



# Expertises

Juillet 2020

## Repères

### ÉCONOMIE

- Zone euro :
  - 3,6 % : taux de croissance du PIB T1 2020 (t/t)
  - + 0,3 % : taux d'inflation en juin (ga)
- États-Unis :
  - 13,3 % : Taux de chômage en mai (ga)
  - 5 % : taux de croissance du PIB T1 2020 (ra)

### MARCHÉS FINANCIERS

#### Taux directeurs

- États-Unis : 0 %
- Zone euro : 0 %

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

- Allemagne : - 0,45 % fin juin 2020
- France : - 0,11 %
- Italie : 1,26 %
- Espagne : 0,47 %

#### Marchés actions

- États-Unis (S&P500) : 4,5 % sur un mois
- Europe (Eurostoxx 50) : 4,2 %
- Paris (CAC 40) : 5,1 %

Indice CAC 40 (Paris) à 4 936 points fin juin 2020

### DEVISE ET PÉTROLE

#### Fin juin 2020

- Dollar : 1,12 pour 1 €
- Pétrole (Brent) : 41\$/baril

Face à ce choc inédit, les organismes internationaux affichent volontiers leurs limites dans l'exercice de prévisions. Le confinement décidé au niveau mondial n'a pas de précédent historique et le manque de visibilité sur notre capacité à endiguer l'épidémie du Covid-19 brouille les cartes. Tour d'horizon des prévisions économiques des organismes internationaux avec Stéphanie Villers, Chef économiste Malakoff Humanis.

La question de revenir sur une valeur préalablement délaissée est un grand classique de l'analyse boursière. Il faut être agnostique en matière de choix boursiers et accepter de revenir sur une valeur après un problème de courte durée. Mais en matière d'investissement socialement responsable, le choix est plus complexe, car l'analyse ESG se veut de long terme. Alors, quand le long terme s'arrête-t-il ? Grégory Schneider-Maunoury revient sur l'actualité du mois.



## Indicateurs ESG

Environnement, Social, de Gouvernance

<b>E</b>	<b>20 %</b> : part des émissions totales d'obligations vertes détenue par la Banque Centrale Européenne, ce qui montre la contribution des autorités monétaires au financement par les obligations vertes de la transition énergétique.	<b>E</b>	<b>2 440</b> : montant en milliards d'un plan de relance vert européen, ce qui montre que le plan de 750 milliards annoncé par la Commission est nettement inférieur aux besoins; qui plus est, il n'intègre pas les mesures d'encadrement tels que la taxonomie des activités vertes.
<b>S</b>	<b>8</b> : nombre de pays européens ayant adopté le système Nutriscore d'information sur la qualité nutritionnelle des produits alimentaires. En juin, l'Espagne et le Portugal ont rejoint la France, la Belgique, l'Allemagne, le Luxembourg, la Suisse et l'Autriche.	<b>S</b>	<b>170 000</b> : nombre d'emplois industriels perdus en Île-de-France depuis 2001; la baisse des emplois industriels est alimentée dans cette région par des coûts de l'immobilier nettement supérieurs à ceux des autres régions.
<b>G</b>	<b>28 %</b> : part des actionnaires de Total qui ont, par leur approbation ou leur abstention de la première résolution externe concernant le climat dans une entreprise française, montré qu'ils souhaitaient que Total aille plus loin dans les investissements dans la transition énergétique et associe ses actionnaires dans le suivi de la démarche.	<b>G</b>	<b>1,9</b> : montant en milliards d'euros de comptes asiatiques qui n'ont pu être retrouvés dans les comptes de Wirecard (exclu depuis 2017 de l'univers SR pour suspicion de pratiques comptables non conformes). La société a perdu en quelques jours 80 % de sa valeur. Le directeur général a été arrêté pour escroquerie



## MARCHÉS OBLIGATAIRES : LA BCE A LES MAINS LIBRES

Depuis le début de la crise sanitaire, malgré le fort creusement des déficits, les États ont pu se refinancer à des taux très faibles, grâce aux interventions massives décidées par les banques centrales et des anticipations des marchés financiers de maintien de ces taux à de bas niveaux. Les marchés financiers n'anticipent ni de forte reprise, ni de reprise de l'inflation mais restent portés par la politique expansionniste des banques centrales.

