



Expertises

Janvier 2021

Repères

ÉCONOMIE

- Zone euro :
 - 12,5 % : taux de croissance du PIB T3 2020 (t/t)
 - 0,3 % : taux d'inflation en novembre (ga)
- États-Unis :
 - + 1,2 % : taux d'inflation en novembre (ga)
 - + 33,4 % : taux de croissance du PIB T3 2020 (ra)

MARCHÉS FINANCIERS

Taux directeurs

- États-Unis : 0 %
- Zone euro : 0 %

Taux à 10 ans des emprunts d'État

- Allemagne : - 0,6 % fin décembre 2020
- France : - 0,3 %
- Italie : 0,5 %
- Espagne : 0,05 %

Marchés actions

- États-Unis (S&P500) : 3,7 % sur un mois
- Europe (Eurostoxx 50) : 1,7 %
- Paris (CAC 40) : 0,6 %

Indice CAC 40 (Paris) à 5551 points fin décembre 2020

DEVISE ET PÉTROLE

Fin décembre 2020

- Dollar : 1,23 pour 1 €
- Pétrole (Brent) : 52\$/baril

Alors que la croissance du PIB va marquer un recul historique avec une chute de 9 % en France en 2020, l'épargne constituée par les ménages durant cette période demeure un facteur d'espoir pour une reprise tonique capable d'estomper les stigmates d'une récession économique inégalée. Encore faut-il que ces liquidités puissent être réinjectées judicieusement dans la sphère réelle. Explications avec Stéphanie Villers, chef économiste de Malakoff Humanis.

Pendant que la pandémie de Covid-19 met un sérieux coup d'arrêt au secteur aérien, une autre menace bien plus forte gagne du terrain, celle du changement climatique. Quel sera l'avenir du secteur aérien dans le monde d'après ? Le point avec Grégory Schneider-Maunoury, responsable de l'analyse ISR de Malakoff Humanis Gestion d'Actifs.



Indicateurs ESG

Environnement, Social, de Gouvernance



E	55 % : objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre que se sont fixé les pays de l'Union européenne à horizon 2030.	E	10 % : part des investissements dans les énergies renouvelables effectivement réalisée par Shell, par rapport aux investissements annoncés (1 Md € en 4 ans vs. 2 à 3 Md € par an) de 2016 à 2020.
S	2 : coût en euros d'un vaccin Astra Zeneca, car ne nécessitant qu'une réfrigération simple et facilitant ainsi l'accès au vaccin pour les pays pauvres et émergents.	S	6 : mois de retard dans le développement du vaccin de Sanofi, qui ne sera donc pas prêt avant la fin 2021, ce qui montre le caractère relatif de l'expertise vaccinale avancée par les sociétés pharmaceutiques françaises et suisses depuis 5 à 10 ans.
G	1 : Une vice présidente, membre du Comex, a été recrutée par Ubisoft pour faire face aux nombreux signalements de comportements inappropriés de la part de certains membres de l'encadrement d'Ubisoft.	G	31 % : baisse du cours de Wendel en 3 ans (vs. hausse de 5 % du CAC40 dans la même période); malgré cette performance financière faible, le président du directoire a été renouvelé, alors que sa performance opérationnelle est faible (pendant sa direction, une seule acquisition a été réalisée, à prix élevé).



MARCHÉS OBLIGATAIRES : UN BREXIT SANS VAGUE ?

Le 31 décembre 2020 à minuit le Royaume-Uni a quitté l'Union européenne après quatre ans et demi d'après négociations. Le Brexit s'appuie sur un traité de libre-échange entre les deux parties. Il n'y aura pas de droits de douane supplémentaires ni même de normes réglementaires contraignantes qui auraient pu freiner les échanges, juste un surplus de paperasses administratives au niveau des douanes. Déjà nombreux sont ceux à douter de l'intérêt de ce départ pour la Grande-Bretagne. Il reste néanmoins un point d'achoppement passé à la trappe. Le sort du passeport financier n'a pas été tranché et va être traité à part pour déboucher sur une décision à fin mars 2021. Il y va de l'avenir de la City, la première place financière mondiale. Les services financiers représentent 7 % du PIB du Royaume-Uni. Néanmoins, les autres places financières européennes dont Frankfurt et Paris lorgnent toujours sur ces liquidités libellées en euros. La partie risque donc d'être tendue, il sera intéressant de voir la réaction des marchés financiers dans cette bataille.

