

# Perspectives économiques et financières

Anton Brender & Florence Pisani

Document commercial destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

Mars 2021



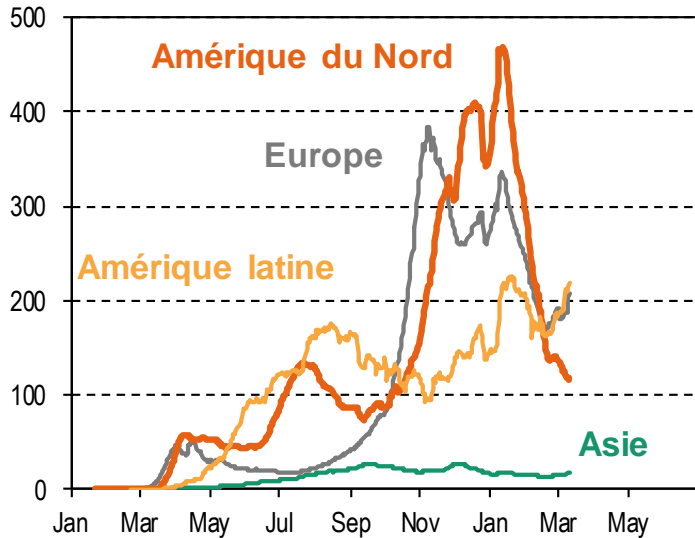
# 1. PANDÉMIE

## Une course contre le virus

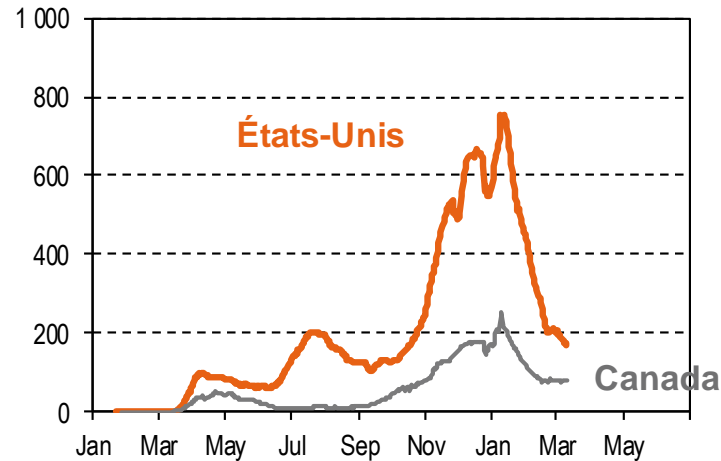
# Le nombre de nouveaux cas vient de baisser dans la plupart des pays

## Nouveaux cas de COVID-19 par jour (par million d'habitants, lissage sur une semaine)

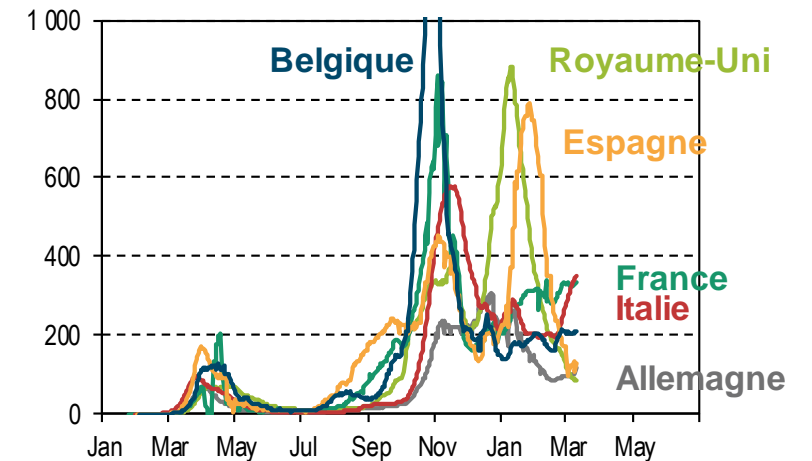
### Par région



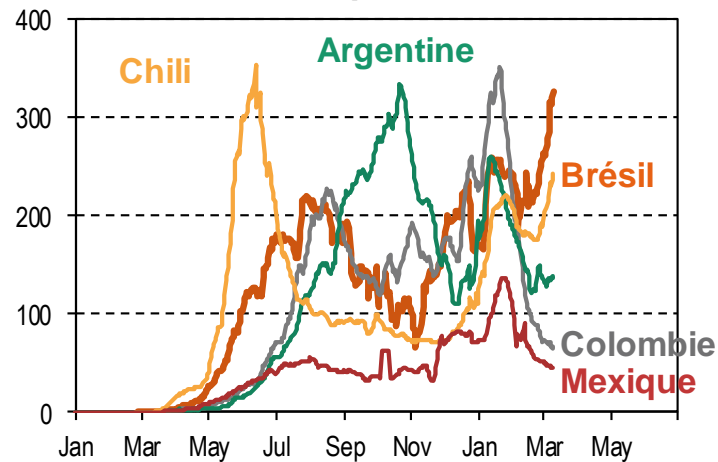
### Amérique du Nord



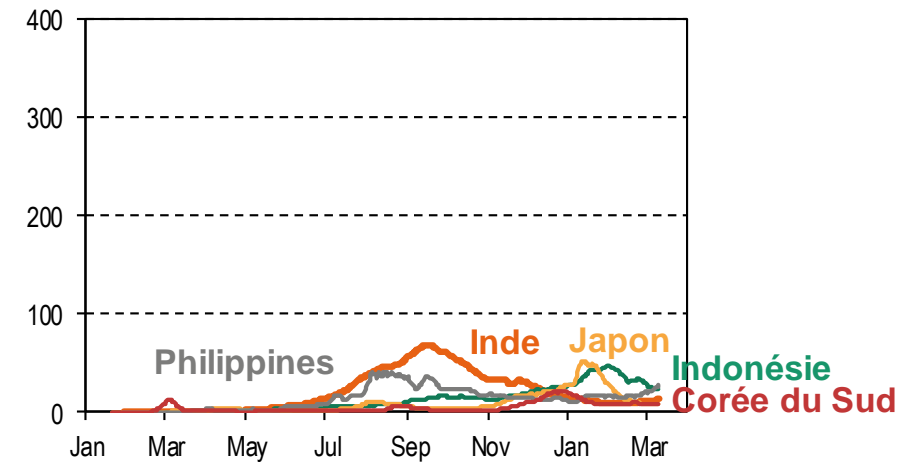
### Europe



### Amérique latine



### Asie

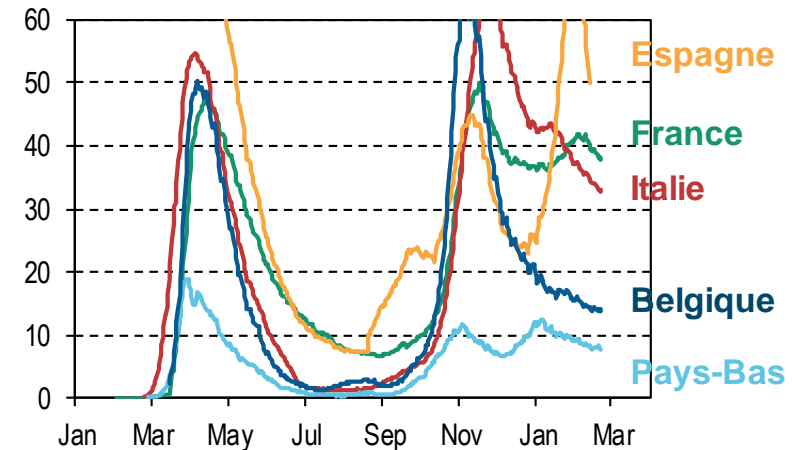
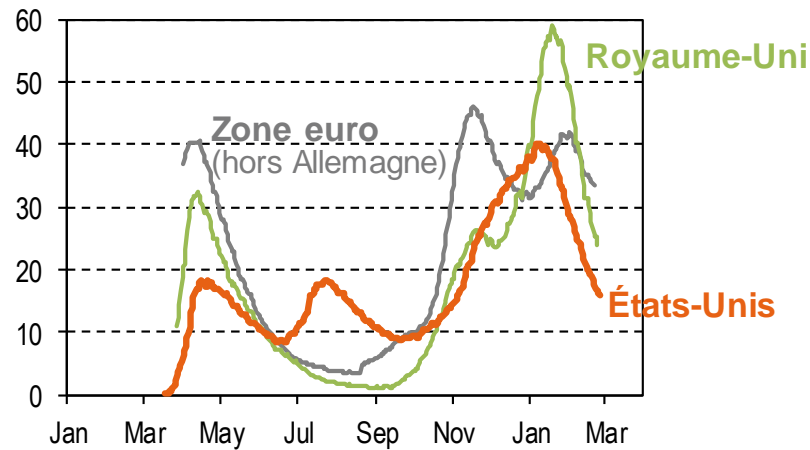


Sources : OWID, Candriam

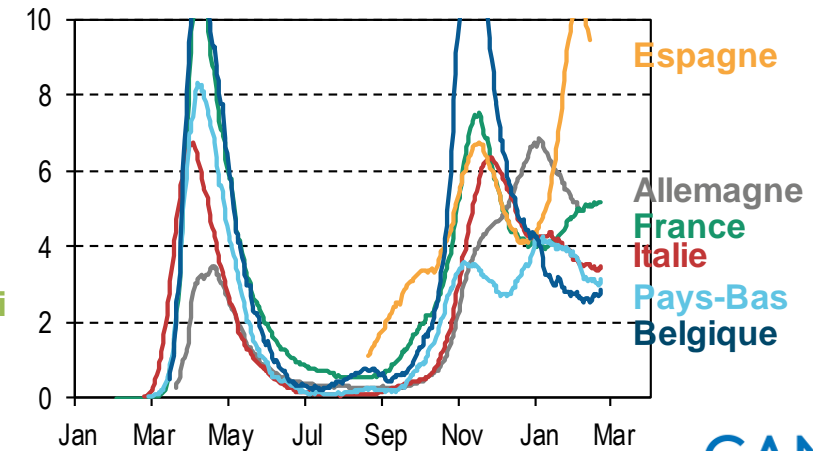
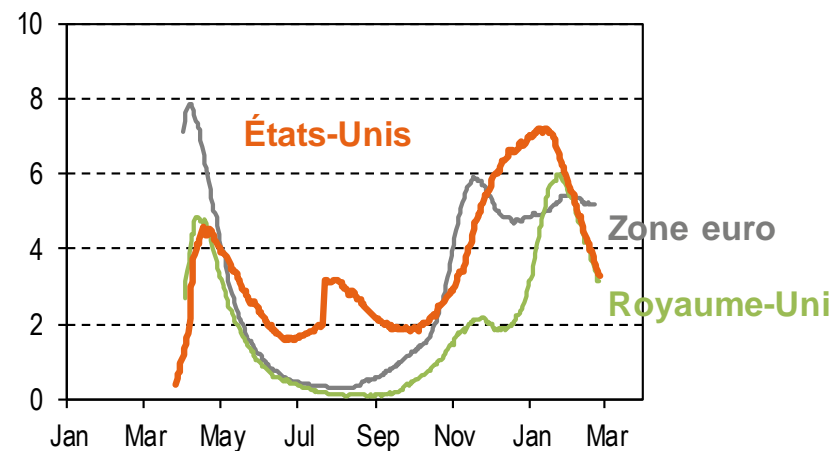
# Dans l'Union Européenne toutefois, les systèmes hospitaliers restent sous tension

## Occupation des hôpitaux liée au COVID-19

**Hospitalisations en cours**  
(pour 100 000 habitants)



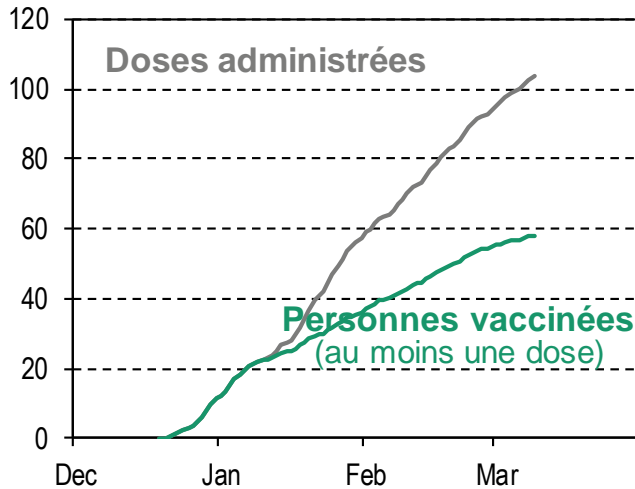
**Lits de soins intensifs occupés**  
(pour 100 000 habitants)



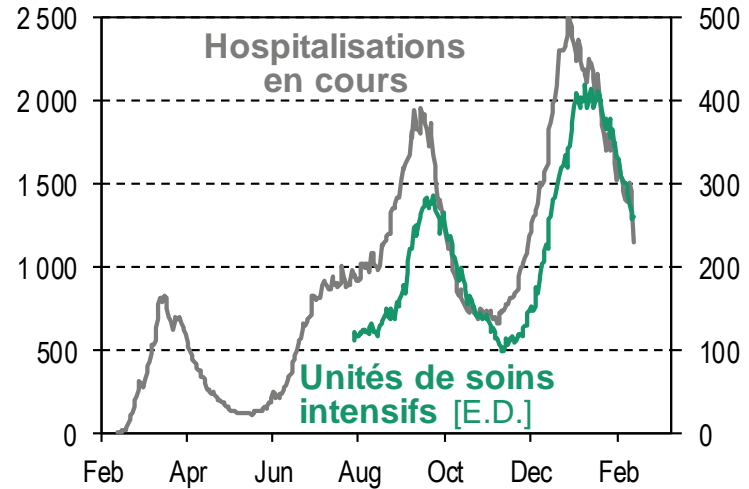
Sources : OWID, Candriam

# Le cas israélien montre qu'une vaccination de masse peut être efficace

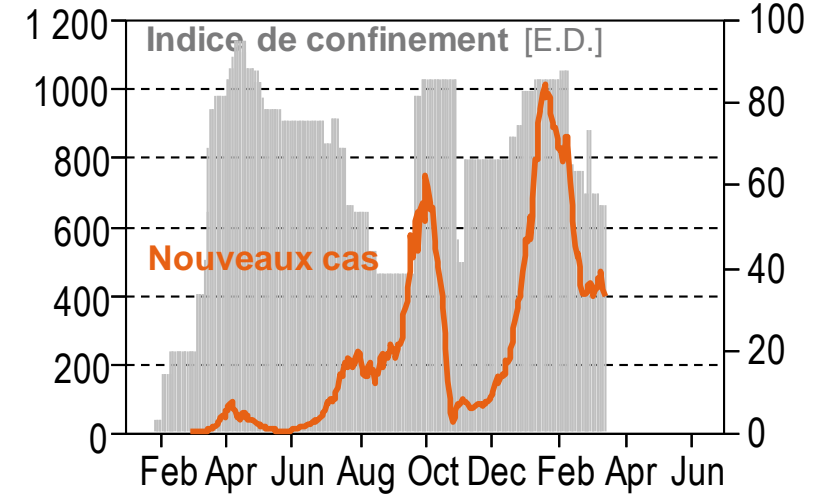
## Vaccination (pour 100 habitants)



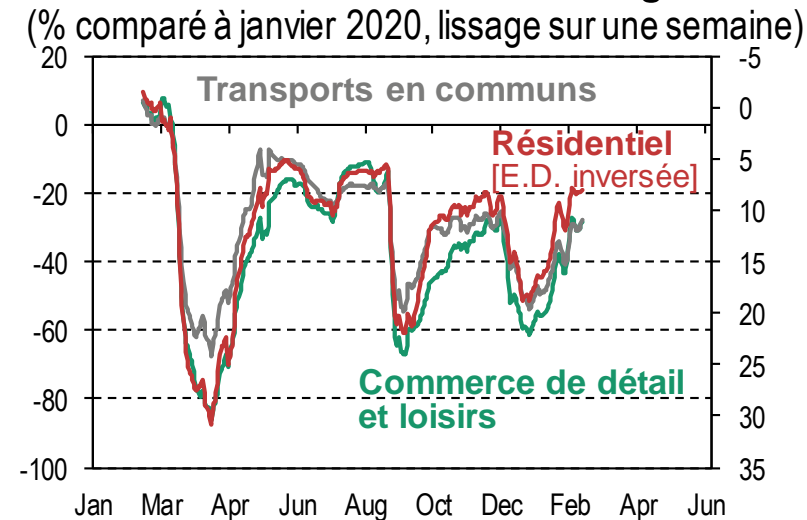
## Hospitalisations liées au COVID-19 (nombre de lits occupés)



## Nouveaux cas de COVID-19 par jour (par million d'habitants, lissage sur une semaine)



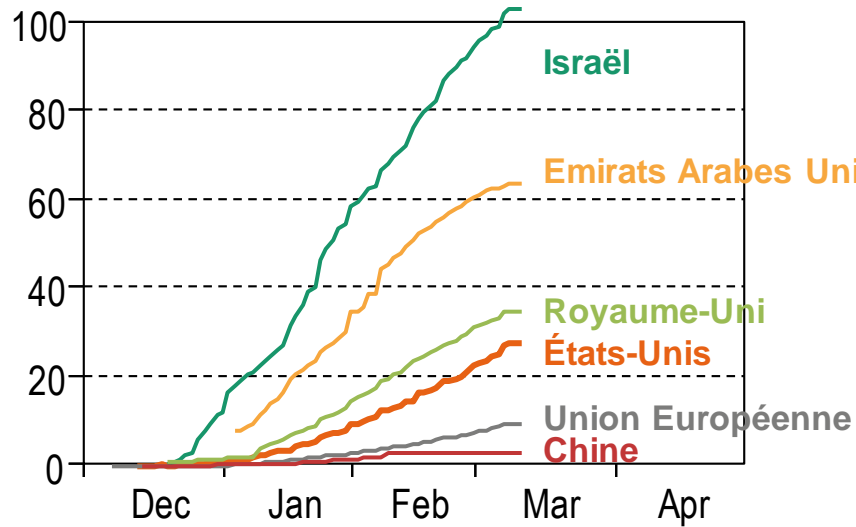
## Indice de mobilité de Google



# Les rythmes de vaccination sont toutefois très inégaux selon les pays

## Doses de vaccins administrées

(pour 100 habitants)

