



Silence, on tourne ! « Sortir de la crise Covid 19 », première prise

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
MSCI Europe NR €	241,86	0,15%	2,53%
S&P 500 \$	3 841,47	1,94%	2,27%
Nasdaq Composite \$	13 543,06	4,19%	5,08%
Nikkei ¥	28 631,45	0,39%	4,33%
MSCI EM Net \$	673,33	2,57%	7,88%
China A Shares (CNY)	3 780,67	1,13%	3,85%
Euro / Dollar	1,2171	0,74%	-0,44%
Gold \$	1 855,61	1,49%	-2,05%
Brent Oil \$	55,41	0,56%	6,97%
10 ans Allemand	-0,51%	3 bps	6 bps
30 ans Allemand	-0,10%	4 bps	6 bps

Indice	Niveau	Evolution	
		Semaine	YTD
10 ans US	1,09%	0 bps	17 bps
30 ans US	1,85%	1 bps	20 bps
10 ans Italie	0,75%	14 bps	21 bps
Xover TR - Spread	253,56	-5 bps	46 bps
Indices factoriels Fideas	Semaine	Mois	31/12/2019
EMU	0,25%	1,82%	1,12%
EMU Facteur Value	-1,19%	1,44%	-6,36%
EMU Facteur Growth	1,24%	1,94%	8,33%
US	2,00%	2,30%	20,56%
US Facteur Value	-0,91%	1,93%	-0,59%
US Facteur Growth	3,04%	2,44%	34,84%

Cette semaine, nous nous mettons dans la peau d'un réalisateur à la recherche d'un scénario pour décrire le monde financier des prochains mois. Et nous nous demandons lequel de ces scénarii nous allons tourner. Et vous ?

Scénario 1 : « le sourire »

Le premier script présenté se nomme « le sourire ». Son auteur a confiance dans la science et dans les vaccins. Il montre qu'il ne faudra que 3-4 mois pour que les personnes fragiles soient vaccinées contre la Covid dans les pays développés, ce qui permettra que l'économie reparte bien avant l'été. Des variants ? Oui, mais les vaccins seront rapidement adaptés, ce qui renforcera encore la confiance des populations et des acteurs économiques. Au même moment, la nouvelle équipe gouvernementale américaine aura fait voter un plan de relance de grande ampleur, 1,9Tn USD, et la FED assurera que le financement soit au rendez-vous. Surtout que, comme l'économie repart, les déficits publics arrêteront plus tôt leur dégradation sans fin. Cette tendance est encore plus essentielle en Europe car elle permet aux pays du Nord de ne pas s'inquiéter outre mesure des dérapages budgétaires structurels des autres. Si bien que la BCE peut pleinement jouer son rôle. En plus, l'inflation réapparaît, de manière mesurée, ce qui arrange bien les affaires des Etats. Moins celles des épargnants et des investisseurs obligataires. Dans un tel scénario, les investisseurs achètent de manière prioritaire des actions et tentent de sélectionner les secteurs, voire les sous-secteurs qui ont été atteints par la crise et qui vont reprendre du poil de la bête. Les obligations souveraines ne sont pas à ignorer, mais leur performance devrait être érodée petit à petit. La volatilité implicite des options se rééquilibre entre options acheteuses et options vendeuses. « Smile ! »

Scénario 2 : « en attendant Godot »

Le deuxième script présenté se nomme « en attendant Godot ». Son auteur, un peu névrosé, aime bien ce monde de l'entre-deux dans lequel l'absence devient espoir. Le monde est un peu angoissant, mais il tient. La pression monte, sanitaire, mais aussi économique et sociale. Les plans de soutien et les banques centrales sont des sédatifs efficaces, c'est bien, et les marchés tiennent. Mais les inquiétudes grandissent. On pensait en sortir vite avec les vaccins, mais l'horizon s'éloigne quand on s'en approche. Variants, échecs des traitements, décisions

impossibles des gouvernements pour freiner l'épidémie, impossibilité de se projeter. Les interrogations sur la soutenabilité des aides publiques commencent à se faire jour, en Espagne par exemple. Et pourtant, les marchés tiennent, tiraillés entre ces craintes et l'espoir d'une sortie de crise auquel chacun s'accroche. Soutenus par le fait que chacun sait que l'on va finir par en sortir. Et, ce jour-là, il faudra être investi en actions, comme en novembre dernier. Donc on investit en actions. Combien de temps cette situation d'équilibre précaire peut-elle tenir ? Personne ne le sait. Peut-être encore quelque temps. Et que va-t-il se passer le jour de sortie de cet équilibre ?