Une fois encore, il apparaît que le creusement des dettes et des déficits publics, lorsqu'il a lieu en période de dépression économique, s'accompagne d'une baisse et non d'une hausse des taux d'intérêt. C'est particulièrement le cas au Royaume-Uni et aux États-Unis. En Europe, depuis le déclenchement de la crise sanitaire, les taux longs ont légèrement diminué pour l'Allemagne et pour la France. Ainsi la France peut s'endetter à des taux négatifs jusqu'à pratiquement 10 ans. En revanche, les spreads avec les pays périphériques en particulier avec l'Italie se sont écartés pour atteindre un pic en avril. L'écart de taux avait alors culminé à 250 points de base. En juin, les taux d'intérêt grâce à l'action de la BCE se sont réalignés. L'Italie se finance à 1,36 % sur 10 ans.

En dépit de l'avertissement adressé par la cour de Karlsruhe début mai, le Parlement allemand semble soutenir la politique menée par la BCE et aurait validé la proportionnalité des

achats de dette souveraine dans le cadre du programme d'achat d'actifs mis en place pour lutter contre les effets déstabilisateurs de la pandémie (PSPP). Ce soutien ainsi que celui de l'ensemble des dirigeants européens demeurent des signaux positifs adressés au marché et laisse anticiper le maintien de taux d'intérêt bas sur longue période.

Taux d'intérêt 10 ans



## MARCHÉS ACTIONS : ENTRE URGENCE SANITAIRE ET REPRISE ÉCONOMIQUE

L'économie chinoise adresse des signaux rassurants. Les PMI officiels marquent une progression en juin à 50,9 pour la composante manufacturière contre 50,6 en mai. Le PMI des services enregistre une forte hausse à 54,2 soit le point le plus haut de 2018. L'industrie puis les services soutiennent la reprise. Reste des incertitudes au niveau du commerce mondial avec un indice des commandes à l'exportation qui demeure en dessous des 50 tous secteurs confondus. Or, l'économie chinoise reste dépendante de la demande extérieure. De côté de la consommation intérieure, l'atonie reste de mise. Les ventes au détail continuent d'enregistrer un recul à -2,8 % en mai. Pour autant, les marges budgétaires demeurent significatives et Pékin pourrait ainsi décider de lancer un nouveau plan de soutien si nécessaire.

Aux États-Unis, les inquiétudes demeurent quant à la propagation de l'épidémie. Une recrudescence de personnes contaminées avec plus de 40 000 nouveaux cas par jour oblige certains États à faire marche arrière imposant de nouvelles restrictions. Les mauvais résultats en particulier dans les États du Sud obligent le reste du pays à plus de prudence. New York qui se croyait peu à peu sorti d'affaire, entend repousser son retour de la vie la normale. Ainsi, la réouverture des salles intérieures de restaurants va être décalée de plusieurs jours.

Tous ces éléments pourraient amener à ralentir le processus de reprise et peser sur la confiance des ménages américains. Le gouverneur de la Banque Centrale, Jerome

Powell, s'est montré prudent face à la capacité de reprise dans un contexte sanitaire incertain en appelant à de nouvelles mesures de soutien budgétaire pour faire face à la propagation du Covid. Pour autant, les chiffres d'activité restent encourageants. En juin, l'indice ISM manufacturier a largement dépassé les attentes en repassant en territoire d'expansion à 52,6 soutenu par l'accélération des nouvelles commandes.

Indices boursiers - Zone euro





## QU'ATTENDRE DE 2020 – 2021 ?

Face à ce choc inédit, les organismes internationaux affichent volontiers leurs limites dans l'exercice de prévisions. Le confinement décidé au niveau mondial n'a pas de précédent historique et le manque de visibilité sur notre capacité à endiguer l'épidémie du Covid 19 brouille les cartes. C'est ainsi qu'en prélude de ses perspectives économiques mondiales, le FMI alerte ses lecteurs : « *une grande incertitude entoure ces prévisions, ainsi que la pandémie elle-même, ses retombées macroéconomiques et les tensions qui en découlent sur les marchés financiers et les marchés de produits de base* ».

Les estimations évoluent en fonction de la propagation du virus et des mesures associées pour soutenir l'économie. Pour autant, les instituts se rejoignent sur un point. Tous prévoient la pire contraction en temps de paix sur les cent dernières années pour l'économie mondiale. L'arrêt soudain d'une partie de la production liée au confinement entraîne une vague massive de licenciements, une montée rapide du chômage ainsi qu'une perte de revenu pour ceux qui ne travaillent pas dans des secteurs considérés comme essentiels ou qui n'ont pas recours au télétravail et qui se retrouvent alors soit au chômage soit en activité partielle.