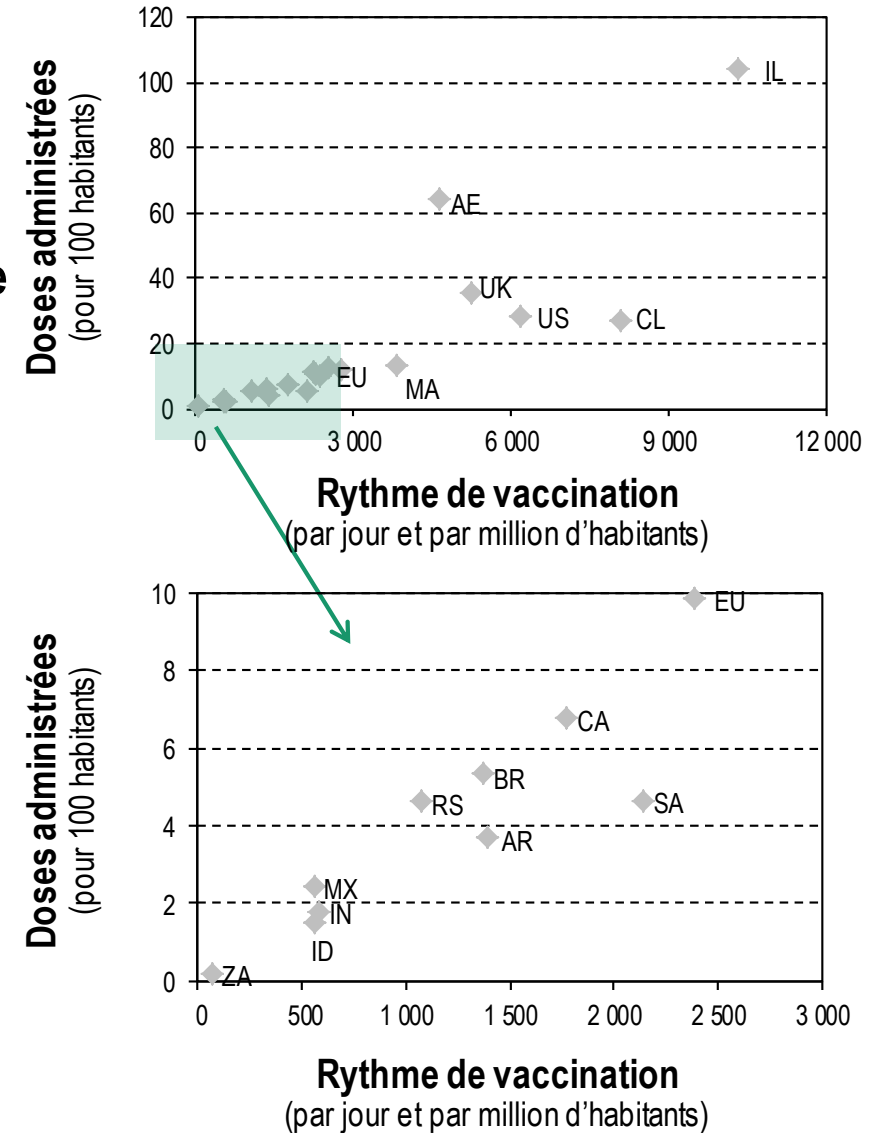


## Part de la population devant être vaccinée pour atteindre l'immunité de groupe

	R effectif		
	SARS-Cov2	Variant britannique	
	1.5	2.1	2.6
50%	67%		
60%	56%	87%	
70%	48%	75%	87%
80%	42%	65%	76%
90%	37%	58%	68%
100%	33%	52%	61%

Efficacité du vaccin

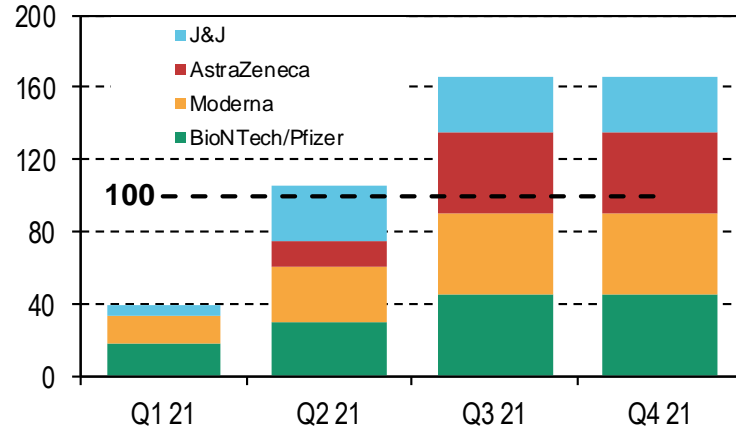
## Doses de vaccins administrées et rythme de vaccination



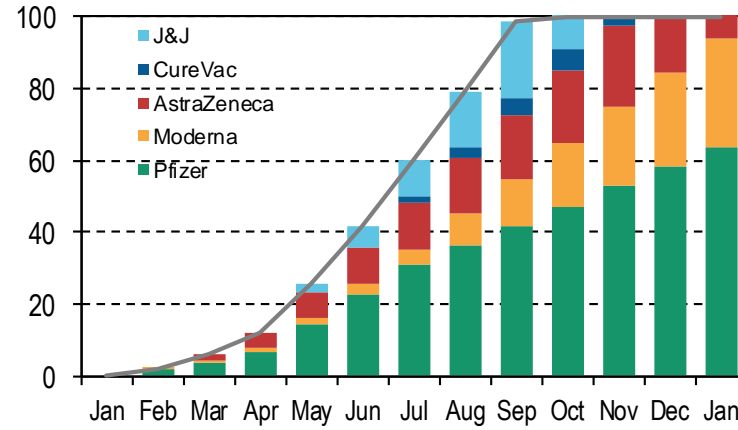
# Sans accélération du rythme de vaccination, il faudra des mois pour que « l'immunité de groupe » soit atteinte dans l'Union Européenne, alors que les États-Unis devraient y parvenir à l'été

## Calendrier de distribution des vaccins (% de la population)

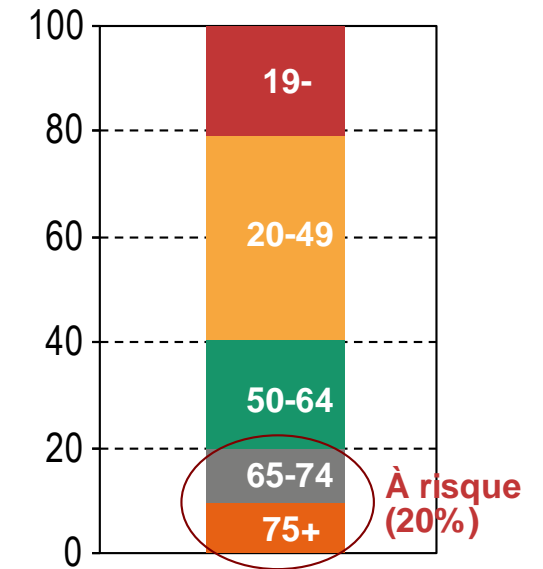
### États-Unis



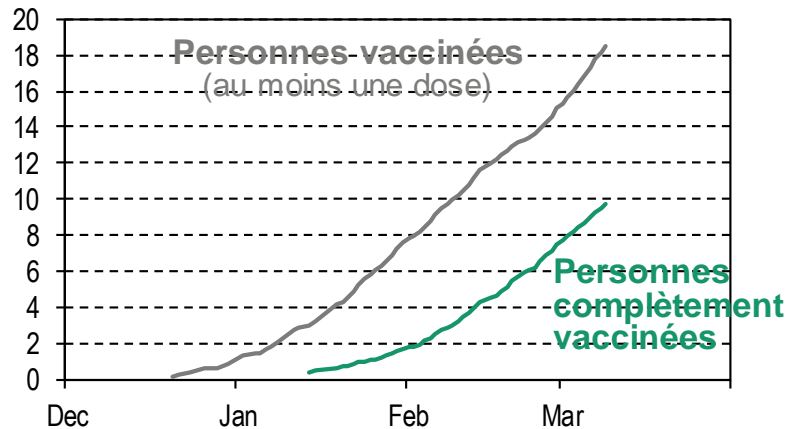
### Union Européenne



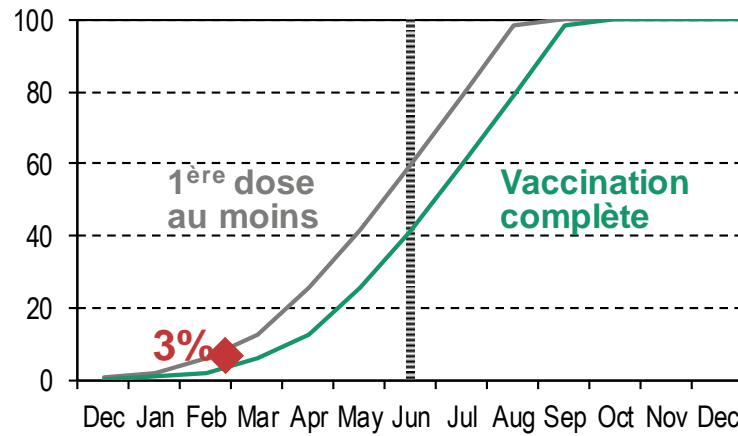
## Population de l'Union Européenne par âge (%)



## Vaccins administrés



## Vaccination « potentielle »



La population à risque est composée de personnes âgées de plus de 65 ans (20% de la population de l'UE) et de personnes souffrant de comorbidité, ce qui porte le total à **environ 30% de la population de l'UE.**



## 2. ECONOMIE MONDIALE

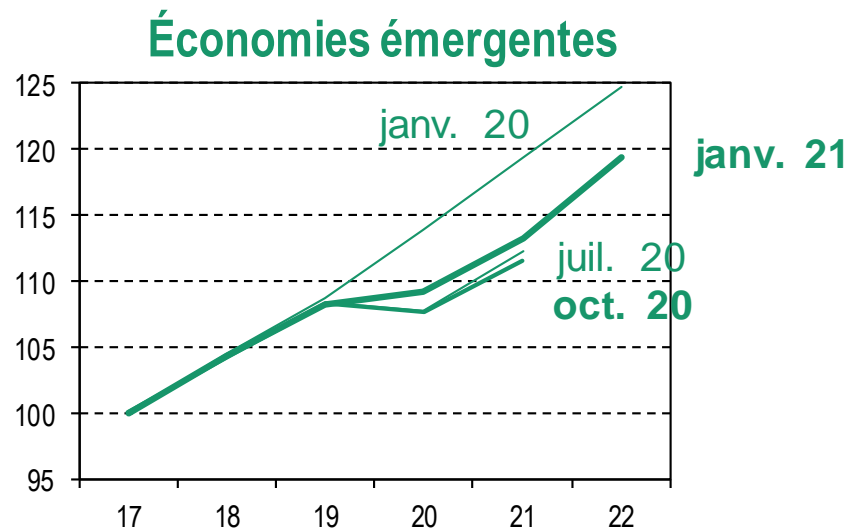
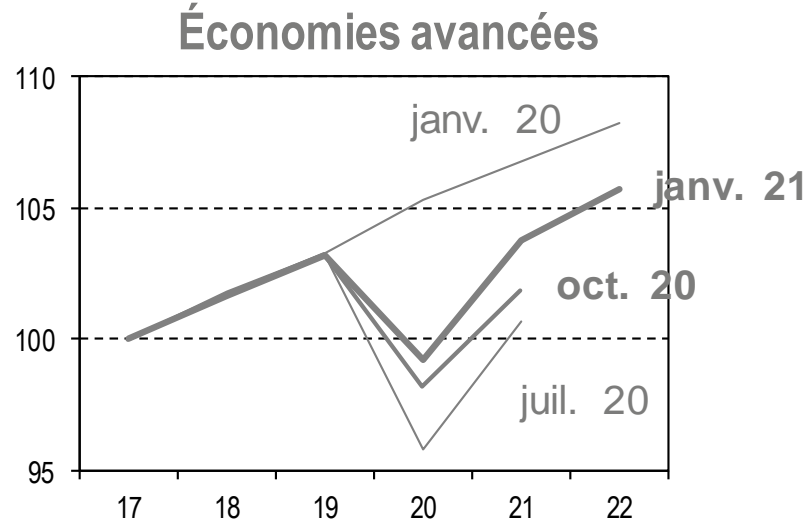
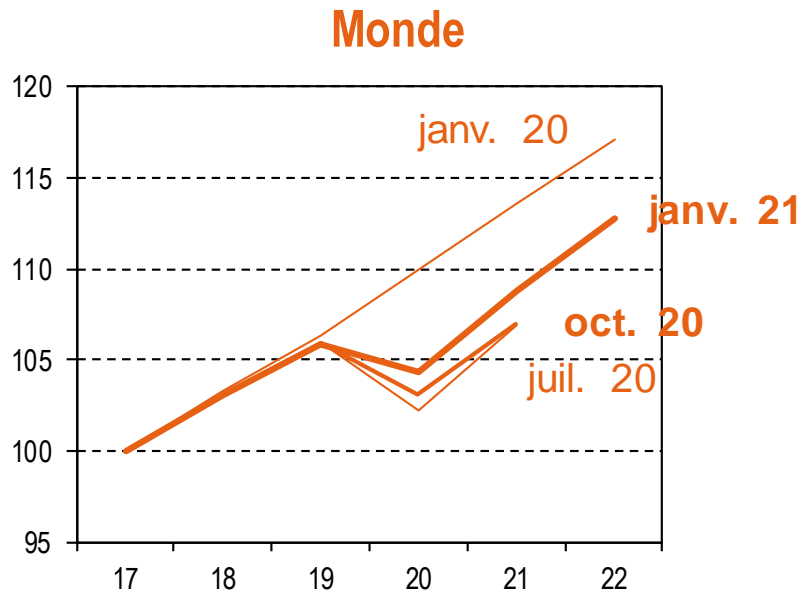
# Un rebond de l'activité... et du prix des matières premières



# En janvier, le FMI a révisé sa prévision de croissance mondiale à 5.5% pour 2021... mais mis en perspective, le rebond attendu est loin d'être impressionnant

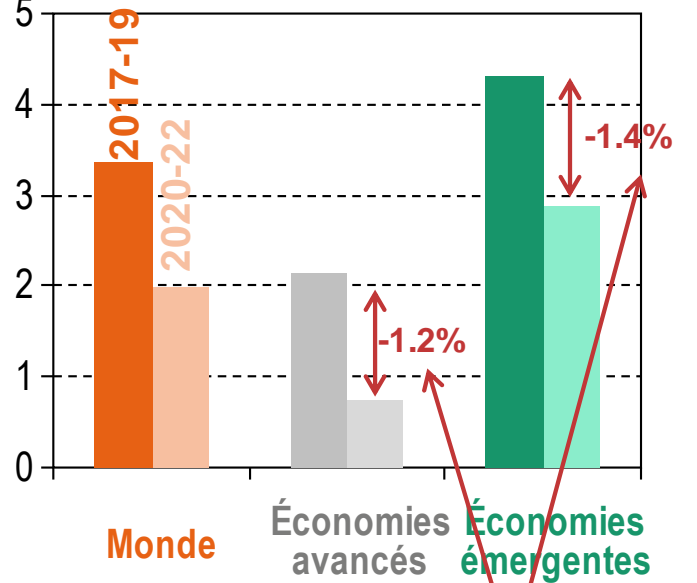
## Révision des prévisions de PIB réel du FMI

(T4 2017 = 100, niveau de fin d'année)



## Le rebond attendu par le FMI en perspective

(croissance du PIB réel, % rythme annuel)



Perte moyenne de croissance sur 3 ans

# Le commerce mondial et la production industrielle ont poursuivi leur redressement

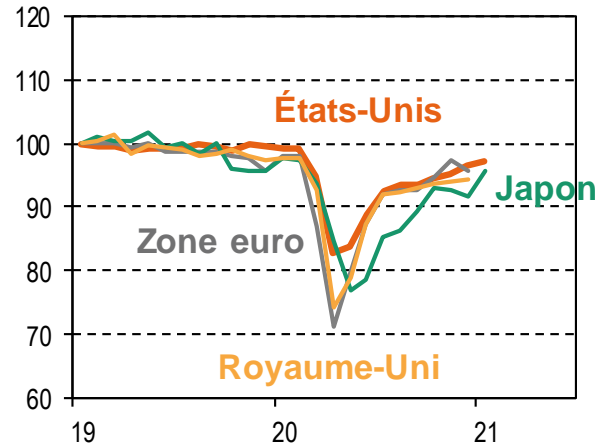
## Production industrielle

(janvier 2019 = 100, secteur manufacturier)

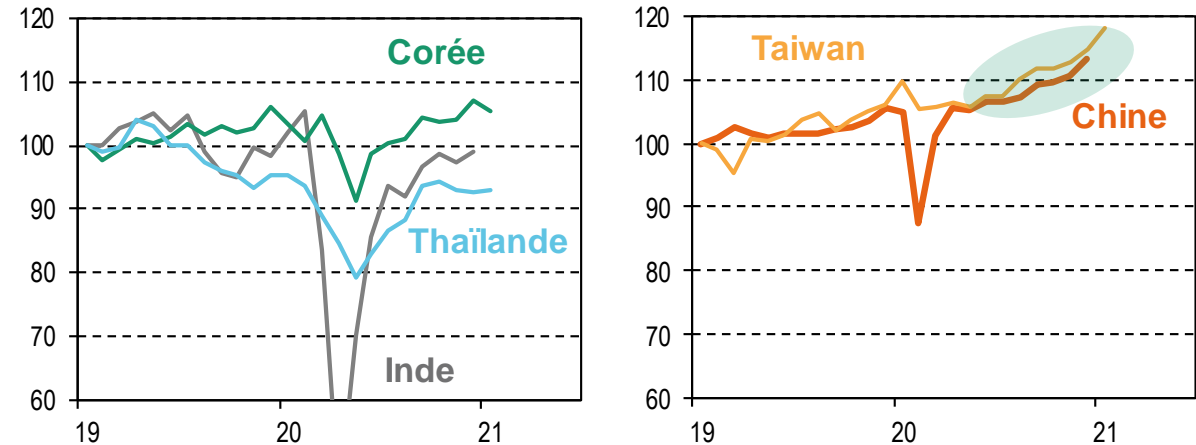
## Commerce mondial et production industrielle (2010 = 100)



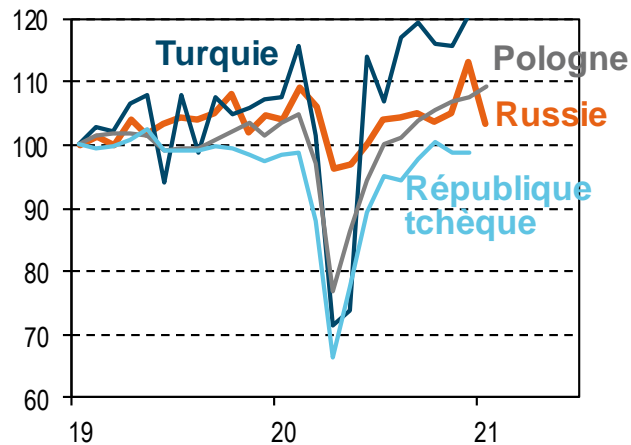
## Économies avancées



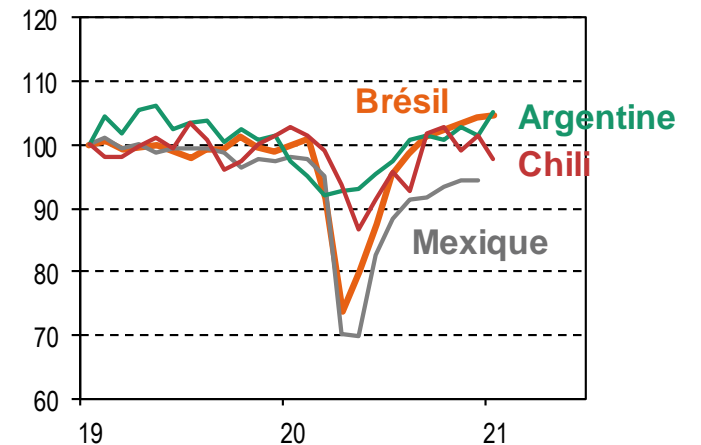
## Asie émergente



## Europe émergente



## Amérique latine



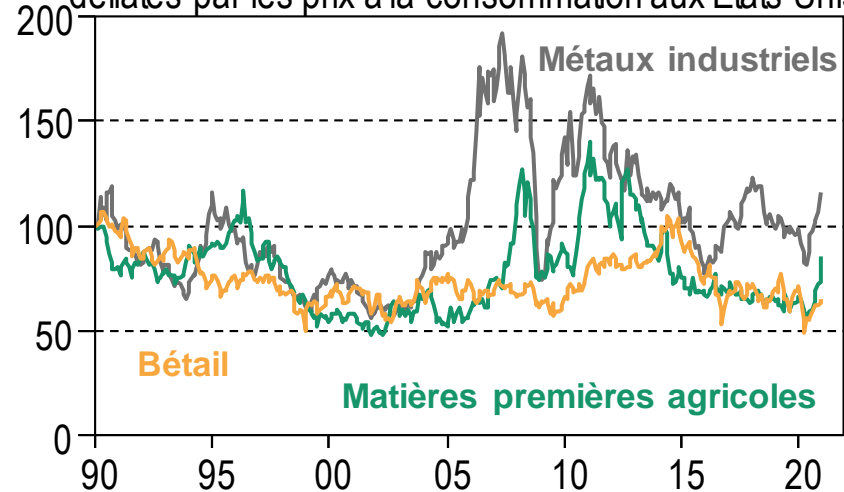
Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