Toutefois, leur attention risque davantage de se porter sur l'évolution de la pandémie et les campagnes vaccinales mises en place. L'épidémie continue de se propager à vives allures, en particulier en Europe où une nouvelle souche du virus a été identifiée, qui serait plus contagieuse que la précédente et qui a obligé le Royaume-Uni à se confiner dans l'urgence au retour

des fêtes de fin d'année. En parallèle, la vaccination se poursuit à des rythmes distincts, la Grande-Bretagne est largement en tête et la France reste en queue de peloton au grand dam de l'opinion publique. La perspective d'une immunité collective grâce au vaccin offre des perspectives de reprise pour le second semestre. Pour autant, plus les campagnes de vaccination seront massives et organisées, plus vite l'activité économique repartira. Les pays les plus efficaces dégageront des effets sur la croissance laissant à la traîne ceux freinés par leur logistique vaccinale.

Enfin, pour tous, il reste de nombreuses incertitudes concernant ce début d'année, compte tenu de la menace induite par la mutation du virus, qui pourrait imposer un troisième reconfinement aux effets dévastateurs pour des secteurs déjà fragilisés. Les services marchands demeurent le secteur le plus vulnérable aux mesures de restrictions sanitaires, en particulier l'hôtellerie et la restauration. Néanmoins, la publication des PMI en décembre a montré une forme de résilience de l'activité économique. Le PMI composite en zone euro est passé de 45.3 en novembre à 49.8 pour le dernier mois de l'année. De même, le PMI des services progresse légèrement tout en restant dans une zone de contraction avec 47.3 en décembre contre 41.7 le mois précédent.

MARCHÉS ACTIONS : LES ÉCHANGES COMMERCIAUX SINO-EUROPÉENS VONT SE RENFORCER

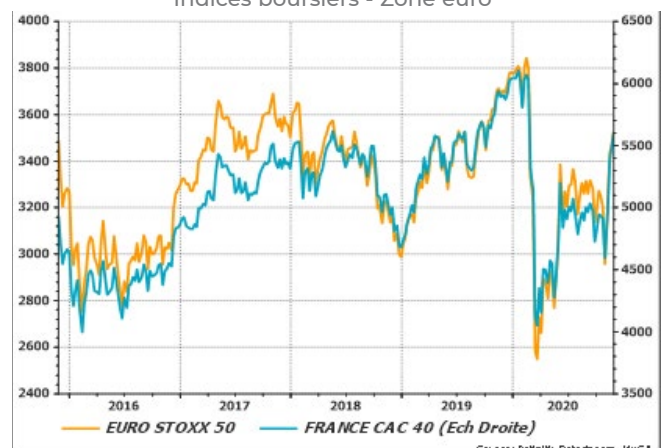
Un accord a été trouvé entre la Chine et l'Union européenne sous présidence allemande qui vise à faciliter les investissements européens sur le territoire chinois dans les services financiers, la santé (hôpitaux privés) et la gestion des données notamment. Les entreprises déjà implantées en Chine peuvent se réjouir des nouvelles facilités offertes pour développer leurs activités sur place. L'Allemagne demeure la principale bénéficiaire de cet accord. Premier partenaire commercial européen pour la Chine avec un volume d'échanges entre les deux pays à 206 milliards d'euros, l'Allemagne a exporté 96 milliards d'euros en 2019 vers la Chine, qui a elle-même vendu 110 milliards d'euros de marchandises outre-Rhin. Ces transactions, qui représentent environ un tiers du volume total échangé entre la Chine et l'Union européenne, se concentrent sur les secteurs clés de la production germanique : les machines-outils, l'automobile, l'électrotechnique et la chimie. Les chaînes de valeur étant étroitement imbriquées dans ces secteurs entre ces deux pays, l'empressement et la détermination allemande de trouver un accord commercial avec la Chine pendant sa présidence au sein de l'UE a fini par agacer une partie de ses partenaires.

Certains européens se montrent dubitatifs face aux engagements chinois. Par le passé, la Chine s'est montrée peu disposée à respecter les règles internationales notamment en matière de respect de la propriété intellectuelle. La contrefaçon reste très peu contrôlée. La Chine impose toujours des transferts de technologies aux entreprises étrangères et subventionne des pans entiers de son économie amplifiant son penchant pour la concurrence déloyale sur son territoire. Ainsi, au-delà de la bonne conduite que veut afficher le gouvernement chinois auprès des européens, de nombreuses interrogations demeurent sur la volonté réformatrice du pouvoir politique en place.

Notons qu'il reste de nombreuses étapes à surmonter en particulier l'indispensable ratification de cet accord par le Parlement européen.

Aux États-Unis, un plan de relance a été voté au Congrès fin décembre qui vise à prolonger les aides déjà existantes. Ces mesures représentent près de 900 milliards de dollars de soutien à l'économie incluant un chèque de 600 dollars par adulte et par enfant pour les ménages les plus vulnérables. \$25 milliards d'aides aux logements ont de même été prévus pour éviter les risques d'expulsions. Les marchés boursiers américains ont été portés en 2020 par la prédominance des GAFAM, les plans de relance massifs et inégalés et la capacité à déployer rapidement leur campagne vaccinale. Le S&P 500 a progressé de plus de 15 %, le Nasdaq a bondi de 42 % alors que le CAC 40 limite la casse avec une correction de « seulement » 6 % en 2020.

