

LA CHRONIQUE DE

Par **Brigitte TROQUIER**
Economiste

25 sept. 2020



La synthèse

A tout prix ne pas re-confiner l'économie. C'est la stratégie adoptée par les autorités françaises pour à la fois éviter un second choc sur la croissance et maîtriser l'évolution inéluctable de la pandémie. Les secteurs les plus affectés depuis quelques mois vont une fois de plus être mis à l'épreuve des nouvelles décisions et demi mesures qui globalement vont dans le sens du se durcissement.



La conjuncture

USA

- **L'activité manufacturière** poursuit son redressement. En g.a elle reste encore en retrait de -8,2% mais gagne en r.a sur les 3 derniers mois plus de 40% malgré un retard marqué de secteurs encore en souffrance (minier).
- **Les indicateurs avancés** sur l'activité se tassent, particulièrement dans les services où l'indice ISM perd 1,2 points à 56,9 en juillet.
- **Les ventes au détail** progressent encore mais s'essouffent en juillet après le fort rattrapage des 2 mois précédents. Elles gagnent 1,9 % sur le mois et 2,7% en g.a.
- **La confiance des constructeurs** a dépassé le niveau de fin 2019 à 78 en août.

Zone euro

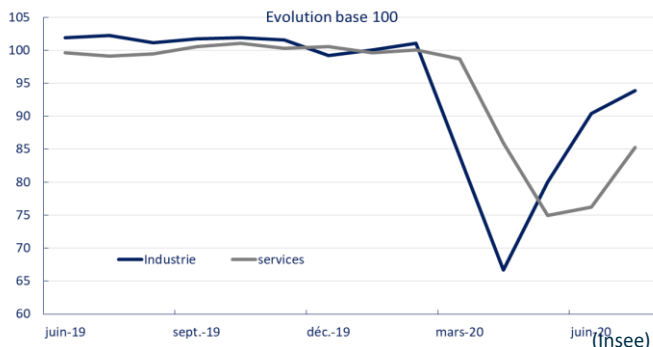
- **Essoufflement des indices avancés de l'activité.** Le PMI des services de sept perd 2,9 points et revient à son niveau de mai à mi chemin du dé-confinement.
- **Le climat des affaires** en France poursuit son rebond et gagne encore 4 points à 96 en sept. La résistance est plus perceptible dans l'industrie que les services

Chine

- **Les indicateurs d'activité** poursuivent leur rebond. Ainsi l'activité manufacturière progresse de 6% l'an à fin juillet.
- **Les ventes au détail** repasse en léger territoire positif à 0,5% en g.a à la fin juillet même si des écarts persistent entre les secteurs.



L'ÉCONOMIE



Industrie services, une dynamique divergente

Le retour vers une situation plus normale depuis la fin du confinement laisse persister un écart important dans le rythme de la reprise entre les secteurs d'activité. Après la période de mise en sommeil de celles « non essentielles » pendant deux mois, la reprise s'est faite progressivement, se redressant de façon assez soutenue mais pas à un rythme convergent. Ainsi, à partir d'une base 100 en janvier 2020, l'activité manufacturière a atteint un niveau de 92 en France à la fin juillet après un creux à 65 en avril. Les indicateurs avancés dans l'industrie laissent entrevoir la poursuite de ce redressement.

Il n'en est évidemment pas de même dans les services. A la fin de période et en lien très direct avec la nouvelle évolution de la pandémie, les indices se retournent à nouveau.

L'activité est encore, fin juillet, à 15 points de son niveau de janvier, quelques secteurs étant évidemment en retrait plus importants, 38 points dans l'hébergement restauration, 79 points les agences de voyage sans aucune amélioration depuis mars. Les activités de communication ont retrouvé rapidement le niveau de février, à peine ébranlées pendant la crise. Ces variations sont aussi celles de l'emploi qui globalement a perdu plus de 700000 postes depuis le début d'année mais « seulement » 1,1% dans l'industrie et près de 5% dans les activités de services.

Cette déconnexion est spécifique à la crise que nous vivons. Et les décisions d'ordre sanitaire des prochaines semaines permettront...ou non le rattrapage indispensable pour atteindre l'objectif d'un rebond substantiel de la croissance attendu en 2021, soit 7,4% selon l'Insee...et les services en sont un composant d'importance.