L'ensemble des chaînes d'approvisionnement se retrouve perturbé par une production de produits non essentiels altérée par les mesures de confinement et de déconfinement progressif. En outre, si la mise en pause de l'appareil productif a un effet nocif sur l'activité économique, cette crise a spécifiquement rendu vulnérables certains secteurs des services qui ordinairement restent épargnés en cas de choc d'activité. Ainsi, les secteurs des transports, du tourisme, de l'hôtellerie/restauration, les secteurs récréatifs, culturels et ceux liés à l'événementiel ont été durablement impactés.

Du côté de la demande, les ménages ont vu leur opportunité d'achats se réduire drastiquement en période de confinement. Les consommations considérées comme non essentielles ont été annulées ou reportées. Les salariés qui ont perdu leur emploi ont été contraints de réduire leur consommation. Les autres, ceux qui se sont retrouvés en chômage partiel ou en télétravail, sont restés prudents compte tenu des incertitudes sur leur situation future. C'est ainsi que la consommation privée s'est contractée au profit d'un cumul d'une épargne forcée et d'une épargne de précaution. La reprise progressive de l'activité incite les consommateurs à reprendre peu à peu leurs comportements d'achat. Mais, l'économie mondiale plongée en récession incite les ménages à la prudence. En outre, les effets négatifs en chaîne ont obligé certaines entreprises à licencier pour alléger leurs coûts et à reporter leurs décisions d'investissement entraînant ainsi un effondrement de la demande globale et une baisse du revenu disponible.

Dans la plupart des pays, le coronavirus a entraîné un confinement de l'ordre de 1 à 3 mois. Compte tenu d'une perte de PIB de l'ordre de 32 % en période de confinement, cela induit une baisse du PIB de

8,5 % en 2020 soit en impact sur le PIB trimestriel en niveau : -5,5 % au premier trimestre, -20,5 % au deuxième ; -5 % au troisième ; -3 % au quatrième. C'est ce que prévoit la Commission Européenne pour la plupart des pays européens, avec des impacts plus forts pour les pays frappés par la chute du tourisme ou pour l'Irlande (en raison de la chute des revenus des firmes multinationales). Globalement, le recul est plus important dans les pays comme la France, l'Italie et l'Espagne mais aussi la Grèce. Là où le tourisme, la culture et les loisirs représentent une part importante dans la valeur ajoutée. Dans ce contexte, le retour à la normale est progressif. L'année 2021 est marquée par un rebond de l'activité sans compenser totalement les pertes constatées au plus fort de la crise. L'OCDE, la Banque Mondiale ou encore le FMI sont relativement optimistes pour la Chine puisqu'ils anticipent une reprise tonique en 2021 après une baisse de la croissance en 2020 toute relative par rapport aux autres pays.

La reprise en 2021 s'explique en partie par les mesures budgétaires. Tous les pays ont réagi en mettant en place des mesures de soutien à l'activité qui comportent des mesures en faveur des entreprises - report ou annulation des impôts et cotisations sociales, extension du « chômage partiel » (en fait prise en charge par l'État du salaire des salariés dont l'entreprise est à l'arrêt), prêts ou subventions aux entreprises, garantie publique des prêts et des ménages, extension et augmentation des prestations chômage, des minima sociaux, attribution d'indemnités journalières aux personnes gardant leurs enfants, aides spécifiques aux non-salariés, aux précaires, aux familles les plus pauvres. S'y ajoutent des mesures en faveur des hôpitaux et du personnel soignant.

Les différences entre pays dans la taille du choc sanitaire comme dans leur capacité à pratiquer des politiques de soutien ont fait naître la crainte que la crise accentue les divergences. C'est le cas en particulier en Europe où les pays du Sud, plus touchés, (Italie, Espagne), contraints financièrement, sont limités pour prendre toutes les mesures de soutien nécessaires, ce qui entraîne un risque de faillites en chaîne, bride la consommation et retarde la reprise dans ces pays. Les pays du Nord (en particulier l'Allemagne) ont pu soutenir massivement leurs entreprises, leur fournissant de forts avantages de compétitivité.