Indices boursiers - Zone euro



Source: Refinitiv Datastream, H&GA



MISER SUR LE POTENTIEL DE L'ÉPARGNE

Il est difficile d'évaluer les désastres économiques de cette pandémie. Les prêts garantis par l'État (PGE) ont permis à une majorité d'entreprises de passer la première vague. Pour la seconde, le choc risque d'être insurmontable pour nombre d'entre elles. Les PGE ne peuvent pas tout. En effet, comment rembourser des emprunts quand les carnets de commande se contractent invariablement ? Alors que faire ? Quelles mesures de très court terme peuvent éviter le pire ? Des subventions pourraient permettre aux entreprises de garder la tête hors de l'eau. Mais, la France ne dispose pas de marges de manœuvre nécessaires pour offrir ces aides à grande échelle. Seuls les pays qui ont dégagé auparavant des excédents budgétaires, peuvent se permettre, aujourd'hui, d'abonder les comptes d'exploitation des entreprises privées.

Marges budgétaires exsangues

Après le passage de la deuxième vague, l'État français va se retrouver sans réelle marge financière, ses caisses demeureront durablement vides. Le déficit public va atteindre plus de 10 % du PIB en 2020. Rappelons que le retour à l'équilibre budgétaire a été constamment annoncé, pourtant jamais atteint. L'État devra donc composer avec une nouvelle variable, l'épargne des Français pour financer l'économie de demain. Certains évoquent la nécessité de taxer ces liquidités pour rembourser une partie de la dette française ou pour qu'elles soient redistribuées.

Néanmoins, l'overdose fiscale exprimée notamment au travers du mouvement des gilets jaunes et la récession que nous sommes en train de subir, empêchent pour l'instant d'envisager cette issue. Jusqu'aux prochaines élections présidentielles, l'épargne sera « épargnée » de toute pression fiscale.

Lors du premier confinement, les épargnants français ont mis de côté 27 % de leur revenu disponible brut (contre 14% en moyenne). En fin d'année, le gouvernement a de nouveau instauré des mesures de confinement pour limiter l'engorgement des hôpitaux. Elles déboucheront sur les mêmes conséquences. Ce qui n'a pas été acheté durant la fermeture des commerces, ne sera pas dépensé ensuite, contrairement à ce qu'imaginait le gouvernement en garantissant la sauvegarde des revenus des ménages. Avec les commerces non essentiels fermés, l'économie française s'est tiré une balle dans le pied en faisant la part belle aux mastodontes du numérique, Amazon en tête. L'épargne des Français va de nouveau progresser. Une grande partie de ces liquidités risquent de stagner dans les comptes courants ou dans l'épargne réglementée très peu rémunérée.



Ces épargnants : la pierre angulaire de notre reprise

Face à la crise sanitaire, l'État a transféré par ses mesures de soutien le pouvoir économique sur les ménages. Ainsi, aujourd'hui, seuls les ménages français disposent de moyens pour renverser la tendance. Certaines pistes gouvernementales émergent : BPI France vient de mettre en place le premier placement pour tenter de flécher l'épargne des Français vers le financement des PME.

Il y a donc eu un basculement du pouvoir décisionnaire, l'État stratège et les entreprises qui vont subir durablement un assèchement de leur trésorerie ne peuvent fonctionner sans l'adhésion de ceux qui financent leurs projets. C'est aux ménages désormais de décider.

Alors que vont-ils faire de leur argent ? Quels seraient les meilleurs choix possibles pour ces ménages et pour l'économie française ? Rappelons que les réserves financières des ménages ne se limitent pas aux 100 milliards d'euros visibles. La partie immergée de l'iceberg est vertigineuse. L'épargne totale des Français atteint plus de 5000 milliards d'euros (hors immobilier) – soit environ deux fois notre dette nationale. Les deux tiers dorment sur des comptes bancaires, ou sont placés en épargne dite réglementée (assurance vie, livret d'épargne). C'est une épargne qui est très peu rémunérée.

La question n'est donc plus pour l'État de s'endetter davantage mais de motiver les épargnants à relancer l'économie en dépensant et en investissant pour assurer ainsi les conditions du rebond. J'entends déjà d'ici les voix s'élever : les ménages ne sont pas capables d'actes responsables vis-à-vis de leur épargne. Ils ne s'y intéressent pas.