Scénario 3 : « les sables mouvants »

Le troisième script présenté se nomme « les sables mouvants ». Les variants s'enchaînent, la logistique vaccinale est prise de vitesse. Le variant brésilien est résistant aux vaccins. Et puis on voit Manaus, ville de l'immunité collective où 75% des habitants étaient censés avoir attrapé le virus lors de la première vague. La deuxième arrive et ... pas d'immunité, la mortalité est la même qu'ailleurs. Comment ce variant brésilien ne peut-il pas déjà être là, au Portugal, dont les relations avec le Brésil sont si étroites ? Les génomes du virus sont déjà nombreux, mais personne n'en a conscience. Et puis comment peut-il ne pas être présent aux Etats-Unis ? Les gouvernements paniquent, la sortie de crise prévue pour l'été... n'aura pas lieu avant un temps indéterminé. Les pressions sociales augmentent. Les finances publiques ne sont plus soutenables sans interventions complémentaires des banques centrales. En Europe, les pays du Nord n'acceptent plus les dérapages structurels des pays du Sud et finissent par bloquer la BCE. Surtout que les élections en Allemagne en Septembre se passent mal, un courant anti-européen renaît. Les taux d'Etat de l'Italie, de l'Espagne et du Portugal, puis de la France se tendent fortement. Nouvelle crise européenne, nouvelles incertitudes. Les actions plongent. Mais pourquoi avait-on décidé d'acheter des actions ? Et des obligations ? A ces prix ?

Ces trois scénarii sont possibles. Inutile de vous dire que nous espérons tourner le premier et couper le troisième au montage ! En attendant, nous vivons dans le deuxième et nous protégeons du troisième. Restons investis, mais soyons prudents !

Focus : Les PMI de janvier illustrent les décalages sectoriels et géographiques.

Les indices PMI pour le secteur manufacturier sont partout meilleurs que ceux relatifs aux services. L'industrie s'accommode beaucoup mieux des mesures de confinement et de distanciation sociale que les services qui, par nature, impliquent souvent des interactions sociales étroites.

Cela dit, les différences de performances sont énormes d'une zone à une autre. Le spectre est large des Etats-Unis où les indices sont très élevés et en progression en janvier, jusqu'au Japon, où les indices sont faibles et encore en repli en janvier, en passant par l'Europe avec des situations variables.

Les PMI américains de Markit surprennent avec de fortes hausses en janvier. Ils semblent imperméables à la dégradation de la crise sanitaire. Il est probable que l'accord pour un plan de soutien de 900 mds en décembre, puis la perspective d'une majorité Démocrate au congrès, c'est-à-dire d'un prochain plan de relance massif (1 900 mds de plus soit 8,5% du PIB projeté) aient été plus forts que la pandémie sur ce mois. Il faut aussi souligner que le pays n'est pas soumis à des restrictions sociales sévères comme en Europe. Attendu en baisse de 0,6 point, le PMI manufacturier gagne 2 points à 59,1. De même, attendu en recul de 1,2 point, le PMI services affiche une hausse de 2,7 points à 57,5. Les 2 indices sont très largement au-dessus de 50 et l'activité demeure donc étonnement robuste aux USA, dans tous les secteurs. Même si la situation sanitaire s'améliore en Californie, au niveau national l'arrivée des nouveaux variants pourrait altérer la résilience économique avant que la politique de vaccination ambitieuse (l'objectif est de 100 mns de vaccinés avant le 1^{er} mai) ne puisse produire ses effets.

