



Expertises

Novembre 2020

Repères

ÉCONOMIE

- Zone euro :
 - 12,7 % : taux de croissance du PIB T3 2020 (t/t)
 - 0,3 % : taux d'inflation en septembre (ga)
- États-Unis :
 - + 1,4 % : taux d'inflation en septembre (ga)
 - + 33,1 % : 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 octobre 2020
- France : - 0,34 %
- Italie : 0,76 %
- Espagne : 0,13 %

Marchés actions

- États-Unis (S&P500) : -2,7 % sur un mois
- Europe (Eurostoxx 50) : -7,3 %
- Paris (CAC 40) : -4,3 %

Indice CAC 40 (Paris) à 4594 points fin octobre 2020

DEVISE ET PÉTROLE

Fin octobre 2020

- Dollar : 1,16 pour 1 €
- Pétrole (Brent) : 37\$/baril

Le système financier est dopé aux politiques monétaires expansionnistes. Mais, les liquidités massives injectées par les banques centrales ne se sont pas réellement diffusées dans l'économie réelle. Encore aujourd'hui, la capacité des marchés à vivre sans cette perfusion perpétuelle demeure une question ouverte. Explications avec Stéphanie Villers, chef économiste de Malakoff Humanis.

Pour répondre aux enjeux d'une mobilité propre Total et PSA créent « Automotive Cells Company » une co-entreprise dédiée à la fabrication de batterie en Europe. De son côté, la célèbre maison de luxe Chanel émet ses premières obligations vertes. Analyse de Grégory Schneider-Maunoury, Responsable de l'analyse ISR Malakoff Humanis.



Indicateurs ESG

Environnement, Social, de Gouvernance

E	937 000 : tonnes de CO ₂ évitées par le premier projet éolien offshore chinois avec un investissement étranger (EDF détient 37 % du capital), qui permet de développer 500 MW de puissance renouvelable et évitera autant de charbon. Ce qui réduit l'impact carbone.	E	1800 kg : seuil en kg des véhicules pour lesquels le malus serait augmenté en fonction du poids, ce qui réduit drastiquement le nombre de véhicules concernés. Cette idée de taxe portée par la Convention Citoyenne a été ainsi vidée de son sens : le seuil prévu initialement était de 1400 kg afin de rendre peu économique l'achat d'un SUV (plus lourd et moins économe).
S	75 % : pourcentage de salariés de PSA satisfaits du déploiement du télétravail à 3,5 jours par semaine, notamment lié au temps de transport. La crise du Covid nous pose avec encore plus d'acuité la question de nos modes d'organisation.	S	500 000 : nombre de nourrissons morts en 2019 du fait de la pollution de l'air intérieur (Mauvaise aération des logements), notamment en Inde et en Afrique subsaharienne.
G	6 : nombre d'années de prison auxquelles l'ancien président de Monte di Paschi di Siena a été condamné pour manipulation de cours et diffusion de fausse information.	G	4 : facteur de multiplication de la part des bénéfices reversée aux actionnaires, passant de 1 % à 4 % de 1992 à 2018 dans les sociétés européennes cotées. Cela montre que les sociétés ont été plus intéressées par le profit de court terme que par les impacts à long terme pour l'être humain et l'environnement.



MARCHÉS OBLIGATAIRES : LA BCE RESTE GARANTE DE LA STABILITÉ DE LA ZONE EURO

Le PIB de la zone euro a bondi de 12,7 % au troisième trimestre, un rebond historique qui fait suite à une chute inédite (-11,8 %) au second trimestre, marquée par le confinement. Néanmoins, le PIB du troisième trimestre reste inférieur de 4,3 % par rapport à celui de 2019 sur la même période. La France tire son épingle du jeu avec une progression de son PIB sur le trimestre estival de +18,2 %, suivie par l'Espagne (+16,7 %) et l'Italie (+16,1 %). Rappelons que ces trois pays avaient été les plus touchés par la pandémie entraînant un décrochage historique de leur économie. L'Allemagne, pour sa part a enregistré un moindre rebond de 8,2 % au troisième trimestre. Mais son PIB avait nettement moins chuté d'avril à juin (-9,8 %).