# Les prix des matières premières sont récemment montés: la hausse de la demande chinoise...

## Prix réel des matières premières

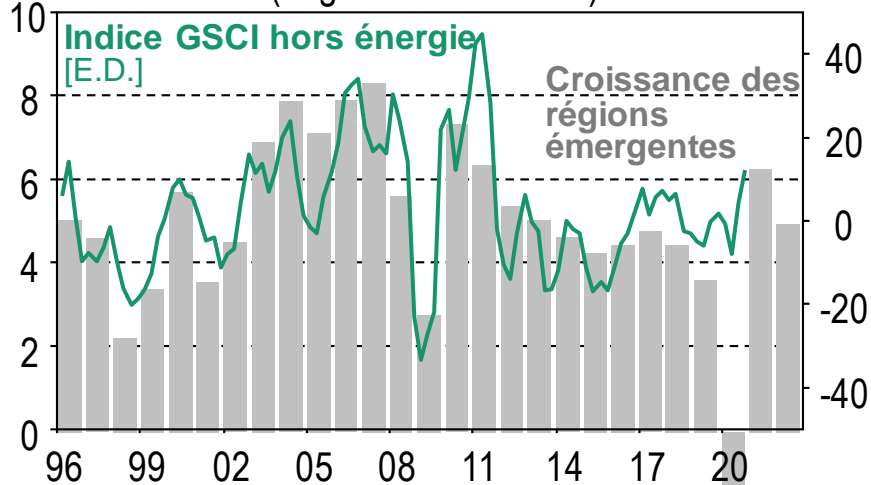
(1990 = 100, indices GSCI)

déflatés par les prix à la consommation aux États-Unis)



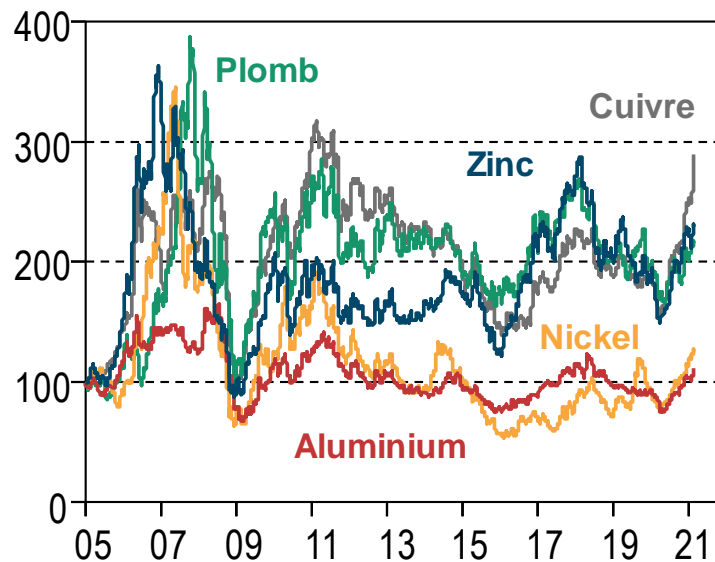
## Prix des matières premières et activité

(% glissement annuel)



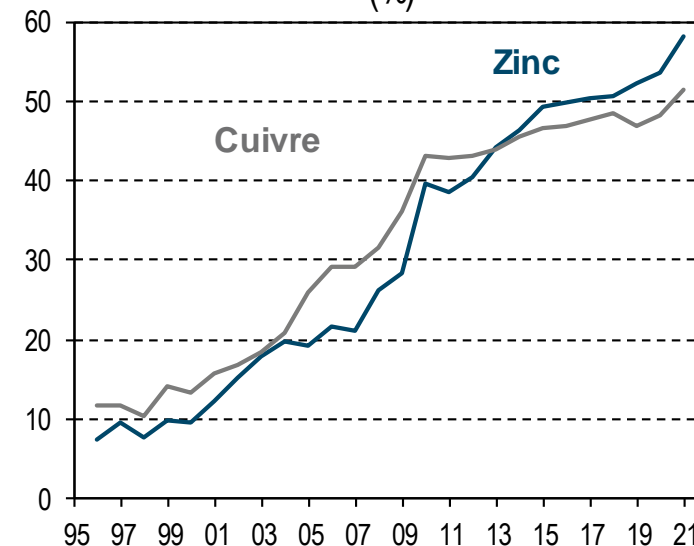
## Prix des métaux industriels

(janvier 2005 = 100, indices GSCI)



## Poids de la Chine dans la demande mondiale

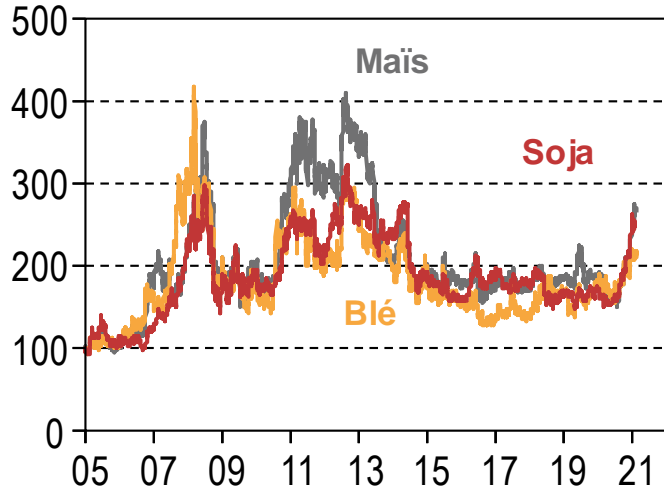
(%)



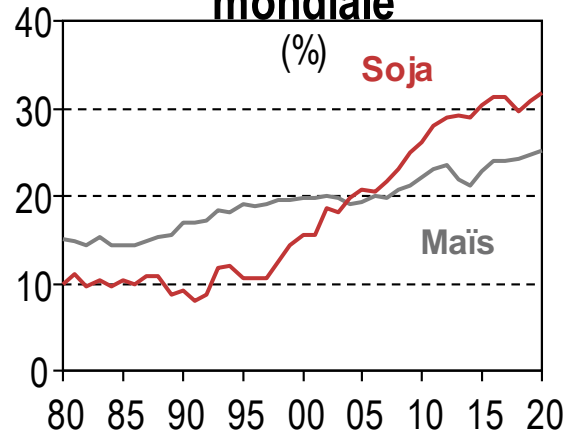
# ... des stocks bas et la spéculation semblent y avoir contribué

## Prix des matières premières agricoles

(janvier 2005 = 100, indices GSCI)

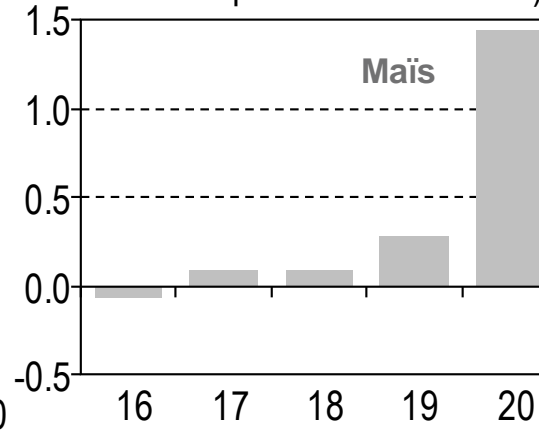


## Poids de la Chine dans la demande mondiale



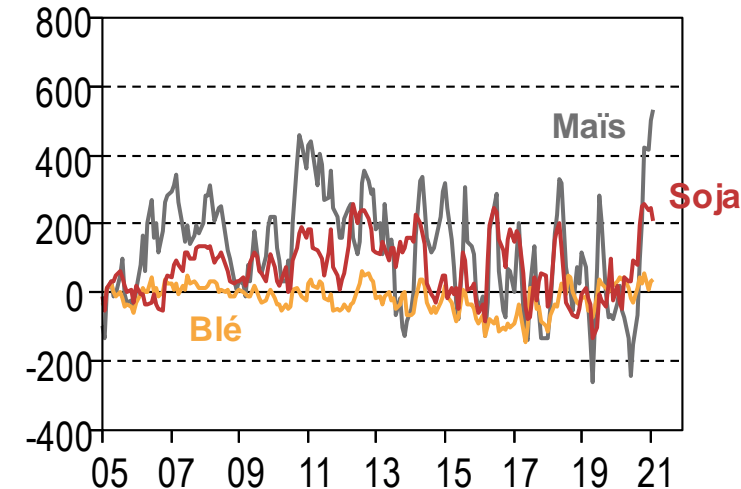
## Importations chinoises

(glissement annuel, % de la production mondiale)



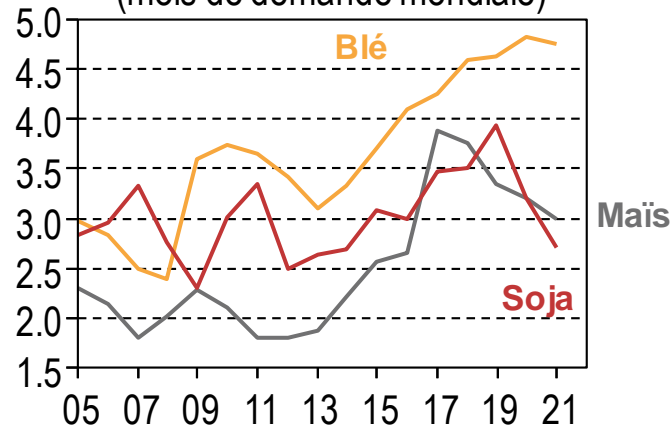
## Positions spéculatives nettes

(milliers de contrats, positions longues moins positions courtes)



## Stocks mondiaux de matières premières agricoles

(mois de demande mondiale)



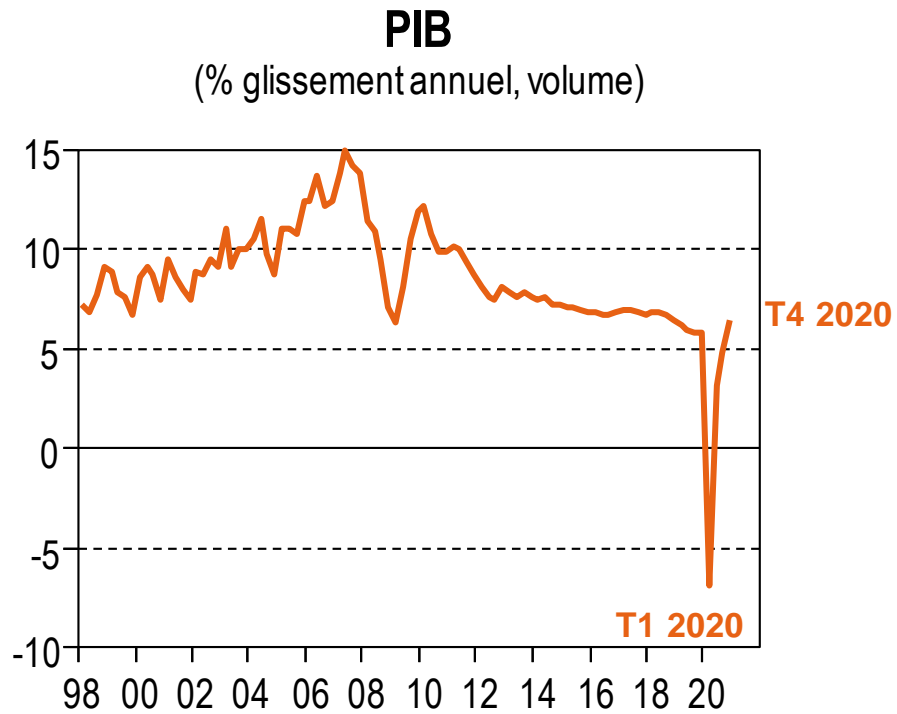


The 128th Canton Fair in Guangzhou, China, October 16, 2020. /Xinhua

### 3. CHINE

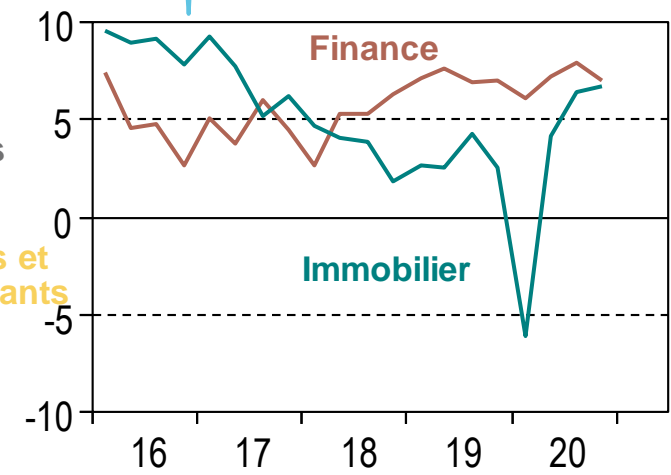
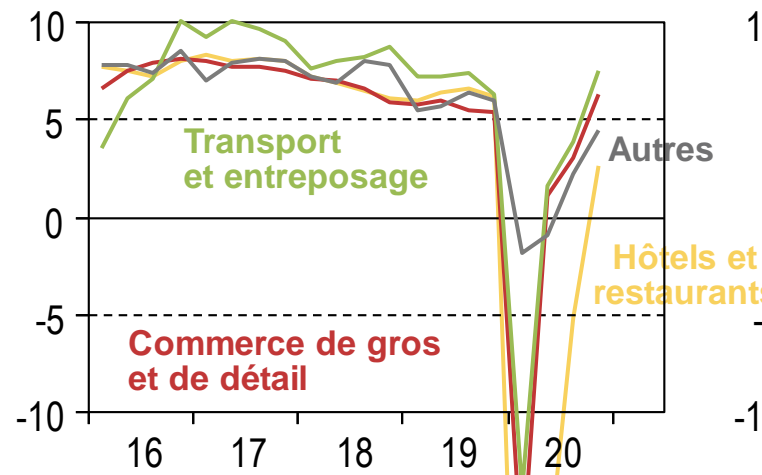
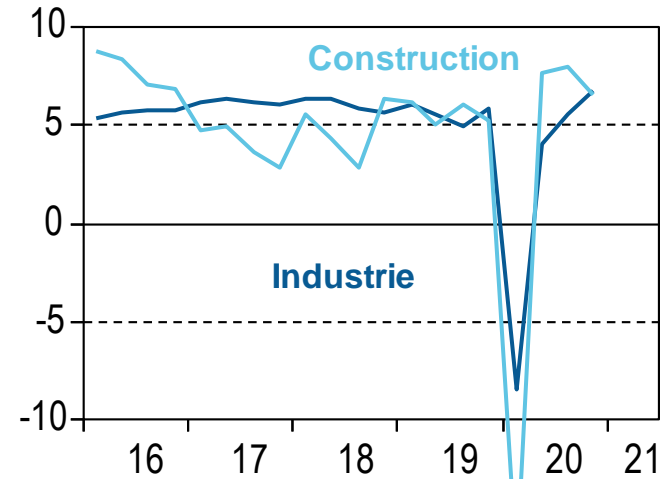
**Une économie soutenue... avec modération !**

# Après une forte baisse, l'activité est répartie... même dans les secteurs des services les plus affectés



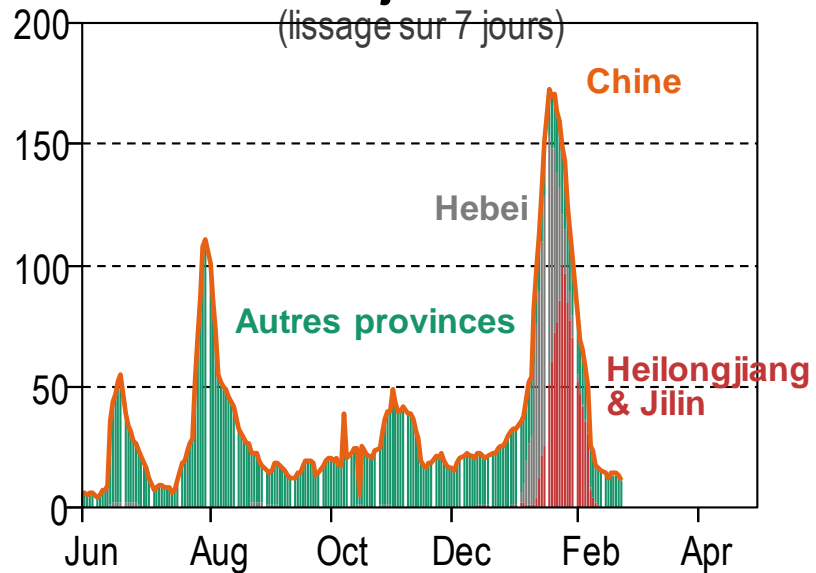
### PIB par secteur

(% glissement annuel, volume)

