



A quoi faut-il prêter attention pour les prochains mois ?

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
MSCI Europe NR €	217,12	1,70%	-11,02%
S&P 500 \$	3 340,97	-2,51%	3,41%
Nasdaq Composite \$	10 853,54	-4,06%	20,96%
Nikkei ¥	23 406,49	0,87%	-1,06%
MSCI EM Net \$	525,50	-0,67%	-0,39%
China A Shares (CNY)	3 417,02	-2,83%	6,92%
Euro / Dollar	1,1846	0,07%	5,49%
Gold \$	1940,55	0,34%	27,43%
Brent Oil \$	39,83	-6,63%	-35,36%

La nouvelle divergence entre indices boursiers cette semaine (dans le vert en Europe, dans le rouge aux Etats-Unis) nous incite à regarder au-delà de la situation sanitaire et à essayer de nous projeter sur les prochains mois.

En toile de fond, il est clair que l'économie redémarre, partout, mais de moins en moins vite... Deux exemples : l'Angleterre, avec ses spécificités, et la France.

Ayant confiné tardivement, **le RU a subi un ralentissement économique plus long et plus profond** qu'en Europe continentale, si bien que les chiffres de juillet sont encore dans la phase de redressement rapide avec un PIB mensuel en hausse de 6,6% après +8,7% en juin. Plus que les variations mensuelles, ce sont les évolutions annuelles qui donnent des indications fiables. **Le recul du PIB est encore, en juillet, de 11,7% sur un an** : seule la moitié du terrain perdu a été regagnée. On observe, comme toujours, que **les services sont le secteur le plus touché**, le recul depuis février est encore de 12,6% en juillet, notamment en raison de la branche hôtellerie/restauration avec une activité à 40% de la normale. Toutefois, cette branche a bénéficié d'un plan de soutien massif en août avec le fameux "*eat out to help out*" (on pourra juger de la reprise dans la restauration avec les chiffres de septembre). **La construction est aussi un secteur en retard** avec encore -12,7% sur un an, **qui pourrait continuer à rebondir** (PMI robuste, plan de relance faisant la part belle aux travaux publics).

Les chiffres du mois d'août s'annoncent meilleurs même si 47% des entreprises interrogées par l'ONS font état d'une activité dégradée sur ce mois. En revanche, **on ne peut pas préjuger le niveau vers lequel va converger l'activité économique dans son ensemble**, d'autant moins que viennent se greffer les incertitudes liées au Brexit (cf. infra).

En France, la Banque de France a publié la déclinaison nationale des prévisions du SEBC. L'activité est révisée en hausse de -10,3% à -8,7% pour 2020 et à +7,4% en 21, ce qui laisse espérer une évolution positive sur 3 ans, de 1,0% seulement, c'est toujours mieux que le -0,3% de la zone euro. **La prévision de 2020 rejoint celle de l'INSEE, -8,5%** arrondie à -9%, malgré un rebond du PIB anticipé à +17% au T3. De même les deux instituts s'accordent à prévoir **des pertes d'emplois importantes et durables**, encore 100 000 postes perdus entre fin 19 et fin 22, selon la BdF.

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	2020
10 ans Allemand	-0,48%	-1 bps	-30 bps
30 ans Allemand	-0,04%	-1 bps	-39 bps
10 ans US	0,67%	-5 bps	-125 bps
30 ans US	1,41%	-6 bps	-98 bps
10 ans Italie	0,98%	-3 bps	-43 bps
Xover TR - Spread	326,10	bps	119 bps
	YTD	PB	PE Shiller
Food & Staples Retailing	2,13%	5,22	23,37
Household & Personal Product	13,07%	9,75	31,22
Food, Beverage & Tobacco	-1,20%	5,16	21,50

En résumé : oui l'activité repart, mais sur un rythme malheureusement plus lent que ce que l'on aurait pu espérer.

A l'instar de la BCE, les banques centrales restent bien présentes, mais il serait hasardeux d'attendre beaucoup plus, sauf peut-être en Angleterre en cas de Brexit dur.