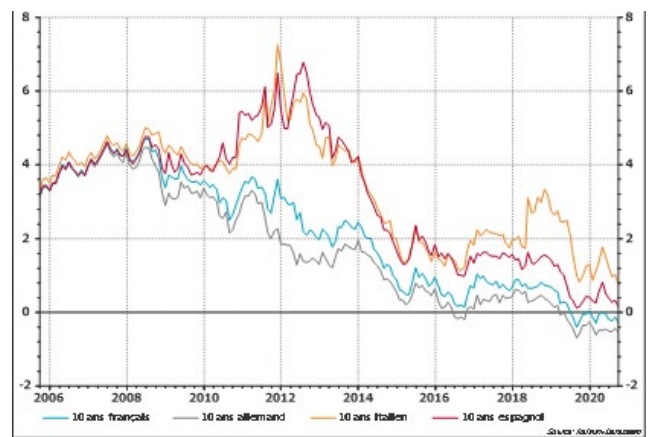
Alors que le quatrième trimestre devait confirmer la reprise économique et effacer les pertes sur les périodes précédentes, la résurgence de l'épidémie a obligé les différents pays européens à instaurer de nouvelles mesures de restrictions, passant par un couvre-feu et/ou un reconfinement partiel. Cette deuxième vague épidémique qui, au dire des experts médicaux, risque d'être aussi dévastatrice sur le plan sanitaire que la première, replonge l'activité européenne en récession. En première estimation, l'activité en France devrait reculer de près de 15% ce qui entraînera une chute du PIB de l'ordre de 5 % sur le dernier trimestre. Le gouvernement a déjà envisagé des mesures de soutien qui viendront grever les comptes publics de 20 milliards d'euros supplémentaires.

Dans ce contexte anxiogène qui ne laisse présager un retour d'avant crise qu'à fin 2022, la BCE s'est montrée déterminée à soutenir l'économie par une politique monétaire encore plus expansionniste. Ainsi, le 10 décembre devront être annoncées des mesures additionnelles qui viseront à soutenir le secteur bancaire afin que celui-ci assure sans crainte le financement des entreprises en cette phase de profonde incertitude. Aussi, un assouplissement des règles prudentielles pour les banques, qui est réclâmé de longue date, pourrait voir le jour. De même, un TLTRO (opération de refinancement à long terme ciblée) encore plus généreux pourrait inciter les institutions financières à prêter davantage. Car c'est bien aujourd'hui

toute la difficulté à laquelle est confronté le secteur bancaire de la zone euro. Comment prêter et à qui prêter alors que la plus grande majorité des entreprises fait face à une profonde dégradation de leur situation financière ? Ces entreprises ont besoin de financements bancaires pour créer les conditions de leur rebond au moment où l'activité pourra repartir. L'action des banques commerciales est donc indispensable pour permettre aux entreprises de survivre à ce deuxième passage à vide. La BCE en est consciente. Ainsi, après avoir pris à sa charge une partie des dettes souveraines, elle va se tourner vers l'étape d'après, celle de la survie des entreprises pour assurer leur sursaut salvateur en fin de crise sanitaire.

La BCE doit de même garder un œil circonspect sur l'évolution de l'indice des prix. Le taux d'inflation reste en zone rouge en octobre enregistrant une baisse de 0,3 %. Le risque de déflation ne semble pas être la première menace à combattre compte tenu du tourbillon récessif dans lequel s'est engouffrée la zone euro. Pour autant, ce chiffre est un marqueur inquiétant de l'atonie de la demande qui agit sur la baisse des prix.

Taux d'intérêt 10 ans



MARCHÉS ACTIONS : LA DEUXIÈME VAGUE FAIT BASCULER LES INDICES EUROPÉENS

Les indices boursiers européens continuent de décrocher face à l'étonnante robustesse des bourses américaines. Les valeurs technologiques portées par les GAFAM, ces mastodontes du numérique, ont su démontrer leur suprématie assurant le relais incontournable des entreprises pénalisées par le confinement. C'est ainsi que les indices américains ont continué à se maintenir la tête hors de l'eau en dépit des incertitudes qui planent sur l'issue des élections américaines.

A contrario, les indices européens continuent de reculer et enregistrent une chute en moyenne de 25 % depuis le début de l'année. La perspective d'une deuxième vague qui s'abat sur la zone euro met en exergue la difficulté des gouvernements européens à endiguer la pandémie alors que la Chine annonce la maîtrise du virus et une reprise tonique de son activité économique. Les PMI chinois enregistrent des records avec un indice manufacturier à 53,6 soit son plus haut niveau depuis janvier 2011.

Aux États-Unis, la croissance a enregistré un puissant rebond en rythme annualisé de 33,1 %, alors que ramené en glissement annuel le PIB a marqué un recul de 2,9 %. La reprise constatée au troisième trimestre par rapport au précédent s'explique par la dynamique des dépenses des ménages américains soutenues par le vaste plan d'indemnités

chômage et autres prestations sociales exceptionnelles pour faire face à la crise sanitaire. L'investissement résidentiel est de même reparti, relayant ainsi le regain de confiance de la population. Ce soutien des ménages est le moteur de la croissance américaine. Pour autant, de nouvelles mesures de soutien sont attendues pour assurer la poursuite de la reprise. Il faudra attendre le résultat des élections pour voir émerger un accord au congrès.