Les marchés

Les marchés de taux

Pas d'inflation, des banquiers centraux qui s'adaptent aux nouvelles contraintes de l'assouplissement quantitatif

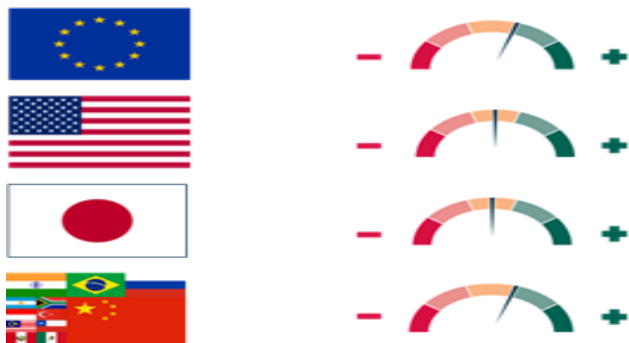
Les actions

Elections et retour de la Covid un bon cocktail pour plus de volatilité.



L'évolution des classes d'actifs

ACTIONS



TAUX ZONE EURO

TAUX RESTE DU MONDE

FINANCIÈRE SUB.



HIGH YIELD EURO



SOUVERAIN / INVEST. GRADE EURO



DETTE ÉMERGENTE (devises fortes)



HIGH YIELD USD



SOUVERAIN / INVEST. GRADE USD



AUTRES ACTIFS

STRATÉGIES PERFORMANCE ABSOLUE



MONÉTAIRE



OR



allocation précédente

allocation actuelle

Septembre 2020



Les principaux indices

Marchés	18/09/2020	Variation semaine (%)	Depuis 30/12/2019 (%)
S&P 500	3369,34	0,8	8,3
Nasdaq	11000,2	0,5	22,5
Euro 50	3317,63	0,3	-12,1
CAC 40	5042,4	0,3	-16,7
Nikkei	23433,88	1,0	-1,7
MSCI EM	63235,55	1,5	2,8

	18/09/2020	13/09/2020	30/12/2019
\$/€	1,18	1,18	1,14
Brent \$	41,12	42,95	68,46
Bond 10 ans	0,62	0,6	0,052
OAT 10 ans	-0,29	-0,25	1,87
Or Once \$	1909,35	1926,3	1514,75



Les banques centrale et la monnaie

En 2008, déjà les banques centrales s'étaient lancées dans l'assouplissement quantitatif en achetant des actifs, obligations souveraines principalement pour alimenter la liquidité et maintenir une politique monétaire accommodante. Si cette disposition n'était pas nouvelle, son ampleur au cours de cette crise était particulièrement remarquable.

En 2020, rapidement toutes les grandes banques centrales ont actionné cet outil dans à des niveaux qui les placent à présent dans la position de premiers détenteurs de la dette publique de leur pays à hauteur de 25 à 50% du stock de dette. Cette action vigoureuse et indispensable pour maintenir les rouages nécessaires au fonctionnement des économies a élargi la place de la banque centrale du rôle incontournable de prêteur en dernier ressort à celui d'acheteur en dernier ressort.

Ces actions se traduisent par un gonflement **important de la base monétaire**, pièce et billets et surtout avoirs des banques auprès de la banque centrale. Cette matière première est à l'origine du crédit (effet multiplicateur). Pourtant, celui-ci est loin d'avoir augmenté dans les mêmes proportions. De 2008 à 2019, la base monétaire de la BCE est passée de 100 à 350, la masse monétaire à 160 seulement, aux Etats Unis ces chiffres sont respectivement de 420 et 200.

La liquidité disponible n'a pas alimenté un flux de crédit et son lot de conséquences sur la demande finale (inflation déséquilibres...). Les banques n'ont pas transmis cette liquidité à l'économie réelle à hauteur de ces possibilités. Pour autant, on ne peut exclure que cet excès de monnaie ne soit pas sans conséquence sur les valorisations des actifs, accentuant l'écart entre l'économie réelle et le prix des actifs.