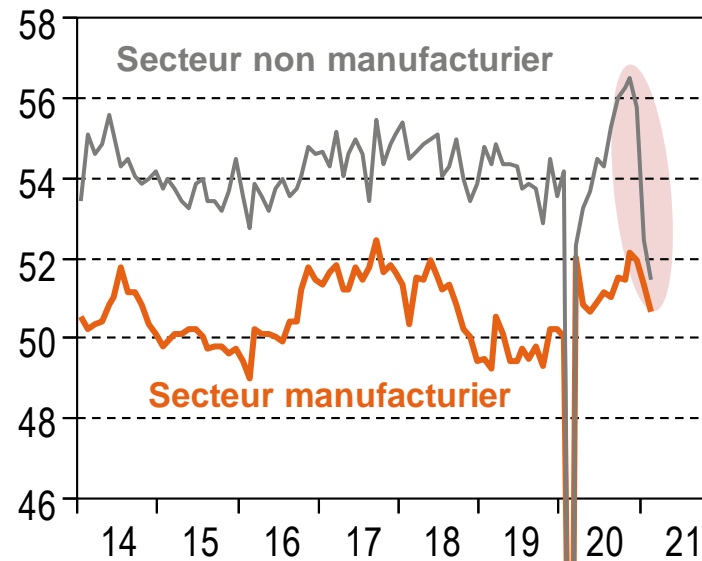


# Le ralentissement observé au début de l'année 2021 devrait être temporaire

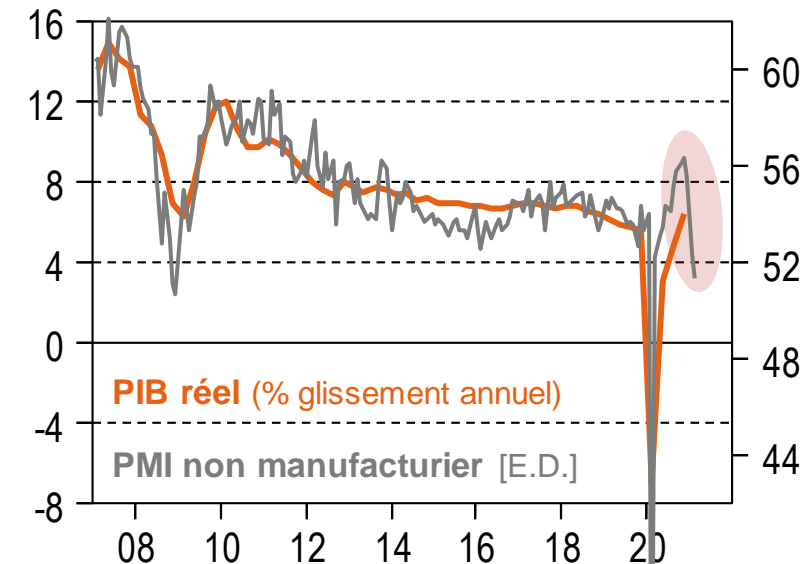
## Nouveaux cas de COVID-19 par jour



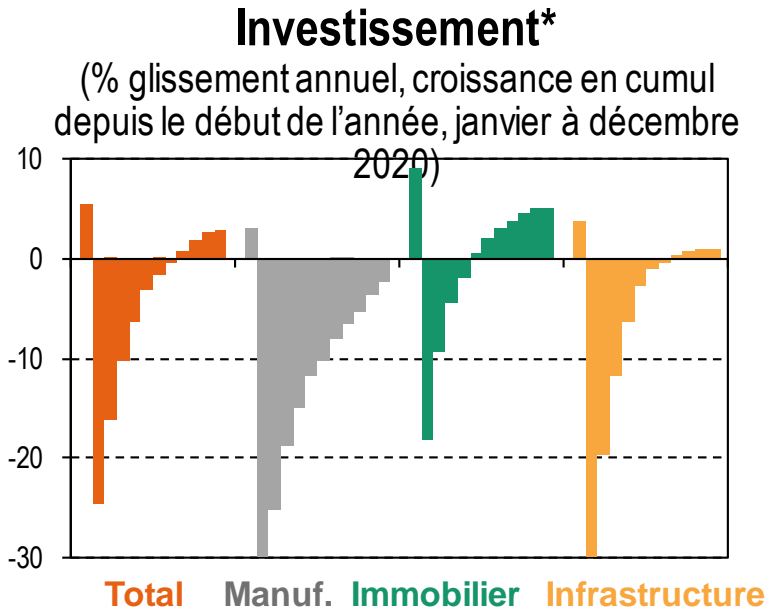
## Indices PMI du NBS



## PIB et PMI non manufacturier



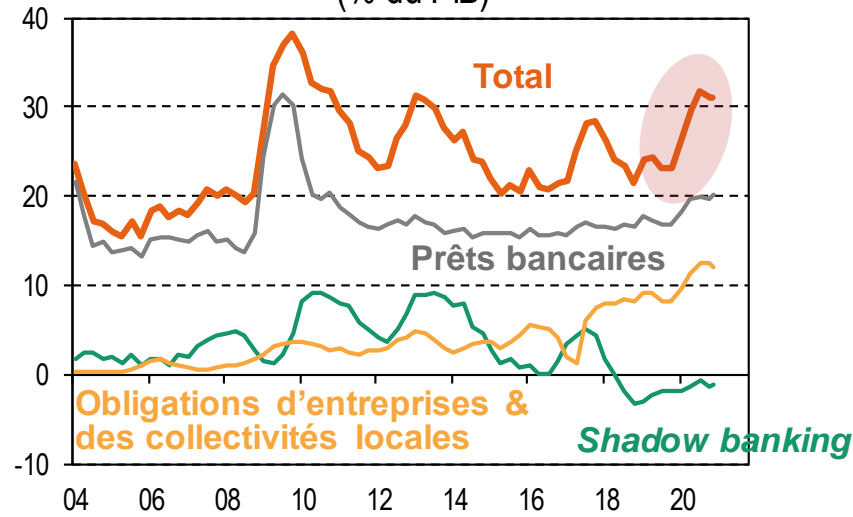
# L'investissement a repris, mais les autorités ont pris des mesures pour éviter un emballement du marché immobilier



(\*) L'investissement inclut ici, outre la FBCF, les achats de matériel d'occasion et de terrains ainsi que les fusions et acquisitions.

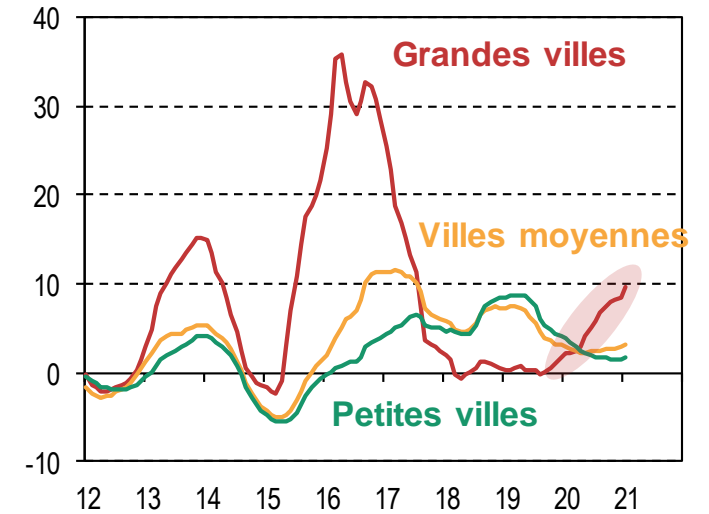
### Flux de crédit à l'économie

(% du PIB)

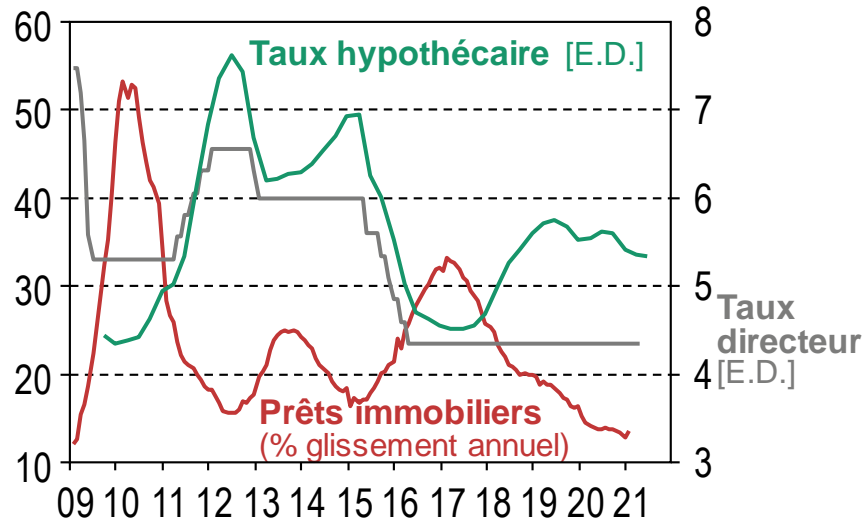


### Prix des maisons existantes

(% glissement annuel)



### Prêts immobiliers aux ménages



Pékin a durci la réglementation sur les émissions obligataires des promoteurs immobiliers afin **de les obliger à réduire leur endettement.**

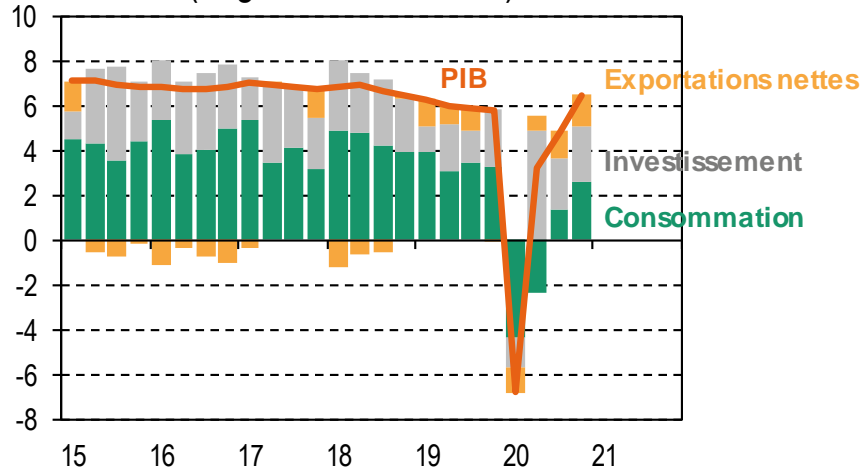
Par ailleurs, un système a été mis en place qui vise à limiter la part de l'encours des prêts immobiliers (y compris hypothécaires) dans le total des prêts en Renminbi. **La croissance des prêts immobiliers devrait par conséquent être désormais proche de celle du total des prêts.**



# Le PIB est revenu sur sa trajectoire pré-crise : les autorités vont essayer de l'y maintenir

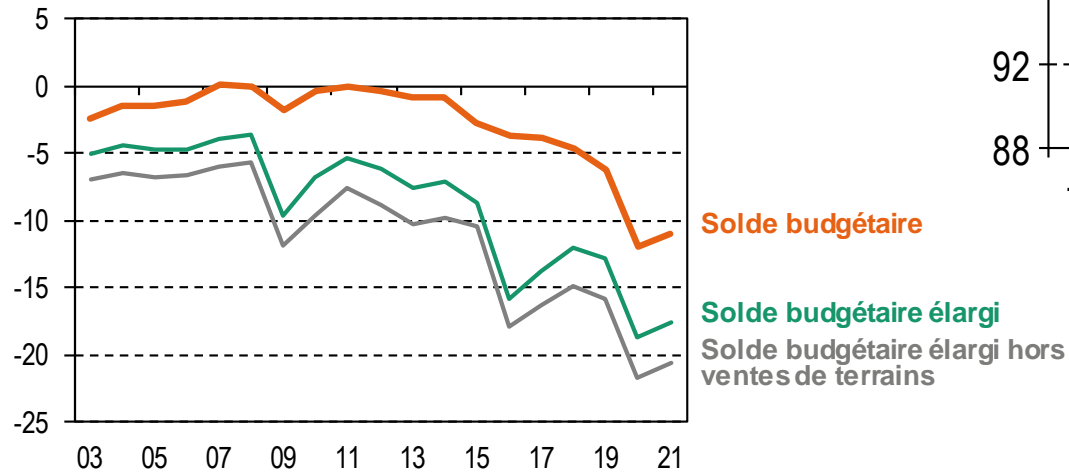
## Contribution à la croissance du PIB réel

(% glissement annuel)



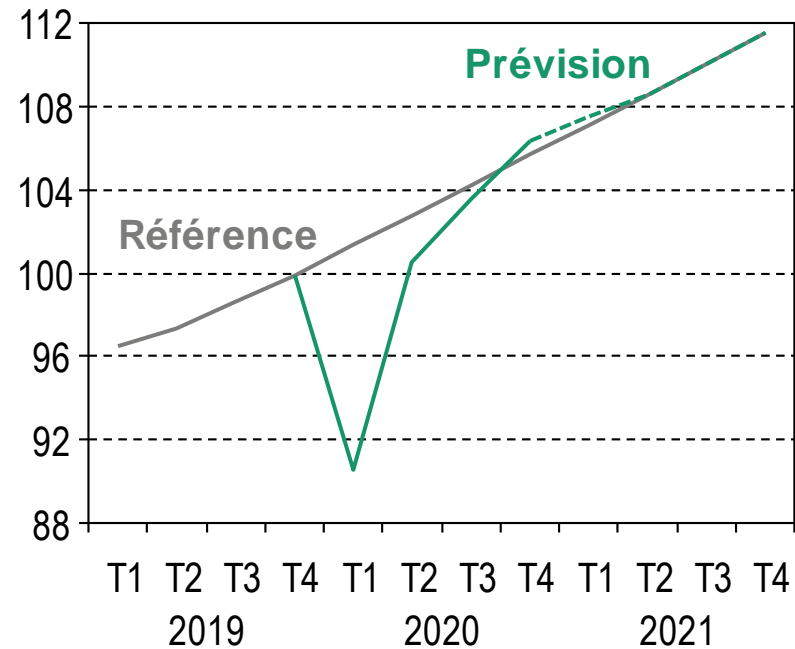
## Solde budgétaire

(% du PIB)



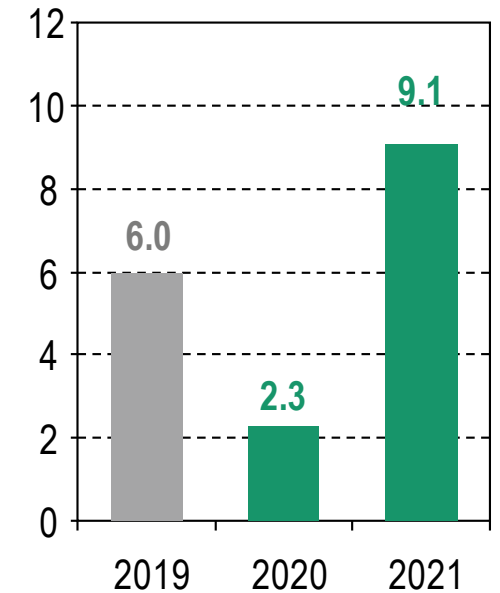
## Trajectoire du PIB réel

(T4 2019 = 100)



## Croissance du PIB réel

(%, moyenne annuelle)



# Depuis l'été dernier, le yuan s'est fortement apprécié contre le dollar

## Taux de change Yuan / Dollar



## Réserves de change (milliards de dollars)

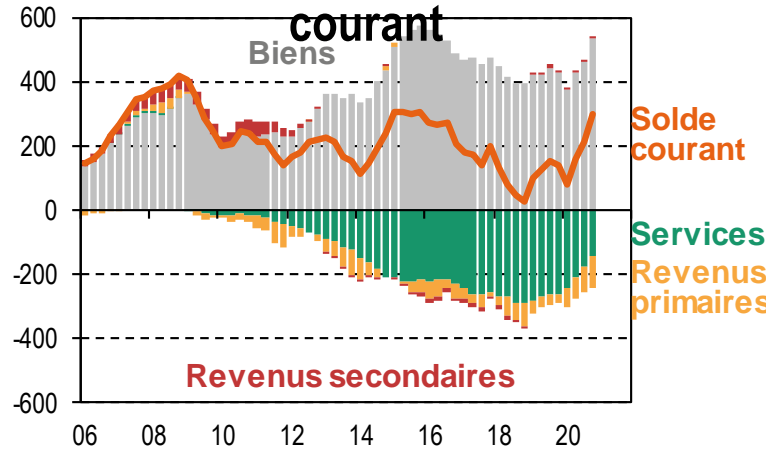


Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

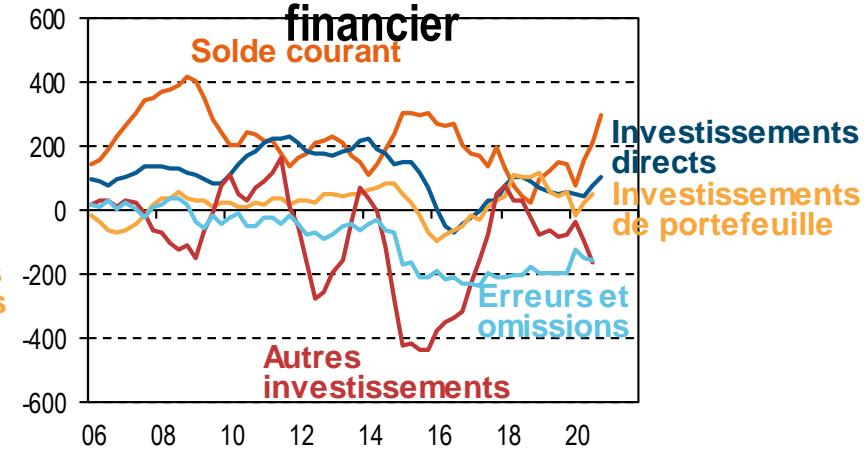
## Balance des paiements

(milliards de dollars, lissage sur 1 an, rythme annuel)