Indices boursiers - Zone euro





LES MARCHÉS FINANCIERS DÉJÀ EN ÉQUILIBRE PRÉCAIRE AVANT LA CRISE SANITAIRE

Deux crises successives, celle des subprimes aux États-Unis en 2008 et celle des dettes souveraines en zone euro en 2012, ont fait vaciller les marchés financiers et ont déstabilisé durablement les systèmes bancaires. Pour faire face à une défiance incontrôlable qui s'était emparée des acteurs de marché, les Banques Centrales, notamment la Federal Reserve (Fed) et la BCE, sont intervenues dans l'urgence. Elles se sont mises alors à racheter massivement des titres de créances contre des liquidités.

Deux objectifs à court terme étaient ainsi poursuivis. Le premier était de permettre aux banques commerciales de continuer à se refinancer, même si elles ne se faisaient plus confiance entre elles. Le second était de limiter les risques d'insolvabilité, tant des banques que des États. Les banques centrales ont endossé le rôle de prêteur en dernier ressort ce qui a, de facto, permis un apaisement salvateur des banques et autres organismes financiers. Cette réactivité a ainsi évité à la sphère financière une crise qui aurait ressemblé à celle de 1929 avec des répercussions dévastatrices sur la sphère réelle. En revanche, elle a déclenché des effets indésirables entraînant des déséquilibres financiers chroniques et insoutenables sur le long terme. En volant au secours des marchés financiers, les banques centrales ont fait involontairement basculer la sphère financière dans un autre paradigme.

L'arme monétaire à travers les politiques dites non conventionnelles est désormais considérée comme indispensable par les marchés financiers. Ces derniers réclament ainsi périodiquement des mesures d'envergure de la part des banquiers centraux pour faire face aux tensions qui pourraient perturber durablement le niveau, et même la progression des indices boursiers. Parce qu'il fallait éviter à tout prix l'effondrement du système bancaire international qui s'est développé avec la mondialisation des firmes multinationales et la globalisation des marchés financiers, la Fed et la BCE ont jugé indispensable de prendre des mesures exceptionnelles, qui ne faisaient pas partie auparavant de leur panoplie d'action. Encore aujourd'hui, la capacité des marchés à vivre sans cette perfusion perpétuelle demeure une question ouverte. De 2009 à 2019, aucune correction majeure n'a été enregistrée sur les bourses américaines qui connaissent une « exubérance » artificielle, entretenue par l'action des banques centrales. Par ailleurs, les mesures exceptionnelles que ces dernières ont mises en place, ont fait basculer leur bilan en territoire inconnu.

Le système financier est ainsi dopé aux politiques monétaires expansionnistes. Les liquidités massives injectées par les banques centrales ne se sont pas réellement diffusées dans l'économie réelle. Elles sont restées investies sur les marchés financiers. L'inflation campe ainsi dans les prix des actifs financiers incluant les prix de l'immobilier.

Dans la zone euro, la BCE a dû faire face à la fois à la crise financière de 2008 et à un risque d'implosion de la zone euro en 2012. La mauvaise gestion budgétaire de la Grèce a contribué à déstabiliser l'ensemble des pays membres dits périphériques (Italie, Espagne, Portugal) qui pâtirent alors d'une suspicion généralisée d'un manque de rigueur de leurs politiques économiques. Pour préserver la stabilité et la pérennité de cette union monétaire, le bilan de la BCE est d'abord passé de 1 450 milliards d'euros en septembre 2008 à 2 200 milliards en janvier 2009. Ensuite, pour faire face aux tensions sur les taux d'intérêt sur les pays périphériques, son

bilan a atteint 3 000 milliards d'euros doublant ainsi sa taille d'avant la crise. In fine, près de 2 400 milliards d'euros auront été injectés par la Banque centrale européenne à travers des politiques non conventionnelles pour faire face au défi imposé par le cumul de deux crises financières.

Puis, en janvier 2015, face à la menace déflationniste, la BCE lance un plan de rachat massif par l'injection de 1000 milliards d'euros sur les marchés obligataires. Le bilan, un an après le lancement de son vaste plan d'assouplissement monétaire, est décevant. Le recul des prix se poursuit. L'inflation sur l'ensemble de la zone euro est repartie en territoire négatif enregistrant un repli de 0,2 % sur un an. Une des raisons étant la poursuite de l'effondrement des cours de l'énergie de 8 % par rapport à février 2015.

Si l'action de la BCE a permis aux taux d'intérêt de la zone euro de converger vers des niveaux bas, elle a failli sur le front de l'inflation. Les courroies de transmission de la politique monétaire vers la sphère réelle sont restées verrouillées. Le taux d'inflation a stagné en deçà de sa cible de 2 % (1,5 % en 2018, 1,3 % en 2019). De même aux États-Unis ou en Grande-Bretagne, les mesures des banques centrales n'ont guère eu d'effet sur l'inflation. Au Japon, le constat est plus alarmant encore, puisqu'en dépit des milliards de yens déversés sur deux décennies par la Banque centrale, la bataille sur la croissance et sur les prix a échoué.