Même si l'OCDE précise que la voie de la reprise est incertaine, le policy mix a fonctionné et a permis d'éviter un désastre économique durable. Dans ce contexte, les institutions internationales envisagent conjointement une reprise lente et progressive pour un retour à des niveaux d'avant crise vers la fin du premier semestre 2022. Mais à l'OCDE de préciser toutefois que l'équivalent de 5 ans de croissance de revenu serait effacé d'ici 2021. L'ajustement se fera en partie par le travail avec une explosion du chômage dans l'ensemble des pays à fin 2020. À fin 2021, le chômage restera plus élevé qu'avant la crise. Il atteindra selon l'OCDE près de 8,2 % de la population active aux États-Unis contre 3,8 % début 2020. Pour la France, après un pic estimé à 12,3 % fin 2020, le taux de chômage devrait repasser sous la barre des 10 % à 9,3 % au quatrième trimestre 2021.

### Prévisions de croissance 2020 - 2021

	FMI		OCDE		Banque Mondiale		Commission Européenne	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>Croissance Mondiale</b>	-4,9	5,4	-6	5,2	-5,2	4,2	-3,5	5,2
<b>États-Unis</b>	-8	4,5	-7,3	4,1	-6,1	4	-6,5	4,9
<b>Zone Euros</b>	-10,2	6	-9,1	6,5	-9,1	4,5	-7,7	6,3
<b>Allemagne</b>	-7,8	5,4	-6,6	5,8	nc	nc	-6,5	5,9
<b>France</b>	-12,5	7,3	-11,4	7,7	nc	nc	-8,2	7,4
<b>Italie</b>	-12,8	6,3	-11,3	7,7	nc	nc	-7,5	6,5
<b>Espagne</b>	-12,8	6,3	-11,1	7,5	nc	nc	-7,4	7,0
<b>Royaume-Unis</b>	-10,2	6,3	-11,5	9	nc	nc	-8,3	6,0
<b>Japon</b>	-5,8	2,4	-6	2,1	-6,1	2,5	-5	2,1
<b>Chine</b>	1	8,2	-2,6	6,8	1,0	6,9	1	7,8
<b>Inde</b>	-4,5	6	-3,7	7,9	-3,2	3,1	nc	nc
<b>Russie</b>	-6,6	4,1	-8	6	-6,0	2,7	nc	nc
<b>Brésil</b>	-9,1	3,6	-9,1	2,4	-8,0	2,2	nc	nc

Source : FMI, OCDE, Banque Mondiale, Commission Européenne



## QUAND PEUT-ON RECOMMENCER À INVESTIR DANS UNE ENTREPRISE (PRÉCÉDEMMENT JUGÉE NÉGATIVEMENT) ?

La question de revenir sur une valeur préalablement délaissée est un grand classique de l'analyse boursière. Il faut être agnostique en matière de choix boursiers et accepter de revenir sur une valeur après un problème de courte durée. Mais en matière d'investissement socialement responsable, le choix est plus complexe, car l'analyse ESG se veut de long terme. Alors, quand le long terme s'arrête-t-il ? L'actualité du mois nous permet de revenir sur cette question à travers trois exemples.

**Le premier exemple est Chesapeake Energy**, société américaine d'exploitation de pétrole de schiste, à travers cette société, l'ensemble du secteur des pétroles de schiste américains. La chute des prix du pétrole brut a rendu l'ensemble du secteur risqué, puisqu'il est responsable d'une dette de 86 Mds de \$, dont 60 % est considérée comme dette spéculative, c'est-à-dire une dette dont le remboursement est peu probable. Chesapeake Energy s'est placée sous le régime des faillites fin juin 2020. Comme le secteur charbonnier américain il y a quelques années, c'est l'ensemble du secteur des schistes qui risque la chute boursière. Si on prend l'exemple de Peabody, le plus grand producteur américain de charbon, on rappelle qu'avant une brève embellie de 2016 à 2019 (la capitalisation boursière passant de 90 M\$ à près de 300 M\$), le titre avait perdu en quelques années plus de 90 % de sa valeur.