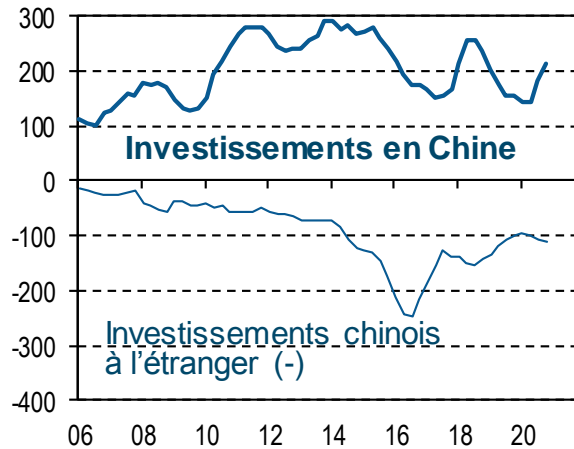
### Solde du compte courant



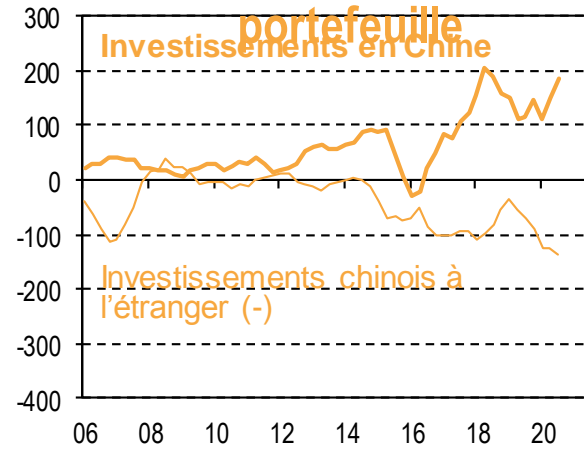
### Solde du compte financier



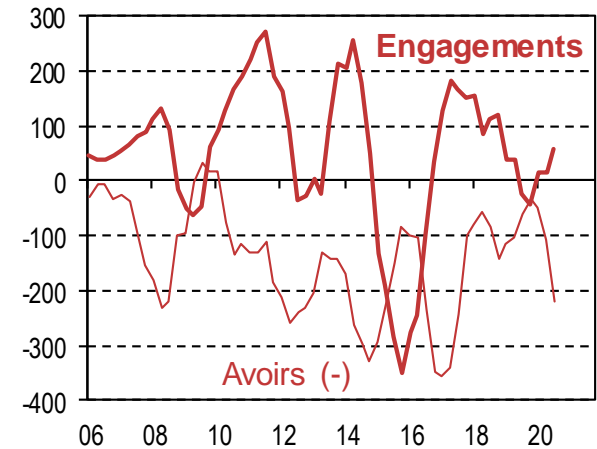
### Investissements directs



### Investissements de portefeuille



### Autres investissements

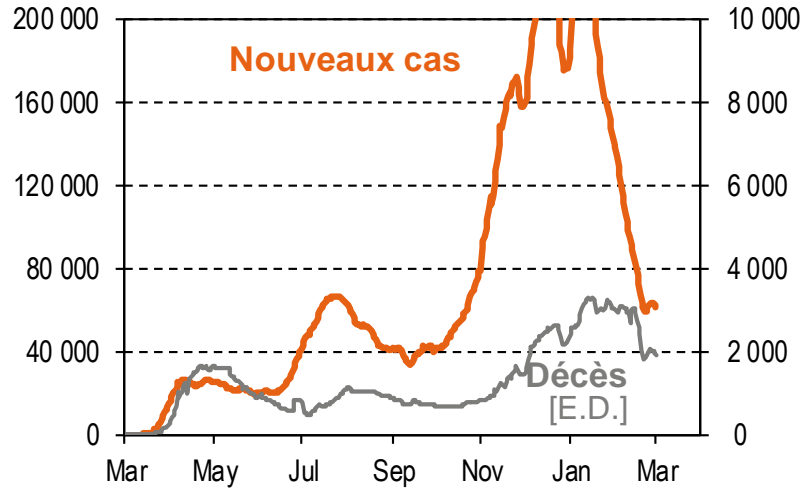




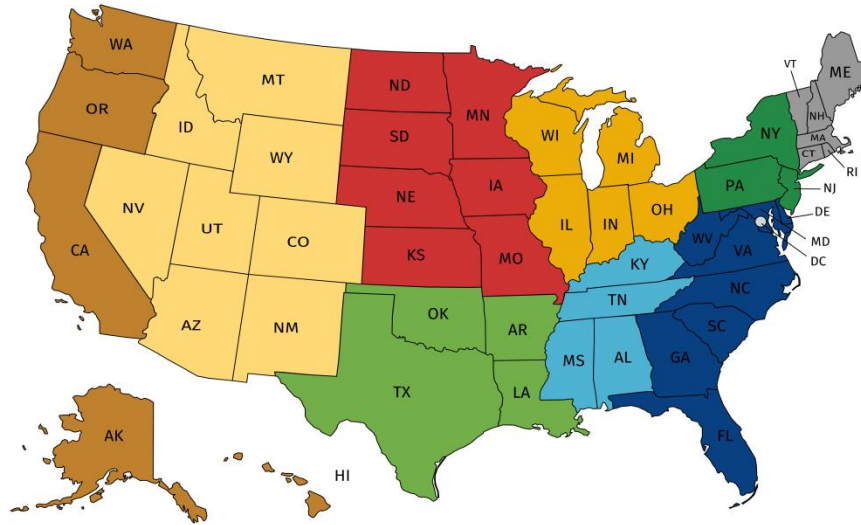
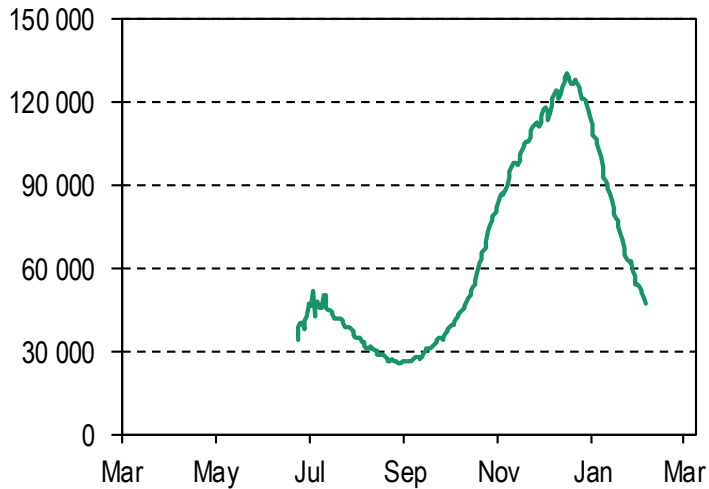
## 4. États-Unis Une reprise dopée par le Budget

# L'épidémie recule

**Nouveaux cas déclarés et décès par jour**  
(lissage sur 7 jours)



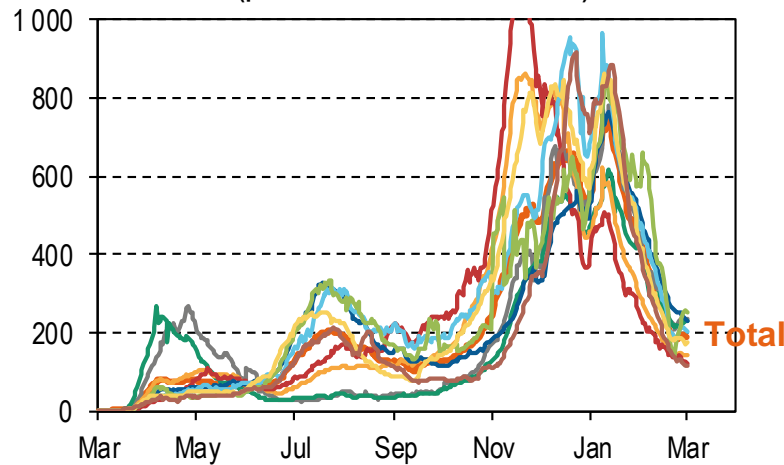
**Hospitalisations en cours**



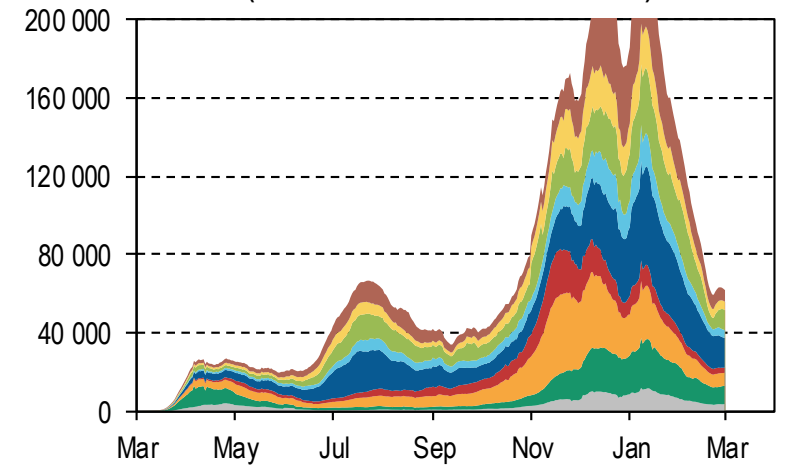
- West North Central*
- East North Central*
- East South Central*
- Mountain*
- West South Central*
- South Atlantic*
- New England*
- Middle Atlantic*
- Pacific*

**Nouveaux cas de Covid-19 par jour**

(par million d'habitants)



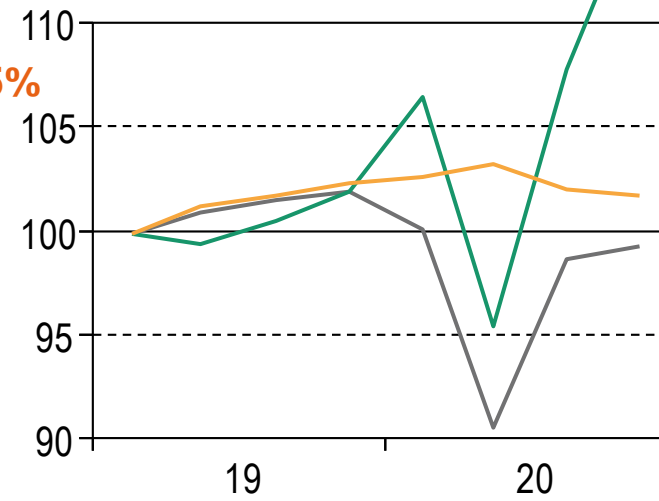
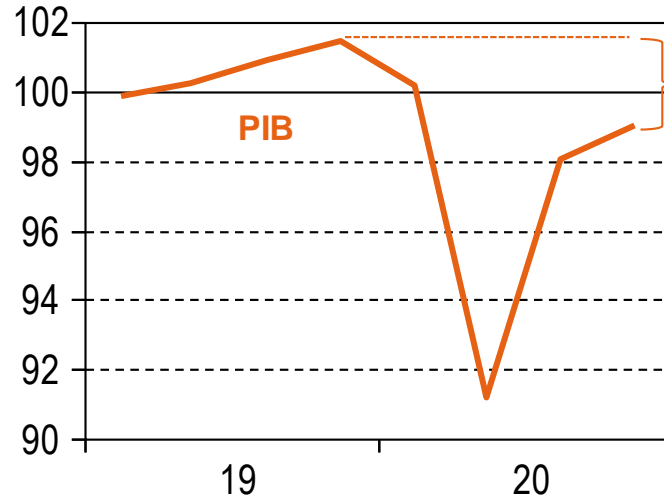
(nombre de nouveaux cas)



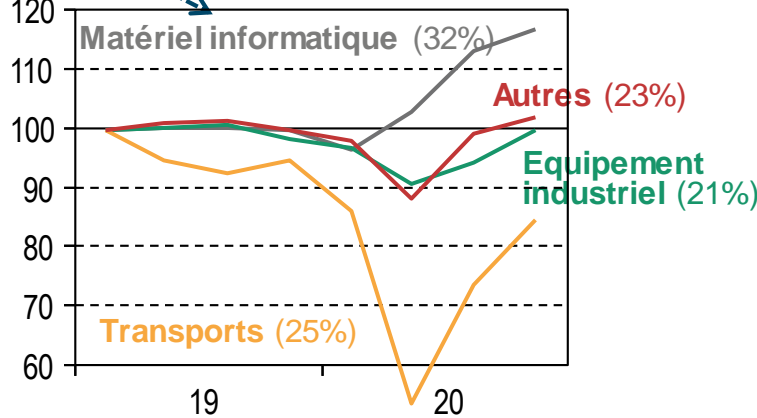
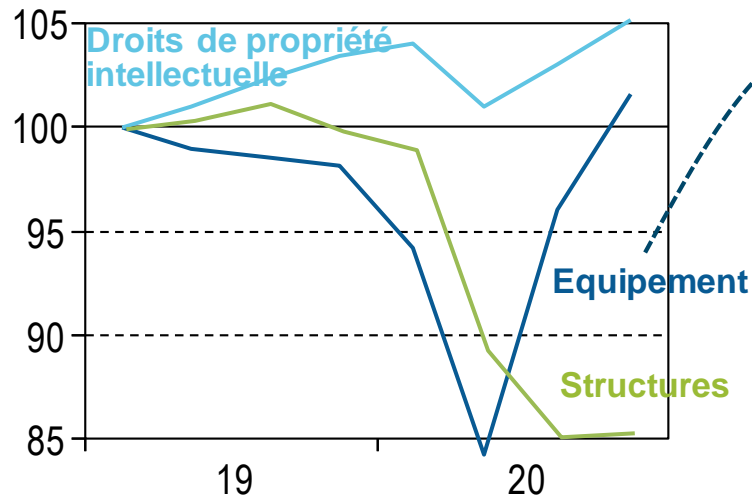
# L'économie a ralenti à la fin de l'année dernière, mais la progression des dépenses d'investissement s'est poursuivie

## PIB et ses composantes

(T1 2019 = 100, volume)



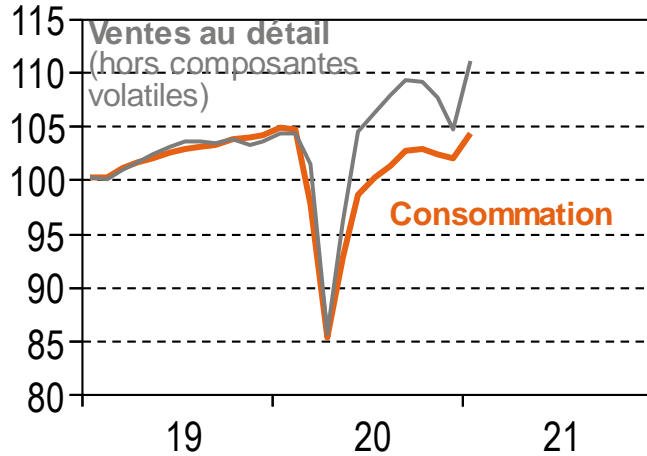
Investissement résidentiel  
Dépenses du gouvernement  
Consommation



# La consommation a été forte en début d'année... surtout celle des ménages à bas revenus

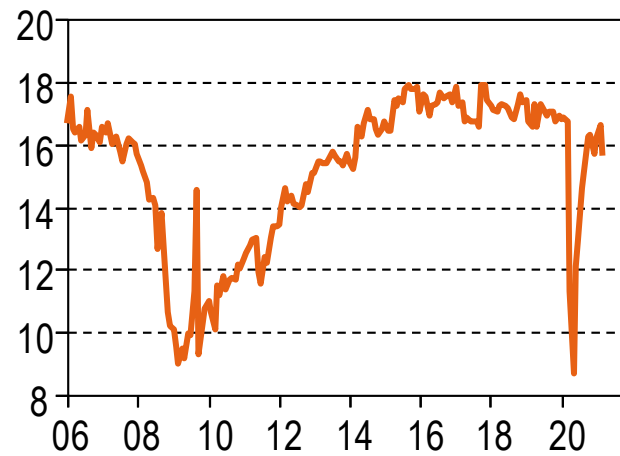
## Consommation et ventes au détail

(janvier 2019 = 100, nominal)



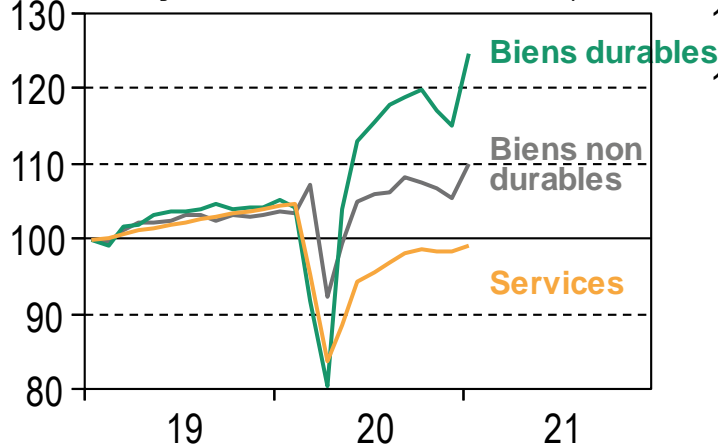
## Ventes de voitures

(millions, rythme annuel)



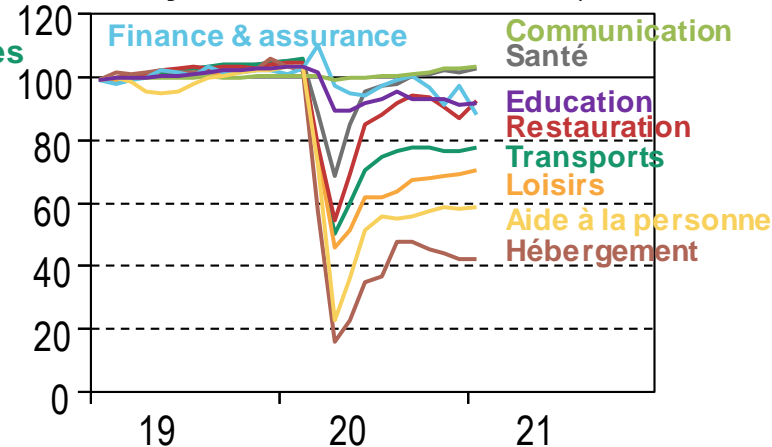
## Consommation

(janvier 2019 = 100, nominal)

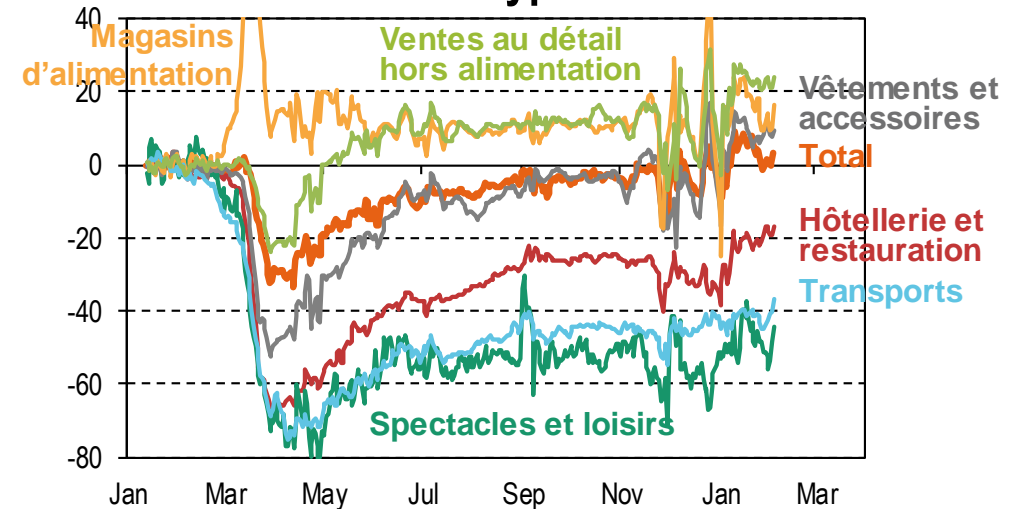


## Consommation de services

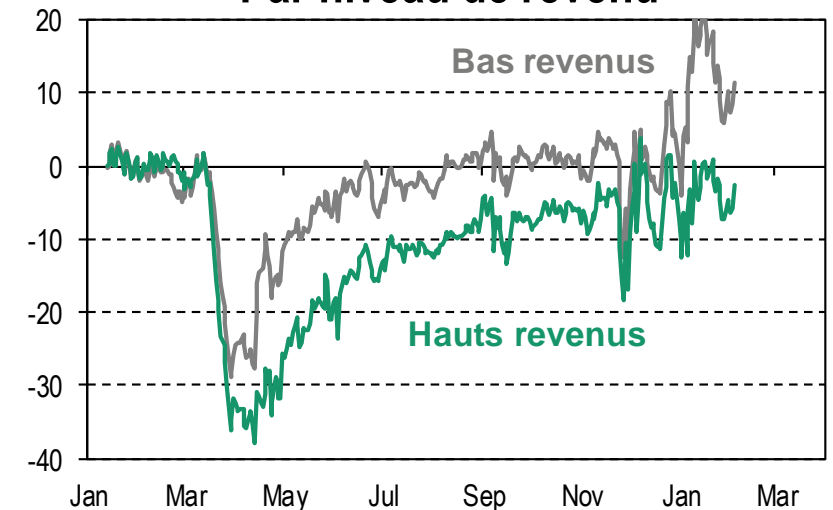
(janvier 2019 = 100, nominal)



