



Variants et invariants

Table with 4 columns: Indice, Niveau, Evolution Semaine, Evolution 31/12/2019. Rows include MSCI Europe NR €, S&P 500 \$, Nasdaq Composite \$, Nikkei ¥, MSCI EM Net \$, China A Shares (CNY), Euro / Dollar, Gold \$, Brent Oil \$, 10 ans Allemand, 30 ans Allemand.

Table with 4 columns: Indice, Niveau, Evolution Semaine, Evolution 31/12/2019. Rows include 10 ans US, 30 ans US, 10 ans Italie, Xover TR - Spread, and a sub-table for Indices factoriels Fideas (EMU, US) with columns Semaine, Mois, 31/12/2019.

Mi-décembre, avant d'interrompre nos Newsletters pour la fin de l'année, nous tempérons l'optimisme vaccinal, en écrivant « les investisseurs expriment la certitude que les vaccins vont changer la donne. Toutefois, la perspective à laquelle s'accrocher est tout sauf immédiate. Il nous paraît clair que l'optimisme actuel fera face à de multiples déconvenues : les faits : l'épidémie va continuer de s'étendre, ; les doutes :, prévention de la contagion, délai de distribution, Au sein d'une tendance positive, nous ne sommes donc pas à l'abri de déceptions Une tendance positive pour 2021, mais pas en ligne droite ! »

Les marchés n'ont, depuis, fait que peu de progrès, malgré la divine surprise (et pas seulement en termes financiers) des victoires démocrates en Géorgie, responsables du seul rallye significatif des dernières semaines.

Variants

Le vaccin est "à la lutte" avec le virus. Ce dernier vient de recevoir le renfort de nouveaux variants, tel celui dit "anglais". Il est venu remettre l'Europe, aujourd'hui, et qui d'autre, demain, en risque de confinement sévère. Le déploiement de la vaccination est souvent poussif, toujours difficile. Il existe un scénario catastrophe, nous l'espérons peu probable, qui ajouterait aux doutes existants sur l'immunité acquise des patients guéris. Il s'agirait de la contagiosité des vaccinés voire d'un vaccin inefficace sur le nouveau variant. A l'inverse, alors que l'activité tente de tailler sa route dans la situation actuelle, avec une prime aux biens sur les services, l'amélioration sanitaire renferme un potentiel de rebond élevé.

Nous conservons donc un optimisme prudent. La protection des populations en danger sévère est un facteur essentiel de normalisation ; elle peut être assez rapide, si l'on confirme l'efficacité, même réduite, des vaccins sur des nouvelles souches virales. Les nouveaux soutiens budgétaires s'ajoutent aux précédents, aux US, et sont plus massifs, en Europe, que les premiers. Le potentiel, encore peu exprimé, mais positif, du facteur "value" nous semble très significatif, mais une protection globale nous semble devoir tempérer cette prise de risque. En Asie, la maîtrise de la situation sanitaire reste exceptionnelle et parmi les pays, la Chine montre sa capacité de rebond.

Le retour à la normal était achevé en Chine au T4... invariant ?

Le PIB chinois affiche une hausse de 2,6% t/t après +3,0% au T3, et un glissement annuel à 6,5% (après 4,9%), mieux même que le T4 de 2019 (6,0%). La croissance moyenne de 2020 est de 2,3% après +6,1% en 19. Le décalage entre l'offre et la demande s'amplifie en décembre. La production industrielle affiche une hausse de 7,3% en un an (après 7,0% le mois précédent), une performance très rarement observée au cours des 6 dernières années. En revanche, les ventes au détail s'essouffent, la hausse sur un an revient de 5,0% en novembre à 4,6% en décembre, contre +8,0% pour chacun des deux mêmes mois de l'année précédente. La demande interne est encore pénalisée par l'absence d'un plan de soutien massif au revenu des ménages. Au vu de la remontée des contaminations en janvier et d'une réaction sévère et immédiate, il est probable que les premiers mois de l'année soient moins bons avec en particulier moins de déplacements pour la nouvelle année.

La croissance chinoise est tirée par la demande étrangère, cela est confirmé par les excédents commerciaux record enregistrés au T4. Le solde historique de novembre, +75,4 mds USD, n'aura pas été une exception, il a été battu en décembre avec 78,2 mds, loin au-dessus du précédent record (63,3 en janvier 16). Ce sont les exportations qui dopent le commerce, puisqu'elles s'inscrivent en hausse de 18,1% en décembre après 21,1% en novembre, alors que les importations ne progressent que de 6,5% après 4,5%. Un effet prix, lié à la remontée du Yuan ne peut expliquer qu'une part limitée de la hausse des exports en USD. Du côté des imports, deux effets antagonistes sont à l'œuvre, celui de la baisse du pétrole et celui du recul du dollar (qui augmente les valorisations en USD des imports en autres devises). Sur l'année 2020, l'excédent a ainsi bondi de 27% à 535 mds. Il est clair que l'idée d'une démondialisation, évoquée au début de la pandémie, ne se concrétise pas, au contraire.