Il faut donc une stratégie de communication proactive qui mêle pédagogie et responsabilité collective pour redonner confiance aux ménages en les incitant à consommer davantage tout en fléchissant leurs dépenses vers l'économie responsable et locale notamment. C'est la mesure la plus efficace et la moins onéreuse à court terme pour faire repartir la machine économique. Il faut de même orienter l'épargne restante vers le financement des entreprises de demain. Il faut créer les supports permettant aux ménages d'investir pour assurer leurs emplois et ceux de leurs enfants.

Aujourd'hui, nous connaissons les défis à surmonter : assurer la transition énergétique et offrir une offre concurrente aux GAFAM. C'est au niveau européen que la partie devra se jouer. La France seule ne peut pas faire grand-chose pour reverdir la planète et faire face aux mastodontes du numérique américains. Des pistes stratégiques sont déjà évoquées. Certaines ont été proposées à la Commission européenne. Le rapport sur la « souveraineté européenne des médias » de Guillaume Klossa détermine les différentes étapes de mises en œuvre d'une offre commune aux secteurs clés que sont les plateformes de l'information ou de la vente en ligne (cf. https://ec.europa.eu/commission/publications/towards-european-media-sovereignty_fr). Les solutions sont entre les mains des Français et plus globalement des Européens. Leur épargne constitue le support indispensable pour assurer le rebond économique.



LE TRANSPORT AÉRIEN APRÈS LA CRISE DE LA COVID 19

Les confinements et les restrictions de mouvements menés dans les différents pays afin de limiter la pandémie ont entraîné de très fortes réductions de trafic, qui ont affecté les résultats des compagnies aériennes et des aéroports. Mais la Covid 19, n'est pas la seule menace et le seul facteur de changement stratégique et technologique dans les prochaines années pour le transport aérien. Le changement climatique est une menace bien plus forte, à 10 ans, 15 ans et 30 ans.

Les deux premiers jalons concernent le risque de transition climatique. Le dernier concerne le risque physique. La lutte contre le changement climatique impose de découpler croissance du trafic aérien et croissance de ses émissions. Aujourd'hui, les émissions liées au transport aérien représentent seulement 2,6 % des émissions totales. Mais, hors Covid, les prévisions de multiplication par 4 du trafic aérien conduiraient à une part de 10 % dans les 20 prochaines années, si on en découple pas la hausse du trafic avec celles des émissions.

À court terme, d'ici 2030, la solution qui s'impose aux aéroports et aux compagnies aériennes est l'usage des biocarburants. Techniquement, ils peuvent être mélangés au kérosène à hauteur de 50 %. Le problème est d'ordre économique, car ces biocarburants sont aujourd'hui 2 à 7 fois plus chers que le kérosène. Pour réduire ces coûts, plusieurs aéroports, dont Aéroports de Paris, se sont associés pour développer une solution de biocarburants économiquement viable. Les aéroports disposent d'un levier supplémentaire de financement de cette solution technique, à savoir l'utilisation de redevances aéroportuaires modulées en fonction de l'efficacité énergétique de l'avion.

À horizon 2035, la solution technologique permettant de conjuguer hausse du trafic aérien et baisse des émissions de CO₂ est le développement d'un avion moyen-courrier à hydrogène. Cela concerne les vols inférieurs à 3000 km et cela représente 40% du trafic aérien. Cela signifie que l'ensemble du secteur aéronautique est engagé dans une course contre la montre pour mettre au point cette motorisation hydrogène ainsi que l'avion permettant de voler avec une telle motorisation.

À horizon 2050, mais probablement avant cette date, le risque physique (inondation notamment) risque de frapper plus de 20 % des aéroports dans le monde : Rome, San Francisco,

Shanghai, New York, mais aussi Nice en France sont menacés d'inondations, sans mentionner le risque de vague de chaleur, qui a déjà frappé en 2017 l'aéroport de Phoenix.

Dans cette synthèse, les responsabilités sont partagées entre les aéroports, les compagnies aériennes et les pouvoirs publics qui doivent réfléchir au déplacement des infrastructures aéroportuaires en risque d'inondation ou de submersion. Mais chaque acteur doit clairement se fixer un objectif prioritaire et s'y tenir afin d'éviter la catastrophe industrielle de Boeing avec le 737 MAX. Cet appareil a été cloué au sol de mars 2019 à septembre 2020 suite à deux catastrophes aériennes qui ont révélé un programme de stabilisation mal ajusté et un système de vérification par les autorités américaines insuffisant et contourné par Boeing. Cet avion était présenté comme celui étant le plus économe en énergie, apportant le plus de confort et pouvant transporter plus de passagers. Mais il ne permettait pas une navigation sûre. L'accumulation des plus a abouti à un « moins ». Boeing a semble-t-il oublié l'objet premier de ses produits : transporter des passagers vivants d'un point A à un point B en toute sécurité. C'est un exemple que toutes les entreprises du secteur devraient retenir dans la définition et l'exécution de leur stratégie.



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

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

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.