## Par type

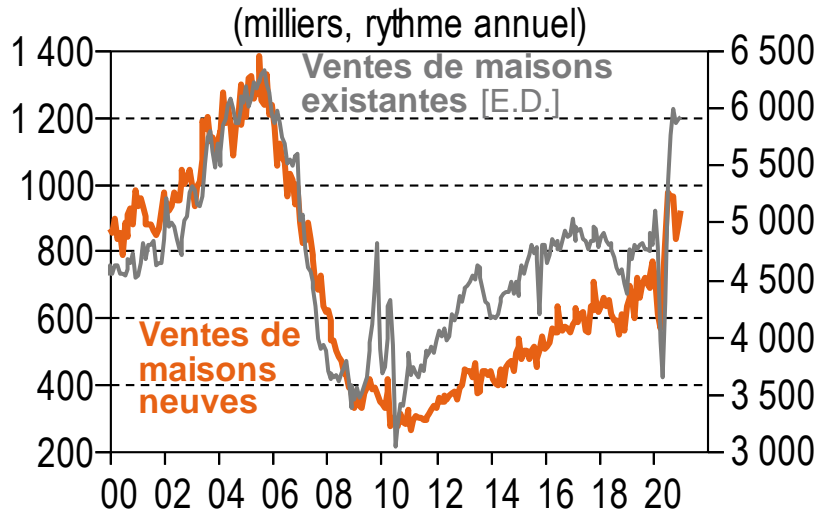


## Par niveau de revenu

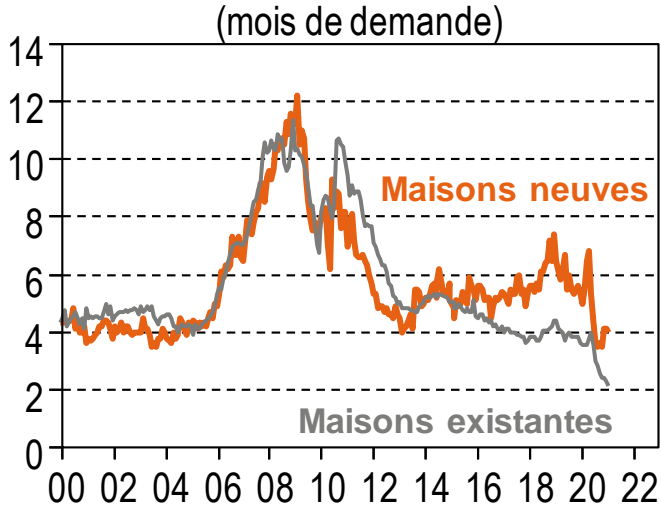


# Le bas niveau des taux d'intérêt a soutenu l'immobilier résidentiel et poussé les prix à la hausse

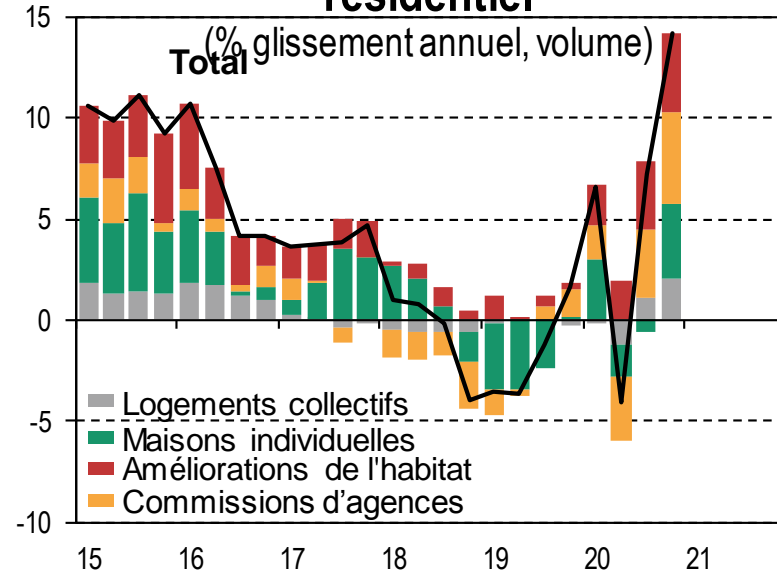
## Ventes de maisons neuves et existantes



## Stocks de logements

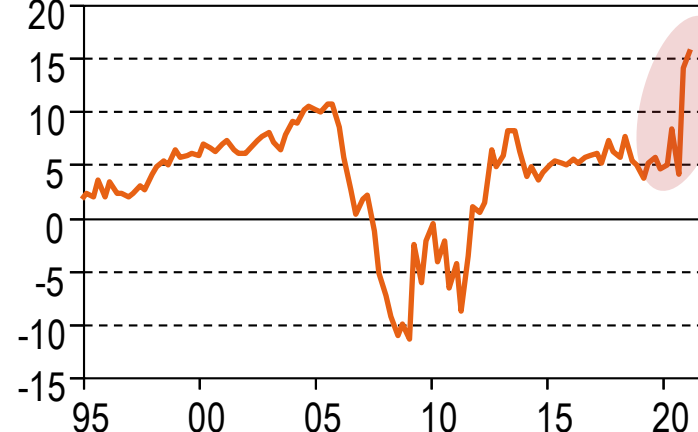


## Contributions à l'investissement résidentiel

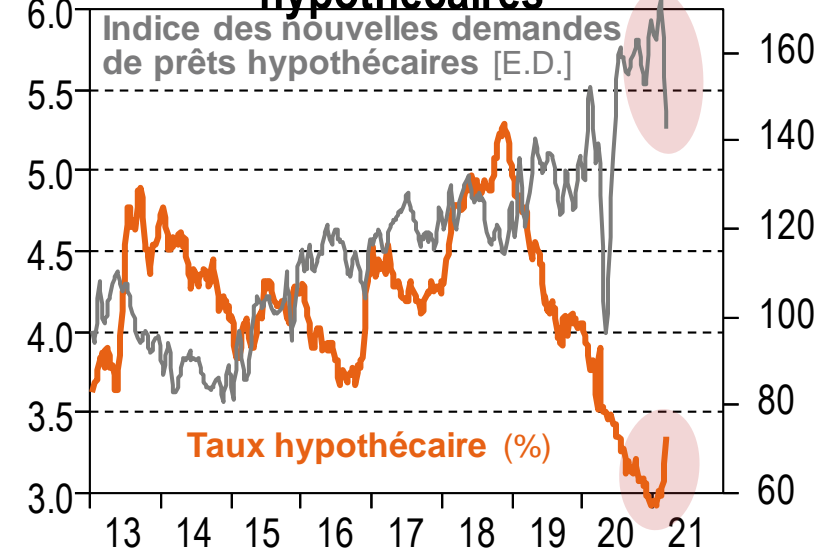


## Indice de prix des logements FHFA

(indice « purchase only », % glissement trimestriel annualisé)



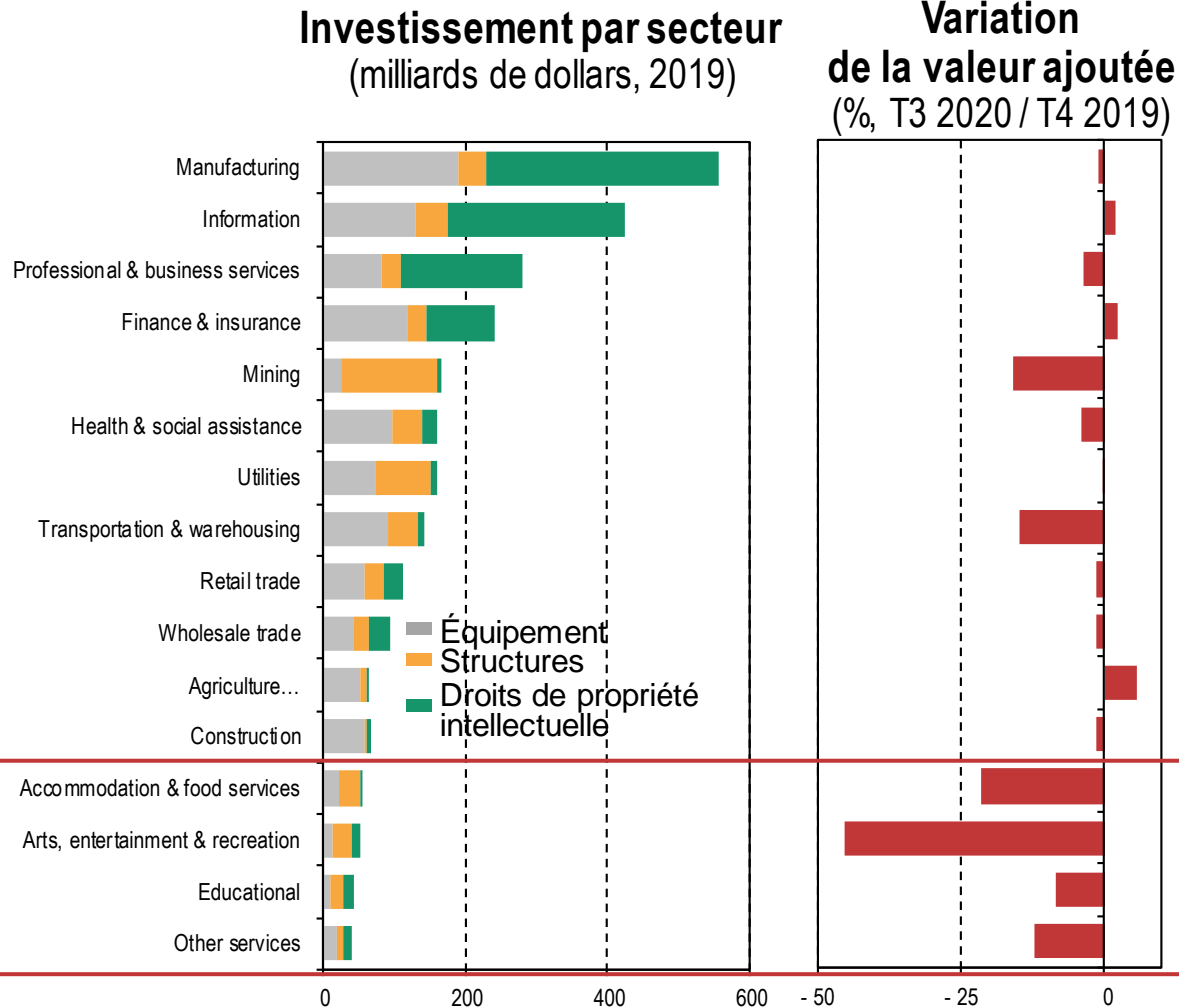
## Nouvelles demandes de prêts hypothécaires



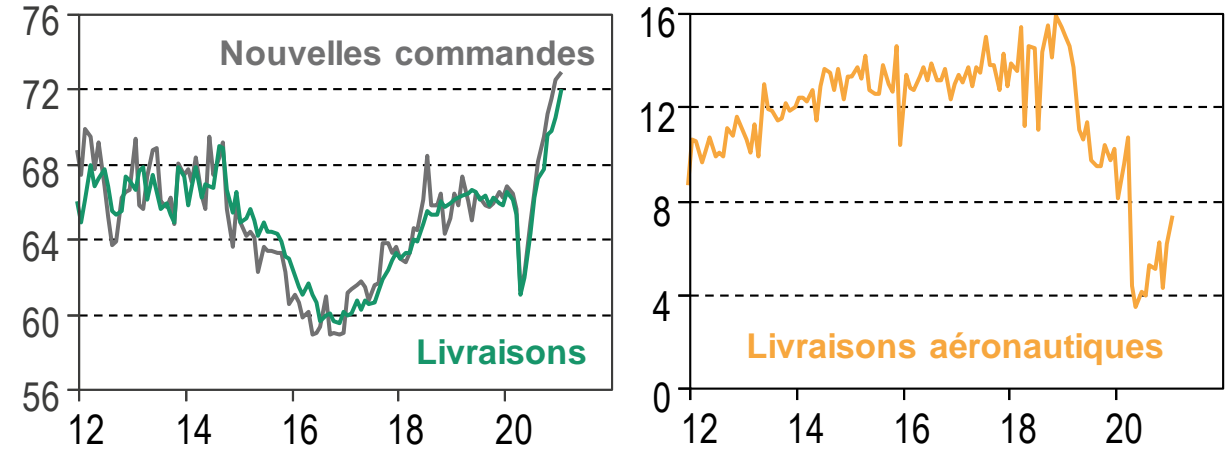
Désormais, la remontée des taux hypothécaires, combinée à la hausse des prix de l'immobilier, devrait freiner la croissance de l'investissement résidentiel.

# La reprise de l'investissement productif devrait soutenir l'activité en 2021

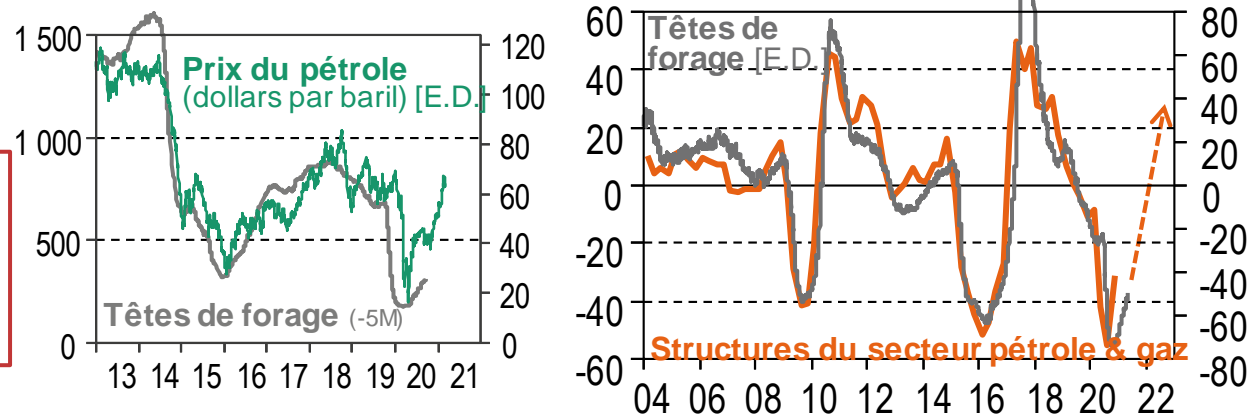
**Le poids dans l'investissement des secteurs affectés par la Covid est relativement faible**



**Livraisons et commandes de bien d'équipement**  
(milliards de dollars, hors défense)



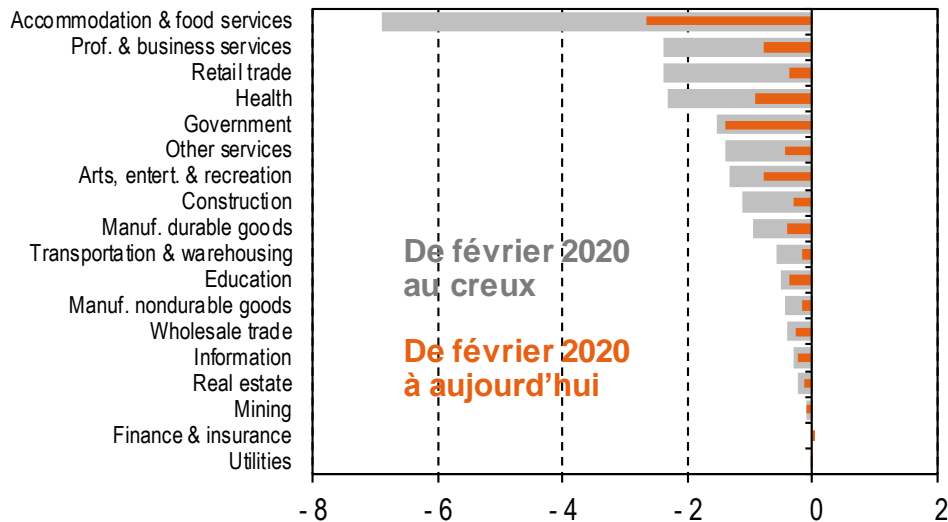
**Prix du pétrole, têtes de forage et investissements en structures**  
(% glissement annuel)



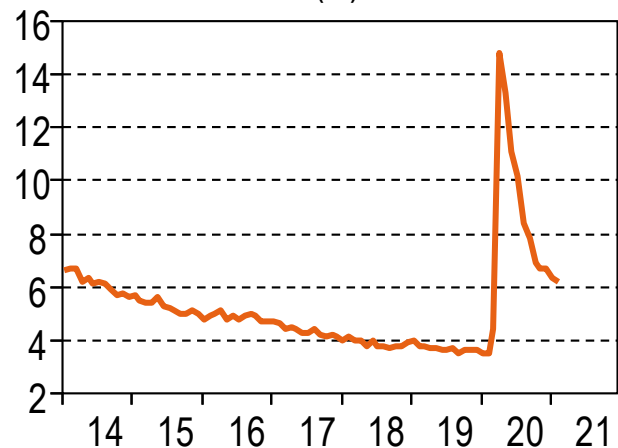


# Malgré le rebond de l'activité, il manquait toujours 9 millions d'emplois en février 2021

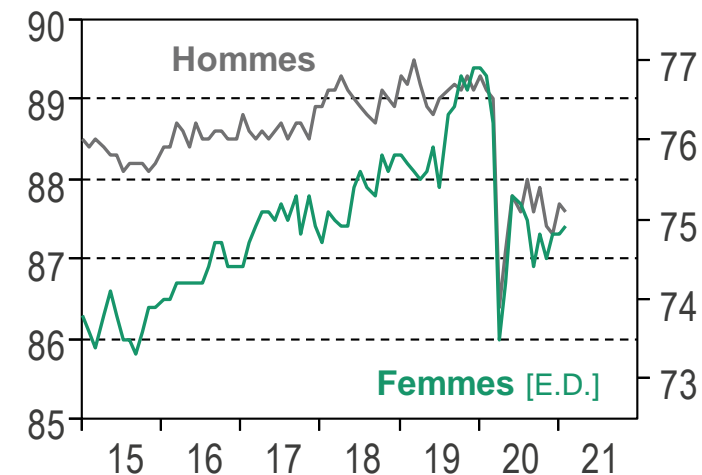
Variation de l'emploi par secteur (millions)



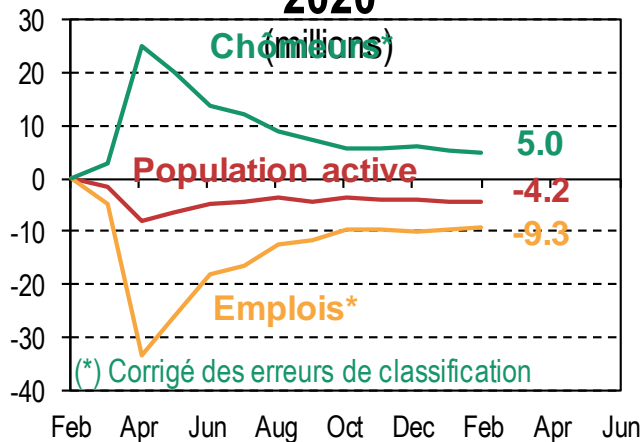
Taux de chômage (%)



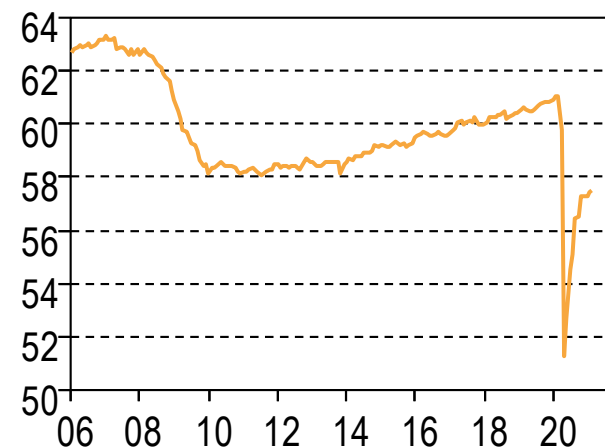
Taux de participation des personnes âgées de 25 à 54 ans (%)