A ce sujet, on suivra également les prochaines étapes du dialogue Etats-Unis-Chine, qui s'annonce tout aussi tendu avec J. Biden si l'on en croit la déclaration commune Républicains / Démocrates condamnant de concert le génocide des Ouïghours.

Les chiffres américains sont le reflet inversé des données chinoises.

Les budgets de soutien s'adressaient d'abord aux ménages et c'est donc la demande qui a tiré l'offre depuis le printemps dernier. Ainsi lorsque les aides diminuent les performances

flanchent. **Les ventes au détail américaines s'érodent** en décembre pour le second mois consécutif ; elles sont décevantes, mais les anticipations étaient très optimistes. Les ventes perdent 0,7%, davantage que le -0,2% prévu, après -1,4% en novembre, révisé de -1,1% (hors auto l'évolution n'est pas meilleure, -1,4% en décembre après -1,3% en novembre). Le glissement annuel revient de 3,7% (révisé de 4,1%) à 2,9%. En dépit de ce ralentissement, le niveau de la demande en biens reste solide, mais on n'a encore que peu d'éléments pour les services. En fait, ce sont plutôt les performances publiées pour septembre, +5,9% sur un an, et octobre, +5,5%, qui n'étaient pas soutenables, car il s'agissait du rattrapage des mauvais chiffres du printemps.

Du côté de l'offre l'activité ne faiblit pas en fin d'année, au contraire. **La production industrielle gagne encore 1,9% en décembre** après +0,5% en novembre, ou bien +0,9% après +0,8% pour le seul secteur manufacturier. Le glissement annuel de la production industrielle revient ainsi de -5,4% à -3,9%, la meilleure performance depuis février 20. De côté de la demande, le retour à la normale, sans parler de rattrapage, n'est pas encore terminé.

Il faut encore guetter les plans de relance occidentaux

L'aggravation sanitaire actuelle, incontestable, n'a guère d'impact sur les branches industrielles. Pourtant les chiffres hebdomadaires d'inscriptions au chômage présentent une nette accélération, ce qui augure mal de la tenue du secteur des services. Dans son ensemble, **l'économie aura bien besoin du plan de soutien que prépare l'administration Biden**. Ce plan devrait se monter à 1900 mds de dollars, soit 8,9% du PIB 2019. Mais son adoption s'annonce difficile, entre des Républicains sans doute inflexibles et les Démocrates dont les vues divergent beaucoup entre entristes et "socialistes".

On n'a que peu de données statistiques sur l'activité de fin d'année en Europe, on va donc se reposer sur les estimations des banques centrales. **La Bundesbank estime le recul du PIB allemand à -5,0% en 2020**. Elle avait estimé la perte à -7,0% cet été, mais c'était une estimation prudente. Si l'on prend en compte l'acquis de croissance au T3, on peut estimer la croissance implicite pour le T4 à +1,0% t/t et à -3,0% sur un an, ce qui mettrait l'Allemagne en excellente position comparativement aux autres pays européens. En France, le

repli a été estimé à -9,0% par la BdF. Enfin, au RU, le PIB mensuel affiche une baisse de 2,6% m/m en novembre, malgré une production manufacturière en hausse de 0,7%, ainsi le PIB de novembre plonge de 8,9% sur un an. Cela montre que, même si les confinements actuels sont moins pénalisants qu'au printemps, ils affectent quand même sérieusement l'économie. On espère donc que si les variants Covid gagnent du terrain, les plans de relance seront variables et fonction de la situation sanitaire.

A surveiller cette semaine

L'investiture de Joe Biden va ouvrir une période de grande activité à la Maison Blanche. Dès les premiers jours, le nouveau président doit prendre un certain nombre de décrets, notamment celui annonçant le retour des Etats-Unis dans l'accord de Paris.

Toujours à Washington, le Sénat va se pencher sur la nomination des membres du nouveau cabinet, ce qui sera l'occasion de voir **l'attitude des sénateurs républicains**, constructive ou dans une opposition systématique. Les démocrates n'ont que 50 sièges au Sénat, leur majorité tient à la voix de la vice-Présidente, qui permet de trancher en cas de partage égal des voix.

De même, on va suivre les désaccords internes au sein du parti démocrate, car ils pourraient ralentir certaines avancées économiques, comme **le grand plan de relance de 1900 mds de dollars** ou bien la **hausse du salaire minimum fédéral**, qui devrait être aligné sur les 15 dollars de l'heure déjà en vigueur dans certains Etats.

La BCE se réunira le 21 février, on n'attend pas de modification de sa politique monétaire déjà amendée le mois dernier. Pas de changement non plus de la part de **la BdJ** qui se réunit le même jour. Les principaux chiffres économiques qui devraient retenir l'attention sont **les indices PMI du mois de janvier** qui seront publiés le 22, ils seront plus déterminants que les données sur l'immobilier résidentiel américain.

Achévé de rédiger par Pierre Filippi, Alexis Merville et Dominique Barbet le 19/01/21 à 19h00