Pour l'ensemble de la zone euro, le PMI services perd 1,4 pt à 45,0 et le PMI manufacturier 0,5 pt à 54,7, un niveau élevé grâce à l'Allemagne. Cela laisse l'indice composite à 47,5 seulement. Globalement les PMI composite nationaux reculent car le rebond de décembre, qui corrigeait la chute de novembre, a fait long feu. Au sein de la zone euro on observe une certaine convergence avec par exemple une légère hausse (+0,4) du PMI manufacturier français à 51,5 alors que celui de l'Allemagne recule de 1,3 à 57,0 ; cette convergence sera à confirmer la semaine prochaine avec les indices italiens et espagnols.

Si les chiffres allemands semblent solides, il faut souligner que les PMI indiquent mieux la dynamique de court terme de l'économie (le *momentum*) que le niveau réel de l'activité. Ce dernier est mieux reflété par les enquêtes nationales. Dans le cas de l'Allemagne, l'enquête Ifo, attendu en légère baisse, s'avère en net repli, à l'image du recul observé en novembre puis corrigé en décembre, il tombe à 90,1 en janvier soit son niveau le plus faible depuis juillet dernier. L'activité présente perd 2 points et retombe au niveau de septembre.

Focus (suite)

Plus inquiétant, les perspectives d'évolution reculent d'autant, mais reviennent juste en-deçà du niveau de juin, c'est la 3^{ème} baisse en 4 mois. Cette composante annonce que la reprise sera sans doute plus médiocre que celle qui avait suivi le premier confinement, en dépit de l'adaptation pourtant bonne de l'économie aux conditions sanitaires difficiles. La remontée du taux de TVA au niveau normal, après une baisse temporaire de 2 points pendant le second semestre 2020, pourrait limiter l'aptitude de l'Allemagne à surperformer ses voisins européens cette année.

Les PMI du RU s'effondrent en janvier. Le PMI manufacturier perd 4,6 points à 52,9 au plus bas depuis juillet et, plus grave, le PMI services plonge de 10,6 points à 38,8, au plus bas depuis juin. L'indice composite tombe à 40,6, 9,8 points de moins et le plus bas depuis juin. Le nouveau confinement sévère a un effet important, il montre les conséquences très graves du COVID variant anglais, lequel menace les autres pays, en particulier européens. Le Brexit affecte aussi davantage le RU que les pays du continent.

Au Japon aussi le PMI service (-1,5 pt) souffre davantage que le PMI manufacturier (-0,3 pt). Il faut souligner que les deux indices sont maintenant en deçà de 50 à 49,7 et 45,7 respectivement. Le Japon, moins affecté par la crise sanitaire souffre économiquement, d'une part, de son exposition au commerce international, et d'autre part, il bénéficie moins de l'espoir créé par les vaccins. A noter aussi que la déflation japonaise s'est accentuée en décembre, les prix ont baissé de 1,2% sur un an (après -0,9% en novembre) et de -1,0% hors alimentation (l'indice le plus suivi au Japon), ce qui témoigne d'une économie en berne.

A surveiller cette semaine

Nous aurons une fin de semaine assez riche économiquement, avec d'abord la réunion du FOMC, dont on n'attend pas de grande décision à ce stade. La Fed est un peu coincée entre une crise sanitaire qui s'est aggravée en attendant qu'une part plus substantielle de la population soit vaccinée. Idem du point de vue budgétaire, puisque le grand plan de relance est promis mais qu'il n'est pas encore acté.

Ensuite viennent les publications de PIB du T4, et donc les estimations de la performance annuelle, aux Etats-Unis mais aussi dans plusieurs pays européens, dont l'Allemagne et la France, et même dans certains pays émergents. Ces chiffres sont importants même si le marché se focalise toujours plus sur les indicateurs avancés pour les mois à venir.

Achévé de rédiger par Alexis Merville
et Dominique Barbet le 26/01/21 à 19h00