu maintenir une grande partie de la rémunération individuelle. Entre les chèques directement adressés aux ménages américains et la prise en charge total du chômage partiel par les gouvernements européens, les autorités publiques sont restées à la manœuvre pour garantir au mieux le niveau de vie de leurs concitoyens. Ce qui est intéressant d'explorer à ce stade, ce sont les tendances et les comportements d'achat qui se dégagent. Alors que les européens ont fait le choix collectivement de mettre de côté en gonflant leur épargne, les ménages américains en ont profité pour consommer davantage au moment où les mesures barrières étaient allégées et à investir massivement dans la pierre. Le marché de l'immobilier a ainsi bondi, avec une hausse de près de 30 % des promesses de vente entre janvier et août 2020.



L'économie repose sur la confiance des agents qui la composent. L'optimisme des ménages américains comparé à celui des européens a fait la différence en 2020. Leur capacité à réinjecter dans la sphère réelle les transferts reçus par l'État permet la dynamique de la reprise. À l'inverse, l'attentisme des européens freine la capacité de rebond de leur économie. À cela vient s'ajouter la maîtrise de l'innovation et des financements de projets qui semblent être à l'origine d'une croissance durable outre-Atlantique. La valorisation des GAFAM durant la crise sanitaire a montré la suprématie du modèle américain. De même, la recherche financée sans limite ni contrepartie aux États-Unis leur a permis de gagner la course vaccinale. Ainsi, pour 2021 les jeux sont faits, les divergences de croissance devraient se confirmer au profit de l'économie américaine.



## L'INVESTISSEMENT SOCIALEMENT RESPONSABLE À UN PAS DE L'IMPACT ?

Aujourd'hui, l'investissement socialement responsable et l'investissement à impact font face à un défi qui va conduire chacun des acteurs de ce marché à revoir en profondeur son offre et ses méthodes. Tout d'abord, le secteur fait face aux premières conséquences de son succès.

Dans leur ensemble, les gestions dites socialement responsables ont surperformé les gestions traditionnelles. Cela s'explique par au moins trois raisons :

1. **Le positionnement préférentiel de ces fonds** sur des secteurs telles que les énergies renouvelables ou les secteurs peu exposés aux questions environnementales et sociales, telles que le luxe ou la technologie, qui ont tous les deux connu un beau parcours boursier sur la décennie 2010-2020,
2. **La pondération plus faible dans ses fonds** de secteurs tels que l'énergie ou les mines, qui ont connu un parcours boursier moins avantageux sur cette même période,
3. **L'attention particulière portée par les sociétés de gestion** à cette gestion socialement responsable, censée soutenir les processus de gestion mis en place pour les gestions actives.

Cette conjonction de facteurs a attiré l'attention de nombreux investisseurs, citoyens et autres chercheurs. Ces derniers ont lancé en janvier un appel retentissant demandant aux différents acteurs de clarifier les objectifs réels de leurs fonds, et proposent 4 types d'objectifs pour ces fonds :

1. S'agit-il seulement d'intégrer de l'information environnementale, sociale ou de gouvernance dans la gestion des fonds (comme devrait d'ailleurs le faire toute société de gestion qui se respecte, car ces éléments d'information, bien analysés, permettent, dans certains cas de devancer l'information financière et boursière) ?
2. S'agit-il d'ajouter à ce premier objectif, un objectif d'amélioration des pratiques environnementales, sociales et de gouvernance pour gagner en transparence, mais aussi dans la qualité de prise en compte de ces éléments extra-financiers par les entreprises ?
3. S'agit-il aussi d'ajouter à cette pratiques un alignement sur les ambitions définies par les 17 objectifs de développement durable, sur lesquels se sont accordés les 171 pays membres de l'Organisation des Nations Unies ?

4. S'agit-il enfin de viser à financer des entreprises permettant d'améliorer concrètement l'un ou l'autre des objectifs de développement durable avec un indicateur quantifié démontrant cette amélioration ?

La reformulation sous forme de questions permet de montrer que chaque catégorie de fonds pose une question ou plutôt une série de questions aux différents acteurs de ce marché.

En premier lieu, les entreprises acceptent-elles de communiquer de l'information nécessaire à la bonne compréhension de leur plan stratégique ?

Cette demande rassemble les questions environnementales, sociales et de gouvernance qui permettent de vérifier la bonne exécution de cette stratégie (par exemple, la formation des opérateurs des centrales thermiques au charbon en Espagne pour évoluer et travailler à terme sur les champs éoliens) mais aussi les questions de plus long terme sur la bonne formulation et intégration stratégique des tendances du développement durable, et les moyens concrets que l'entreprise se donne pour y faire face (par exemple, la préparation de l'après-pétrole dans les groupes pétroliers).

En second lieu, les agences de notation ou d'information extra-financière vont-elles clairement dissocier ces deux fonctions et intégrer des modèles de scénarios, ou des éléments de long terme dans leurs modèles, qui permettraient d'analyser le développement durable ?

En troisième lieu, les sociétés de gestion auront-elles l'humilité de se placer, selon leur compétence réelle et selon leur maîtrise des questions environnementales, sociales et de gouvernance, voire des questions de développement durable (qui ne se limitent pas à la question climatique), dans la classification proposée pour offrir un produit financier, dont elles maîtrisent les conditions environnementales, sociales de gouvernance et les conséquences financières et boursières de celles-ci ?

Enfin, en dernier lieu, les autorités réglementaires sauront-elles, face au scepticisme des sociétés de gestion, convaincre le grand public, en s'appuyant notamment sur la recherche académique, du caractère innovant et créatif de la réglementation ?

[www.epsens.com](http://www.epsens.com)

### RÉDACTION ET CONTACT :

Votre lettre d'information économique et financière est rédigée par les équipes de Malakoff Humanis Gestion d'Actifs.

Stéphanie Villers, chef économiste, groupe Malakoff Humanis : [stephanie.villers@malakoffhumanis.com](mailto:stephanie.villers@malakoffhumanis.com)

Grégory Schneider-Maunoury, responsable de l'analyse ISR, Malakoff Humanis Gestion d'Actifs :

[gregory.schneidermaunoury@malakoffhumanis.com](mailto:gregory.schneidermaunoury@malakoffhumanis.com)

#### Avertissement

Document d'information à caractère non contractuel. Ce document reflète les vues personnelles de son auteur et n'exprime pas nécessairement les vues de Malakoff Humanis Gestion d'Actifs. Ce document est produit à titre d'information et peut être modifié à tout moment sans préavis. Le contenu de ce document est issu de sources considérées comme fiables par Malakoff Humanis Gestion d'Actifs. Néanmoins, la société ne saurait garantir la parfaite fiabilité, exhaustivité et exactitude des informations provenant notamment de sources extérieures et figurant dans ce document.