Variation cumulée de l'emploi depuis février 2020

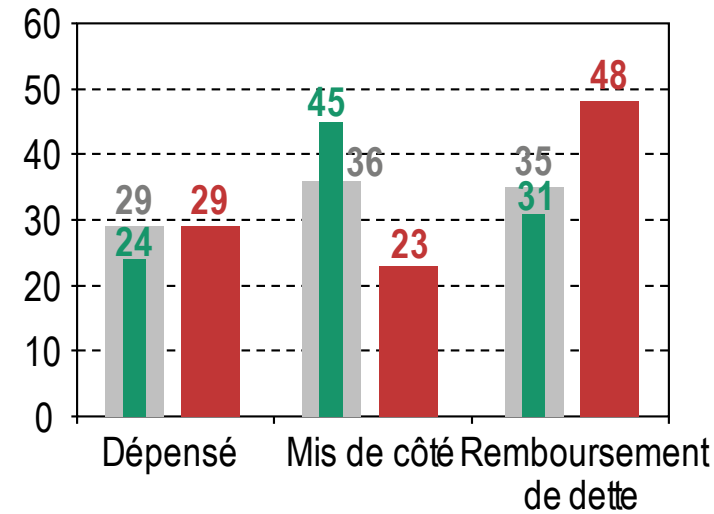


Taux d'emploi (%)



# La politique économique a permis d'éviter une détérioration trop marquée de la situation financière des ménages

## Comment l'argent du CARES Act a-t-il été utilisé ?



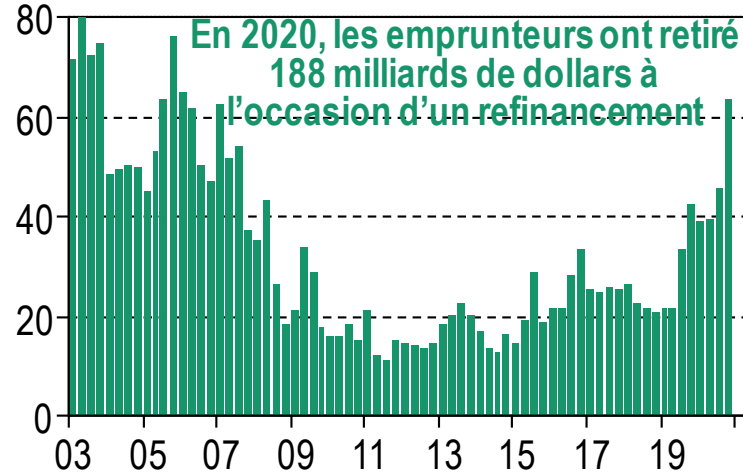
Premier chèque de 2400 \$

Indemnités chômage

Destination d'un éventuel autre chèque

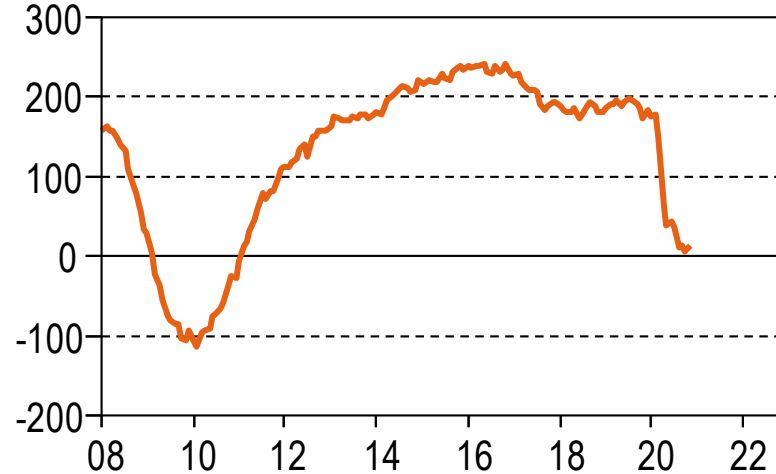
## Cash out refinancing

(milliards de dollars)



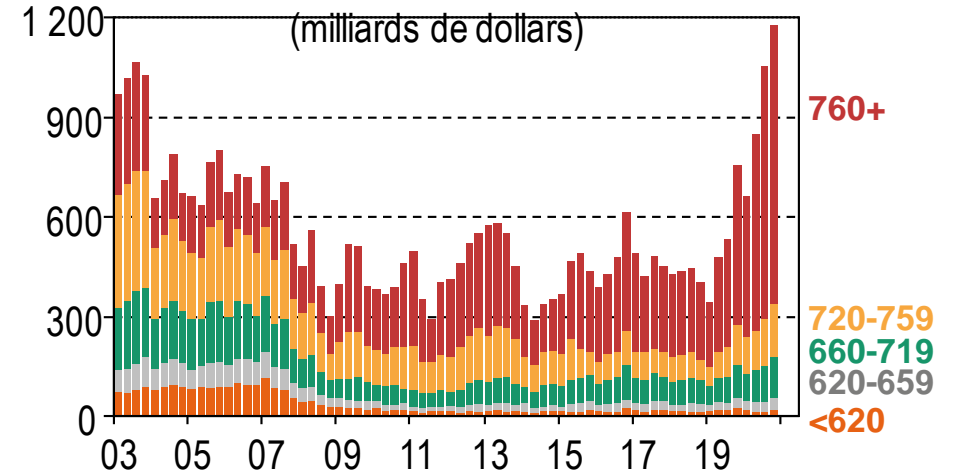
## Crédit à la consommation

(flux annuel sur 12 mois, milliards de dollars)



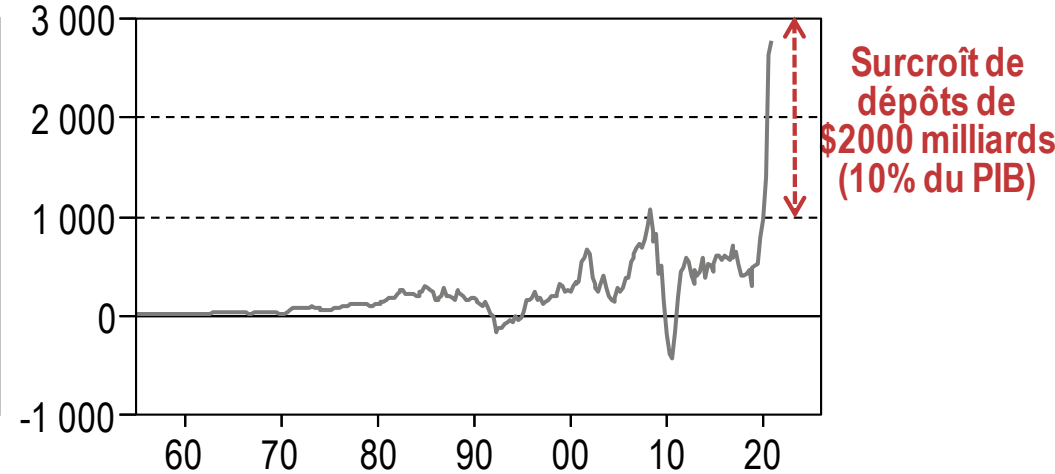
## Nouveaux prêts hypothécaires par score de crédit

(milliards de dollars)



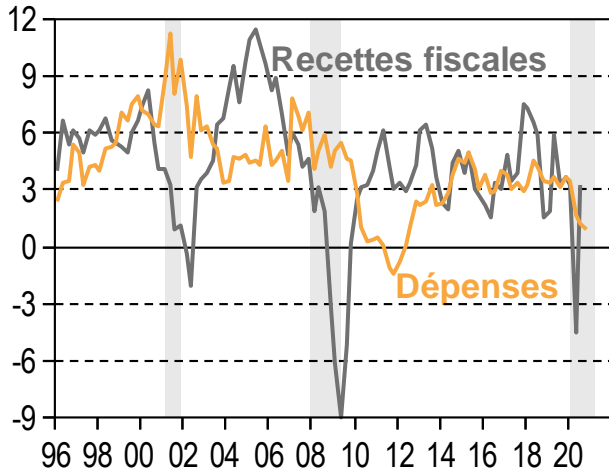
## Dépôts des ménages

(variation sur un an, milliards de dollars)

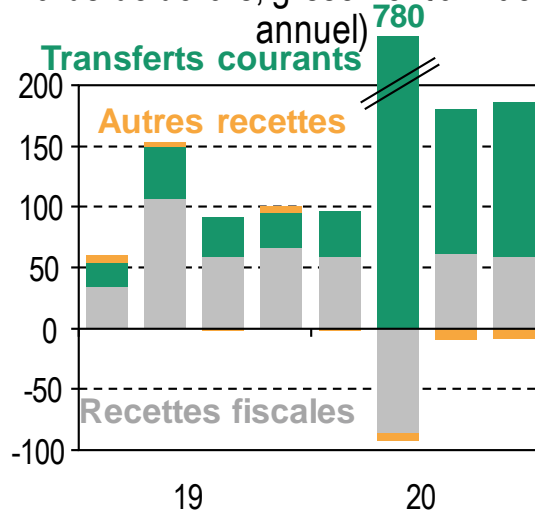


# Si les États et collectivités locales ont bénéficié d'aides importantes, la situation financière de beaucoup de villes reste délicate

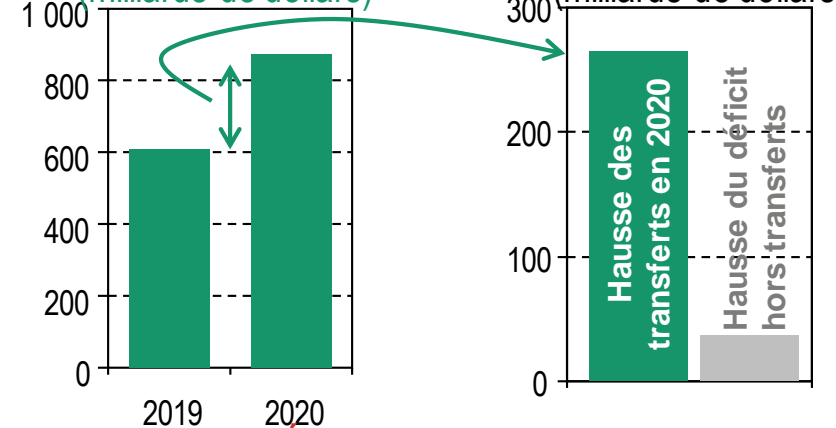
**Recettes fiscales et dépenses des États et collectivités locales**  
(% glissement annuel)



**Revenus**  
(milliards de dollars, glissement annuel, rythme annuel)



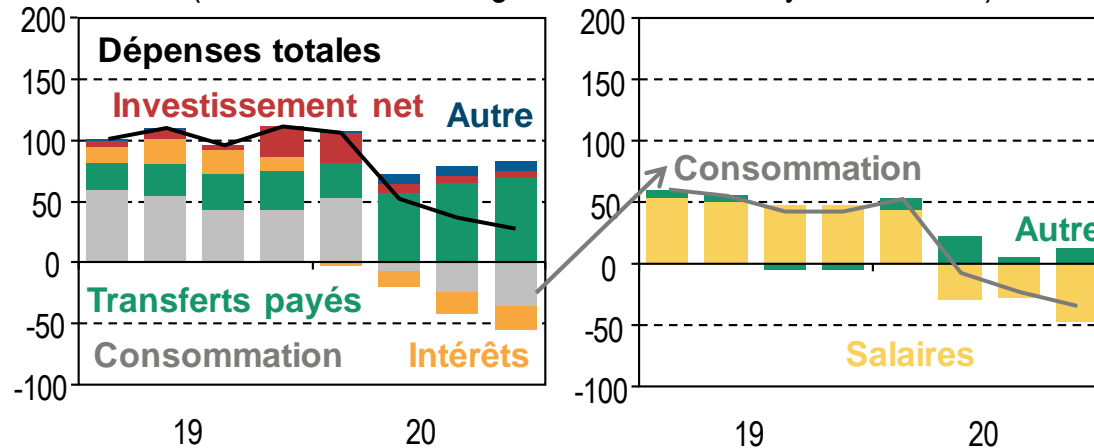
**Transferts versés par l'État fédéral** (milliards de dollars)  
**« Excédent » de transferts versés par l'État fédéral en 2020** (milliards de dollars)



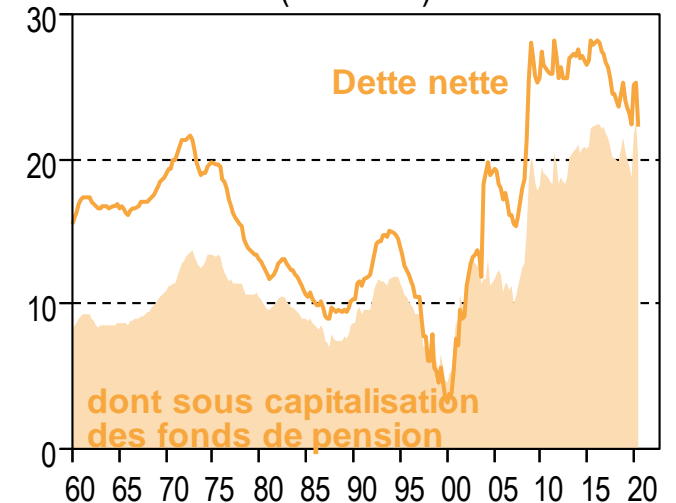
Fin 2020, les États et collectivités locales avaient reçu 230 milliards de dollars de transferts fédéraux de plus que la dégradation de leur solde budgétaire.

**Dépenses**

(milliards de dollars, glissement annuel, rythme annuel)



**Dette des États et collectivités locales**  
(% du PIB)



Sources : BEA, Refinitiv Datastream, Candriam

# L'American Rescue plan va fournir un soutien massif aux chômeurs, aux ménages à bas revenus et aux États et collectivités locales

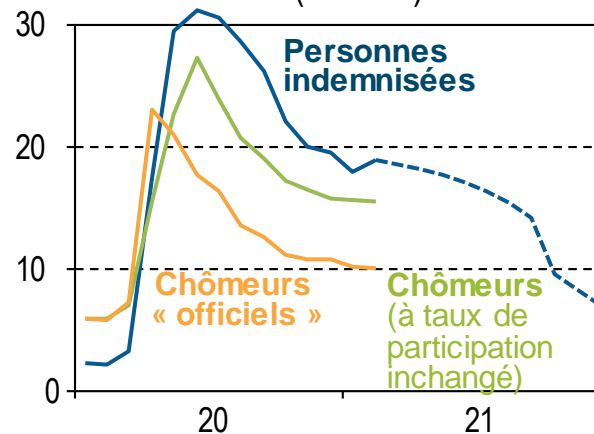
## Principales mesures

### Effet sur le déficit

Versement d'un chèque de 1 400\$ par personne	\$422Md
Prolongation des programmes de chômage jusqu'au 6 septembre avec un supplément de 300\$ par semaine	\$246Md
Aide aux États et collectivités locales	\$350Md
Programme national de vaccination, tests et autres efforts en lien avec l'épidémie	\$85Md
Réouverture des écoles et augmentation des transferts aux écoles et aux collèges	\$170Md
Extension du <i>Child Tax Credit</i> , <i>Child Care Tax Credit</i> et du <i>Earned Income Tax Credit</i> pour un an	\$143Md
Aide d'urgence aux locataires et aux sans-abri	\$30Md
Aide au remboursement des prêts hypothécaires	\$10Md
Autres mesures	\$470Md
<b>Coût total</b>	<b>\$1 900Md</b>

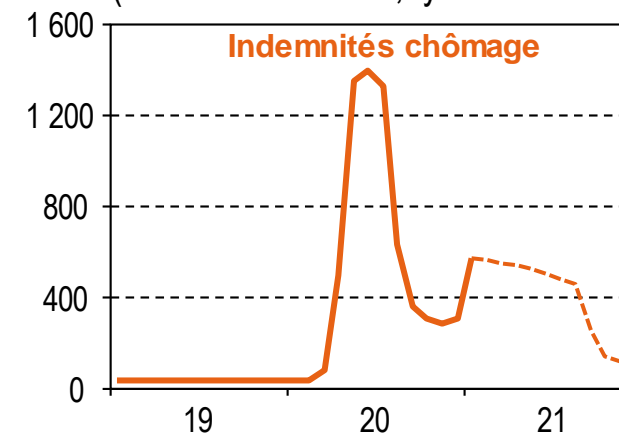
## Chômeur indemnisés

(millions)

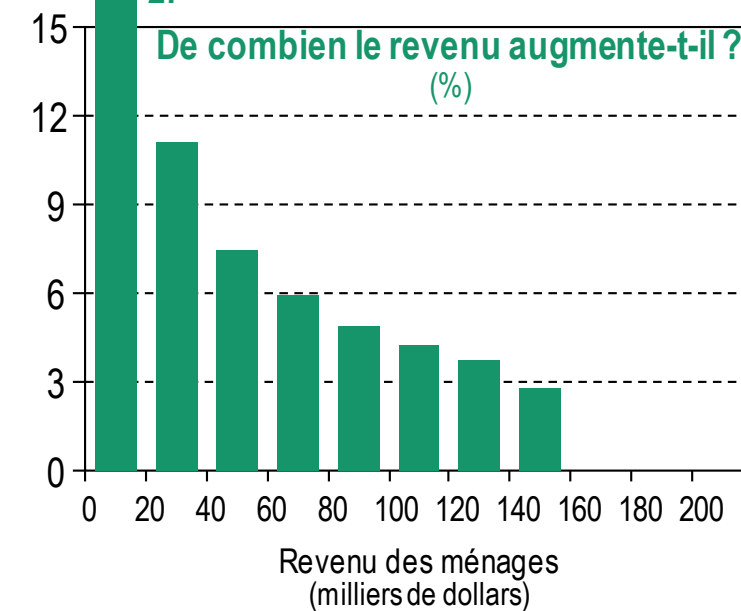
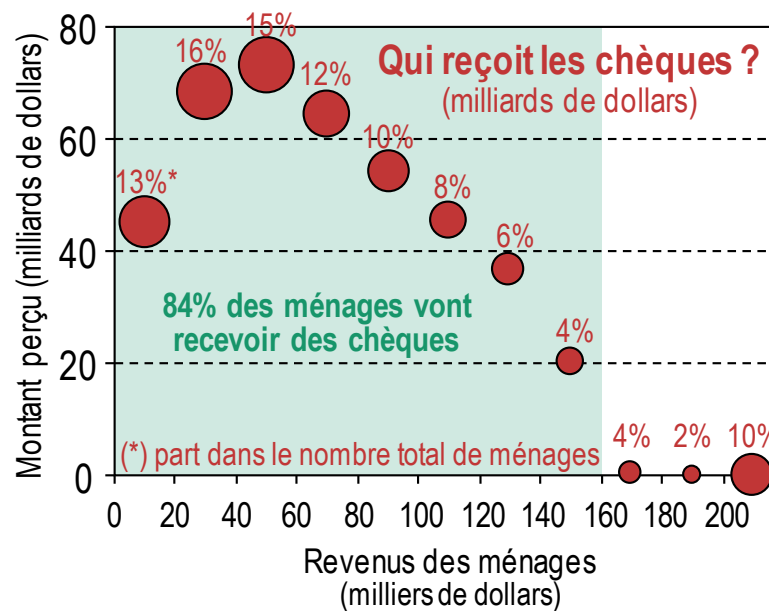


## Indemnités versées

(milliards de dollars, rythme annuel)



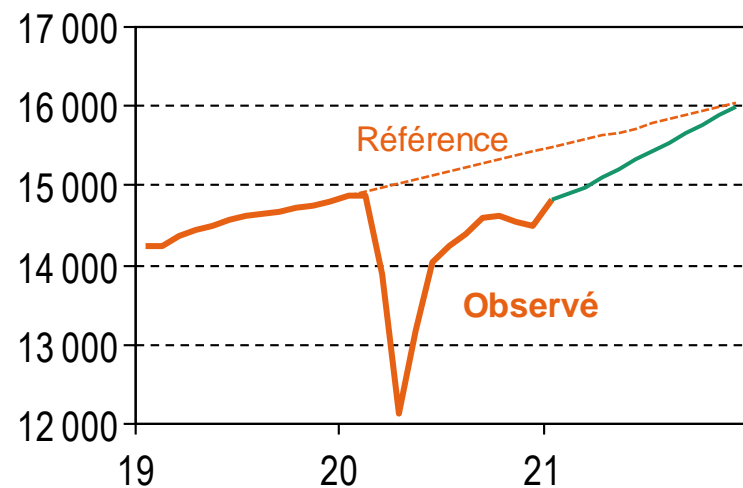
## Impact des chèques de 1 400 dollars sur les ménages



# L'épargne excédentaire va continuer de monter... et les dépenses de consommation pourraient être poussées nettement au-dessus de leur tendance antérieure !