Ainsi, la conférence de presse de la BCE n'a pas surpris. On n'attendait aucune modification de la politique monétaire, il n'y en a pas eu. Pourtant, elle a quand même un peu déçu dans la mesure où, d'une part, **C. Lagarde n'a pas désamorcé la tendance haussière de l'euro** et, d'autre part, la BCE n'a pas convaincu quant à son aptitude à atteindre son objectif d'inflation (cf. le Fideas Flash du 10 : "[La BCE désarmante ou désarmée ?](#)"). Il est vrai que les nouvelles prévisions montrent un PIB qui ne parviendrait pas complètement à effacer en 21 et 22 sa chute de 2020 et une inflation qui reste durablement (ou éternellement ?) trop loin d'un objectif inchangé. Les facteurs exceptionnels ne peuvent expliquer la faiblesse pérenne. **L'inflation quasi nulle en zone euro**, -0,2% pour l'IHPC total ou +0,4% pour l'indice sous-jacent, **tranche avec l'inflation américaine qui, elle, accélère** en août, à +1,3% pour l'indice des prix total et à +1,7% pour l'indice hors énergie et alimentation.

Sur cette toile de fond en demi-teinte se dessinent des événements clés au T4 2020, qui sont bien identifiés.

Aux Etats-Unis, les élections auront lieu bien sûr le 3 novembre, mais ce jour du vote ne sera pas nécessairement, surtout cette année, celui des résultats (on se souvient des recomptages des voix d'Al Gore et on peut craindre que les votes par correspondance subissent les mêmes affres cette année). Dans l'absolu, la date limite pourrait être **la réunion des 538 grands électeurs, qui aura lieu le 14 décembre**. Ce sont eux qui votent, en principe selon le choix de leur électeurat. La passation de pouvoirs aura ensuite lieu en janvier 2021.

Le sentiment anti-Trump de beaucoup cache deux questions : est-ce qu'il ne va pas malgré tout être réélu ? C'est en tout cas le sentiment de chercheurs qui soulignent le peu d'intérêt des électeurs pour Biden sur internet et les réseaux sociaux. Quel impact marchés ? Et est-ce que, dans le cas contraire, l'élection de Biden serait vue comme positive par les marchés financiers ? Par le passé, ce type d'incertitudes a pu avoir des conséquences sur la bourse (positives ou négatives), mais aussi sur les Treasuries. Pour mémoire, en novembre 2016 le taux 10 ans

s'est tendu de 62pb à 2,45%, après déjà +23 en octobre, et le 30 ans a pris 53pb à 3,11%, en sus des 26 du mois précédent. Les risques de correction des actifs financiers sont d'autant plus élevés que les valorisations des actions comme des taux sont de plus en plus tendues, rendant l'équilibre des deux plus difficile à tenir.

En Europe, le Brexit revêt une importance capitale. En 2019, il était identifié comme un des risques principaux par les investisseurs européens. Ce risque est masqué par la crise Covid, mais il n'a pas disparu. En 2019, les investisseurs avaient gardé l'idée que Boris Johnson, après une période de tensions vives, avait en réalité en tête une volonté de signer un accord. Seulement voilà, il a décidé de ne pas respecter son propre accord de retrait. L'UE (et tout le monde avec) a enfin compris que sa signature ne vaut rien. Comment dorénavant négocier avec un partenaire qui ne respecte pas sa propre signature ?

Nous avons d'abord 3 échéances à considérer :

- **Le 15 octobre** est la limite voulue par Boris Johnson pour trouver un accord pour que le sommet européen des 15 et 16 octobre puisse l'approuver.
- **L'UE s'est accordée jusque fin octobre** pour conclure un compromis, même si deux mois est une période bien courte pour le mettre en forme juridique et débiter le long processus de ratification européen.
- **Qu'il y ait accord ou non, le passage au monde d'après interviendra le 31 décembre à minuit.**

On peut imaginer que l'on aura d'ici-là soit un mini accord à mettre en œuvre, soit le retour aux conditions de l'OMC. Dans les deux cas, cela implique **une transformation radicale des relations économiques et juridiques, pour laquelle on n'est prêt ni d'un côté ni de l'autre de la Manche.**

Ailleurs, il y a **peu d'incertitudes politiques en 2020**. Le choix du futur premier ministre japonais ne fait plus de doute, et Yoshihide Suga a annoncé qu'il poursuivrait, voire amplifierait la politique de son prédécesseur connue sous le nom "d'Abenomics". La majorité politique reste exactement la même, quoiqu'on ne puisse exclure des élections anticipées. Certes, des surprises sont toujours possibles en Italie et en Espagne où les gouvernements ont des majorités fragiles et qui connaissent souvent des élections anticipées.