**Le deuxième exemple est Wirecard**. Cette entreprise de technologie allemande est une des perles de la nouvelle économie allemande, développant des systèmes de paiement informatisés, partout dans le monde et notamment en Asie. En juin 2020, l'auditeur Ernst & Young a refusé de certifier les comptes, car les affirmations de Wirecard concernant l'existence de deux comptes disposant de 1,9 Mds d'euros (soit le 1/4 du total du bilan de Wirecard) dans des banques asiatiques n'ont pu être vérifiées. Depuis le président a démissionné et est inculpé d'escroquerie, et le cours de l'action a perdu 80 % de sa valeur. On aurait pu se poser la question de l'opportunité de retourner sur le titre en se disant que la sanction boursière est déjà passée. En effet, la valeur de l'entreprise en Bourse a été ramenée de 24 à 3 Mds d'euros. Mais Wirecard était suspectée depuis très longtemps de « créativité comptable ». Déjà, en 2008, à la demande d'actionnaires inquiets, Wirecard charge Ernst & Young de mener une mission spéciale de vérification de la qualité des comptes. Ernst & Young valide alors la qualité des comptes. En 2009, Ernst & Young devient le commissaire aux comptes de Wirecard. Or les enquêtes menées ces dernières semaines montrent que les vérifications de base sur ces

comptes asiatiques manquants de Wirecard n'ont pas été faits depuis au moins 3 ans. Cela fait beaucoup pour une entreprise spécialiste des moyens de paiement informatisés, qui sait bien que la base de la transaction commerciale est la confiance.

**Le troisième exemple est Bayer**. Bayer, qui n'a pas encore retrouvé le niveau de sa valeur en Bourse avant le rachat de Monsanto, a annoncé un accord avec les plaignants du Round Up de Monsanto pour un total de 11 Mds de dollars. C'est un montant plus faible que ceux qui étaient estimés sur les marchés financiers ces derniers mois (si les jugements déjà rendus et contestés en appel avaient été étendus à toutes les affaires, le montant aurait été deux fois supérieur). Mais de nombreux éléments restent incertains. En 2019, Bayer a annoncé 5 Mds d'investissement pour développer des produits utiles à l'agriculture durable. Ce qui tendrait à dire que le Roundup ne l'est pas. En termes d'impacts économiques, la décision rendue permet de quantifier l'impact des procès américains sur les provisions et les profits. Mais il y a un autre impact économique à prendre en compte, celui sur les ventes de produits. Et le mois de juin 2020 a confirmé l'engagement des Européens de réduire les produits phytosanitaires. En France, où il est l'herbicide le plus vendu, un plan de sortie à horizon 2022 a été lancé et en 2019 les ventes ont déjà baissé de 33 %. Le « Green Deal » de l'Union Européenne a pour ambition de réduire les phytosanitaires de 50 % à horizon 2030. Cela n'indique aucune perspective de croissance. Enfin, si on regarde les détails du jugement, Bayer s'est lancé dans un vrai pari scientifique. Alors que l'OMS a classé le produit Round Up et le glyphosate comme cancérigène, Bayer a obtenu la mise en place d'une commission scientifique choisie conjointement par les avocats de Bayer et ceux des plaignants pour décider en 4 ans de la nocivité ou non du Round Up. Si le produit est décidé nocif, Bayer devra le retirer et payer des dommages complémentaires. La décision de justice n'empêche pas non plus le dépôt de nouvelles plaintes. Pour l'instant, la décision judiciaire ne lève pas complètement l'incertitude sur l'impact économique de la nocivité du Round Up. En termes de gouvernance, le président du conseil de surveillance qui avait organisé la fusion a été remplacé par un ancien dirigeant de Price Water House, spécialiste de l'audit bancaire. Le directeur général qui a exécuté la fusion est encore en place, et il cumule depuis quelques mois les fonctions de DRH et Directeur du Développement Durable. Si une gouvernance différente et une inflexion stratégique est annoncée dans le futur, on pourrait se reposer la question.

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

### RÉDACTION ET CONTACT :

Votre lettre d'information économique et financière est rédigée par les équipes d'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 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.

Epsens - Entreprise d'investissement régie par les articles L.531-4 et suivants du Code monétaire et financier - Société Anonyme au capital de 20 376 960,40 € - 538 045 964 R.C.S. NANTERRE - N° TVA intracommunautaire : FR 92 538 045 964 - N° ORIAS : 15001626 - Siège social : 141 rue Paul Vaillant Couturier - 92240 Malakoff. [www.epsens.com](http://www.epsens.com) - Malakoff Humanis Gestion d'Actifs - Siège social : 141 rue Paul Vaillant-Couturier - 92240 Malakoff - [hga.humanis.com](http://hga.humanis.com) - Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 9 728 000 € - RCS : 320 921 828 Nanterre - N° Agrément AMF : GP-97-20 en date du 13 mars 1997 - N° TVA intracommunautaire : FR 47 320 921 828 Code APE : 6430Z.