Une situation de taux d'intérêt très faible devrait, en toute logique, inciter les ménages à consommer étant donné que les placements rapportent très peu. Pour autant, compte tenu des piètres perspectives de croissance de la zone euro, la BCE n'a pas réussi à transformer les épargnants en consommateurs. L'épargne de précaution face à un avenir incertain demeure privilégiée. Le manque de visibilité et la crainte d'une détérioration des conditions économiques internationales pourraient avoir favorisé l'épargne au détriment de la consommation. Dans les pays comme l'Allemagne, où les salariés ont été incités à épargner pour leur retraite, des taux d'intérêt très faibles peuvent, au contraire, les inciter à épargner plus pour obtenir un montant donné de retraite.

Ainsi, l'efficacité de la politique monétaire de la BCE reste à nuancer. L'inflation reste atone, avec des taux d'intérêt, des dettes souveraines des pays cœur qui se sont progressivement enfoncés en territoire négatif en décorrélant avec les fondamentaux économiques. Ensuite, les taux des pays périphériques peinent à converger. Mais, la BCE ne peut pas tout, et ces divergences accrues nécessitent un renforcement de la solidarité intra-zone.





BATTERIES ÉLECTRIQUES : L'ALLIANCE INDUSTRIELLE FRANCO-ALLEMANDE

« Airbus des batteries », coentreprise entre PSA et Total, pour la production de cellules de batteries dès 2023 en France et Allemagne.

Le projet de fabrication de cellules de batteries avait déjà émergé début 2020, dans la foulée de l'annonce de l'Airbus de la batterie. Le groupe automobile sochalien PSA et le pétrolier français Total (avec sa filiale Saft) ont signé en septembre la création de leur coentreprise, Automotive Cells Company, ou ACC. Parmi les 5 milliards d'euros investis, 1,3 milliard viennent du soutien de l'État français et de l'Allemagne. ACC développe déjà les cellules lithium-ion dans le site Saft de Nersac (16), près d'Angoulême. Grâce à cet investissement, la production de ses batteries sera relocalisée sur deux autres sites à forte capacité : l'un en France à Douvrin pour Peugeot/Citroën, et l'autre à Kaiserslautern en Allemagne côté Opel. Selon le communiqué, le départ sera donné en 2023, avec 8 GWh de capacité annuelle. À l'horizon 2030, ACC devrait produire 48 GWh de batteries, l'équivalent « d'1 million de véhicules électriques ». Est-ce assez ambitieux, quand on sait qu'en 2020, l'usine Tesla aux États-Unis va produire 39 GWh par an ?



LES OBLIGATIONS VERTES DE CHANEL AU SERVICE DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE ET ÉCOLOGIQUE

La marque de Luxe Chanel émet des obligations liées au développement durable (sustainability linked).

Chanel a émis une obligation de développement durable, c'est-à-dire qui inclut des objectifs environnementaux concernant l'ensemble du Groupe. À première vue, les objectifs fixés, centrés sur le CO₂, peuvent paraître réducteurs. Mais cette émission obligatoire s'appuie sur une stratégie carbone exigeante (objectif +1,5°C), validée par le Science-Based Target (ONG regroupant le WWF, le World Resources Institute et le Carbon Disclosure Project). L'un des objectifs concerne les émissions sur l'ensemble de la chaîne de valeur. Les réponses aux nombreuses questions que nous avons posées montrent que la stratégie verte est bien développée, intégrée à la stratégie générale (30 % des investissements sont de l'immobilier, 25 %

de l'informatique ; les émissions directes proviennent de ces deux postes, les émissions indirectes des matières premières utilisées), et ne se limite pas à un ensemble de bonnes pratiques. Par exemple, le mode de production était déjà partiellement intégré (Chanel possède ses propres champs à Grasse, et développe une distribution en concession). L'ensemble de la stratégie RSE fait apparaître un groupe soucieux de démontrer son apport à la collectivité, au-delà de l'image glamour de ses produits. Les catégories d'investissements sont : l'informatique, les achats d'énergie renouvelable, les mesures d'amélioration de la chaîne d'approvisionnement (y compris les investissements dans les communautés rurales ou urbaines nécessiteuses). Cela correspond aux catégories de la taxonomie et cela respecte les conditions du DNSH. Dans ces conditions, l'émission de Chanel est acceptée dans notre univers Green Bond.

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.

Epsens - Entreprise d'investissement régie par les articles L531-4 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 · Malakoff Humanis Gestion d'Actifs - Siège social : 141 rue Paul Vaillant-Couturier - 92240 Malakoff - 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.