Pour autant, **le contexte géopolitique reste évidemment tendu, sans qu'un calendrier clair puisse se dessiner** (relations US-Chine, relations UE-Turquie, UE-Russie, etc.)

Focus : dans un tel contexte, nous avons analysé un secteur défensif, celui de la consommation courante.

Ce secteur apparaît comme défensif, comme l'illustre son comportement de marché depuis le début de la crise. L'indice actions du sous-secteur des produits de consommation courante « Household & Personal products » en Europe est en hausse de 6% depuis le début de l'année ; et dans l'Investment Grade, les spreads de ces émetteurs sont restés entre 20 et 40pb en-deçà des spreads moyens des indices.

Sans remettre en cause ces caractéristiques défensives d'entreprises qui ont montré une bonne capacité à maintenir leurs ventes, nous mettons en avant trois éléments :

- **Il s'agit d'un secteur divers, voire hétérogène**, qui regroupe des producteurs de biens de première nécessité, alimentaires ou non, des distributeurs, et parfois des produits de luxe. Il est donc difficile de tirer des conclusions univoques sur l'ensemble des entreprises qui le composent. Ainsi, face aux +6% des produits de consommation courante, la distribution a généré une performance de -1,5% et l'alimentation-boisson -8,8%, il est vrai contre un indice de marché à -11%.
- En termes de **valorisation**, les multiples actions sont relativement élevés en Europe, avec des P/E de Shiller de 27x pour les produits de consommation courante mais seulement de 16x pour la distribution (quasi raisonnable pour un P/E de Shiller !). Et ce même s'ils apparaissent plus raisonnables que leurs homologues américains. Les spreads obligataires sont quant à eux assez chers.
- Plusieurs tendances sont à surveiller : la pérennité de marques à un moment où les attentes des consommateurs évoluent (recherche de produits durables, bons pour le climat; etc.) ; l'évolution de la publicité de plus en plus digitalisée et fragmentée ; ou encore l'évolution de la distribution entraînant une pression sur les prix.

En période de grandes incertitudes, la sécurité apportée par ce secteur, que ce soit en dette ou en capital, est recherchée. Et nos modèles, surtout ceux de Variété Maximale, conduisent aujourd'hui à surpondérer les distributeurs, ce qui montre l'apport en diversification actions qu'apporte ce secteur. En revanche l'alimentation-boisson est moins demandée. Dans le domaine obligataire, les niveaux de spreads appellent surtout à rechercher des opportunités *bottom-up*.

Mercredi : réunion de la Fed et révision des prévisions.

La réunion du FOMC est l'événement de **la semaine**. En dépit du discours novateur de Jay Powell fin août, non n'attendons **pas de changement de cap de la politique monétaire** américaine. Les membres du FOMC vont très largement revoir leurs prévisions de juin dernier, lorsqu'ils estimaient la croissance américaine à -6,5% sur un an au T4. On sait, grâce à l'indicateur WEI de la Fed de New-York, qu'il faut au moins diviser ce chiffre par 2 ou 3. C'est **sur les prévisions pour 2021** que l'attention pourrait déjà se focaliser.

Les réunions de la **Banque du Japon** et de la **Banque d'Angleterre**, qui auront lieu jeudi, **devraient laisser les politiques monétaires inchangées**. Certes, dans ces deux pays, les incertitudes politiques se sont récemment accrues. Heureusement, le futur premier ministre japonais Yoshihide Suga devrait poursuivre, voire amplifier, les politiques d'Abe. Quant à Boris Johnson ses revirements promettent un Brexit très chaotique et appellent donc la BoE à se préparer à agir.

*Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 15/09/20 à 18h00*