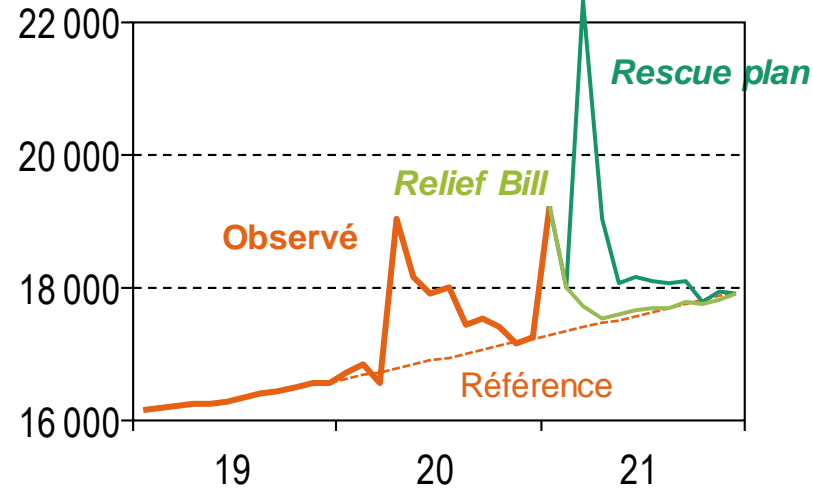
## Consommation

(milliards de dollars, rythme annuel)



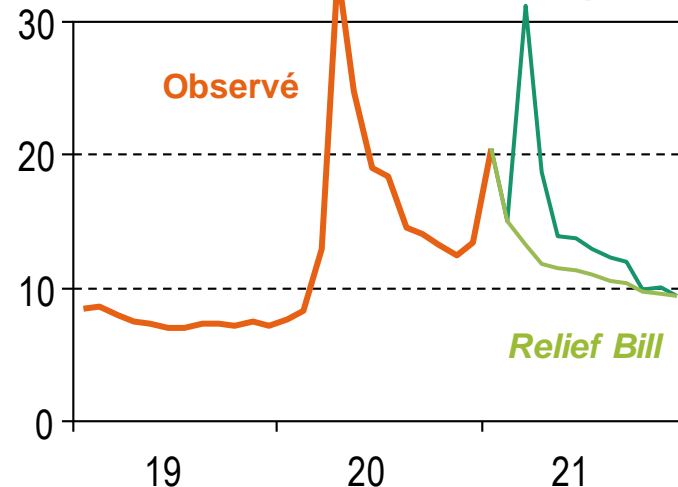
## Revenu disponible

(milliards de dollars, rythme annuel)



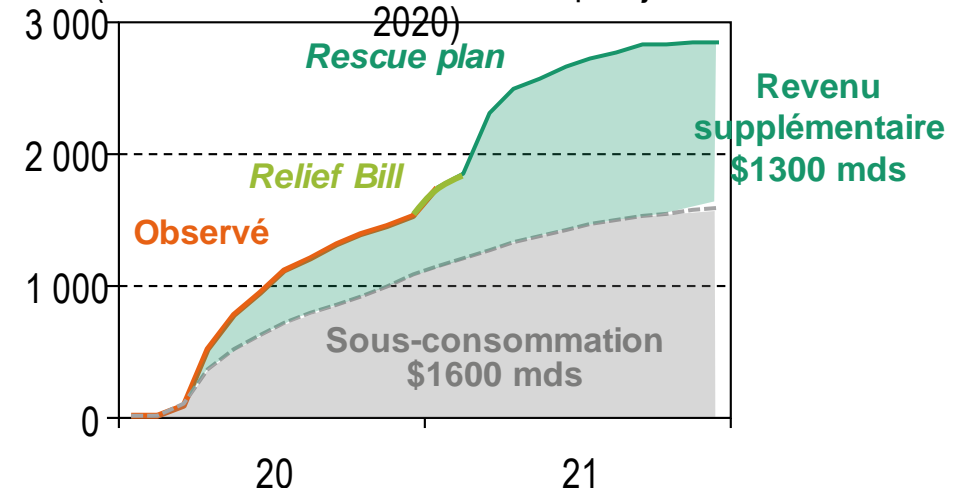
## Taux d'épargne

(%)



## Épargne excédentaire

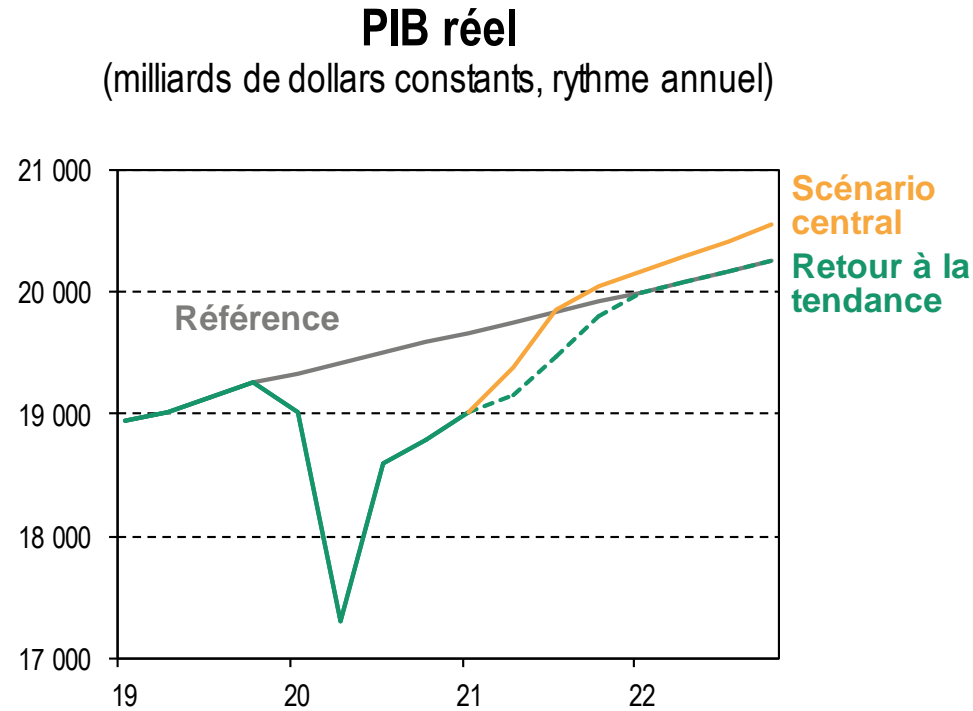
(milliards de dollars, en cumul depuis janvier 2020)



La composante « revenu supplémentaire » de l'épargne revient principalement aux ménages à faibles revenus, tandis que la « sous-consommation » est principalement due aux ménages à revenus élevés.

Sources : Refinitiv Datastream, BEA, Candriam

# Un scénario de croissance au-dessus de la tendance passée répondrait aux objectifs de la Fed et du Trésor, sans nécessairement conduire à un dérapage de l'inflation



**Retour à la tendance**

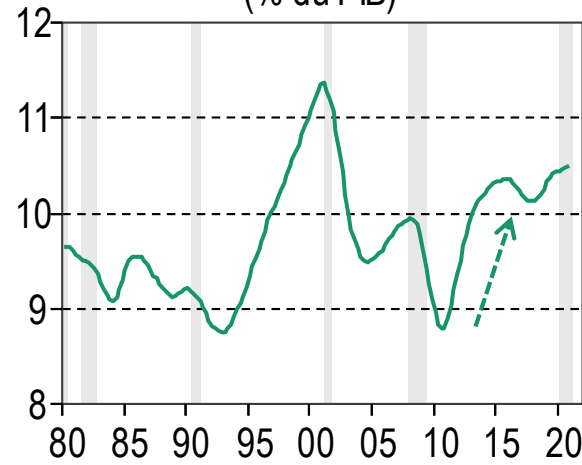
2021 = 5.1%  
2022 = 4.0%

**Scénario central**

2021 = 6.2%  
2022 = 4.0%

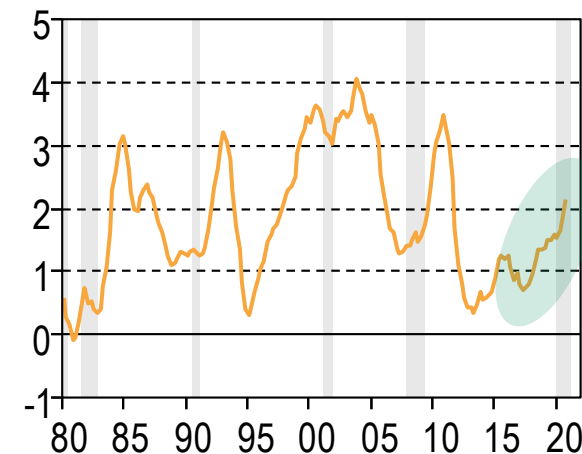
### Investissement productif

(% du PIB)

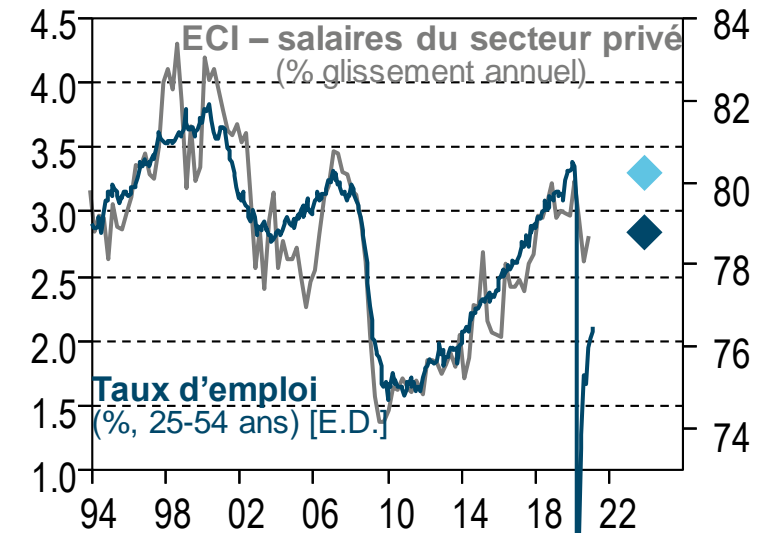


### Productivité horaire

(% sur 2 ans, rythme annuel)



### Salaires et taux d'emploi



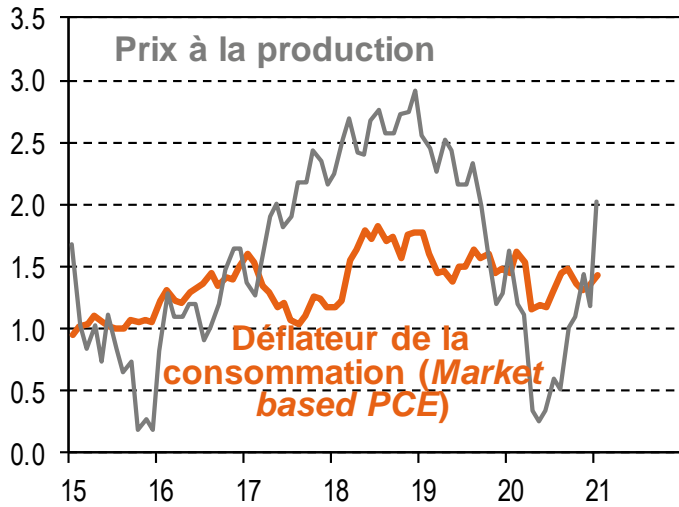
**+4% de croissance du PIB en 2022 et productivité à 1%**

**+4% de croissance du PIB en 2022 et productivité à 2%**

Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

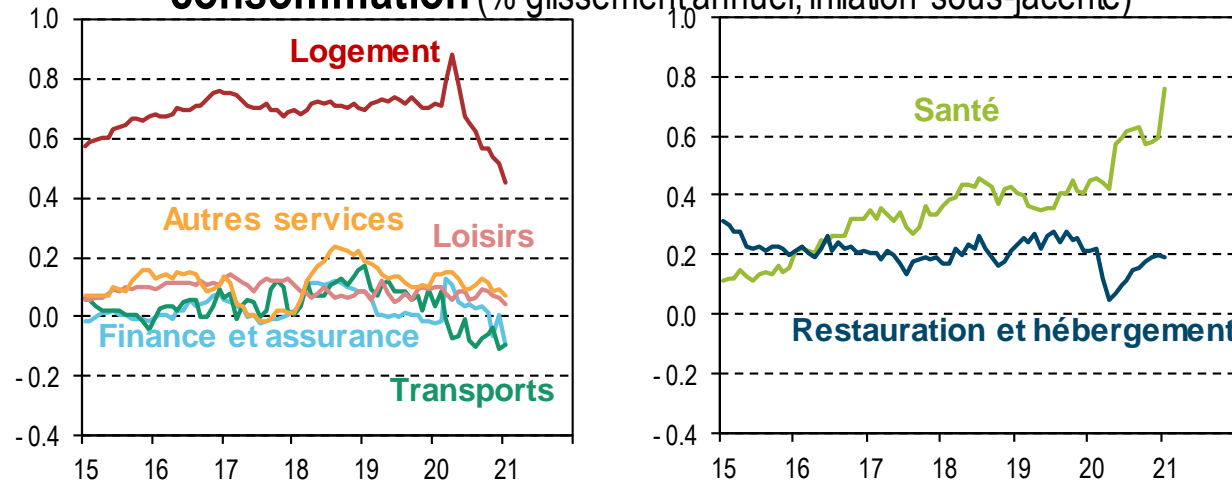
# Malgré l'accélération récente des prix à la production, ramener l'inflation sous-jacente durablement au-dessus de 2% prendra du temps !

**Prix sous-jacents à la consommation et à la production**  
(% glissement annuel)

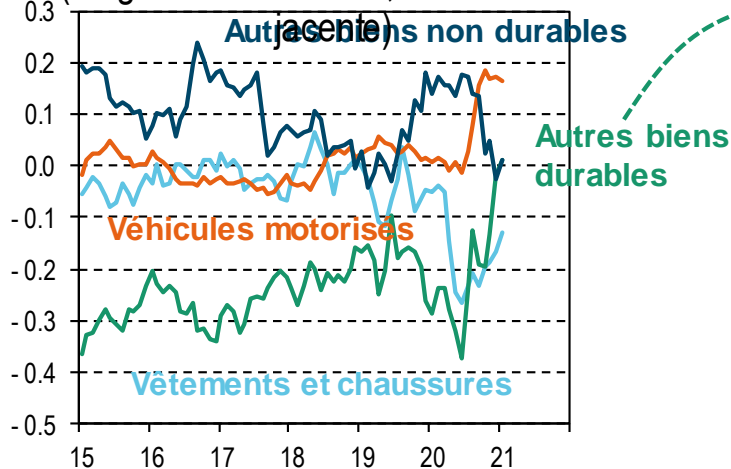


Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

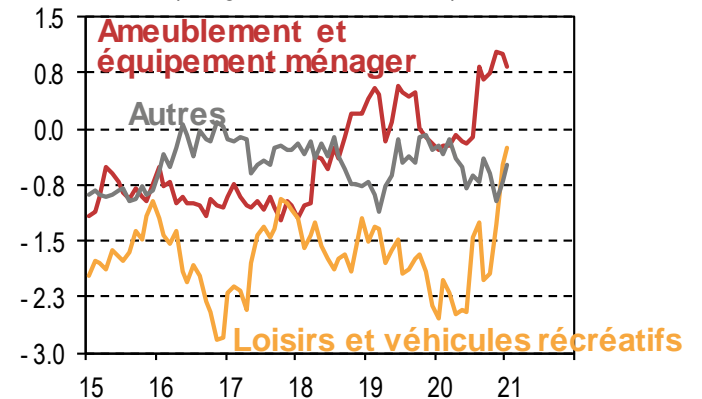
**Contributions des services au déflateur de la consommation** (% glissement annuel, inflation sous-jacente)



**Contributions des biens au déflateur de la consommation** (% glissement annuel, inflation sous-jacente)



**Contributions aux autres biens durables** (% glissement annuel)

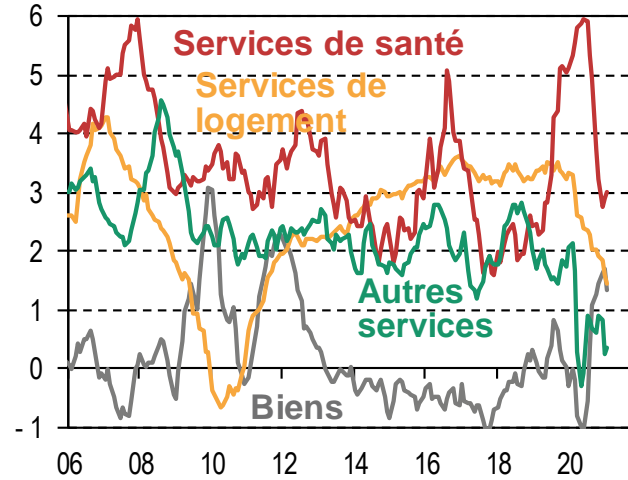
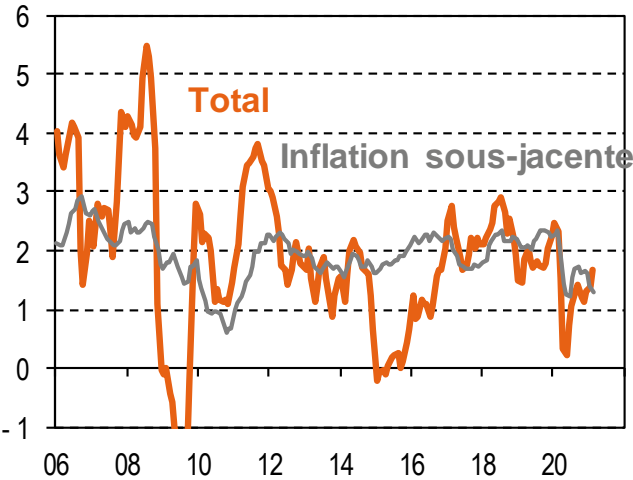


# À court terme toutefois, les prix à la consommation vont rebondir

## Prix à la consommation

(IPC, % glissement annuel)

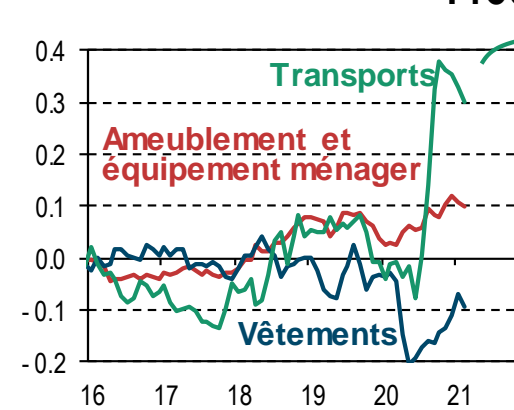
### Prix sous-jacents



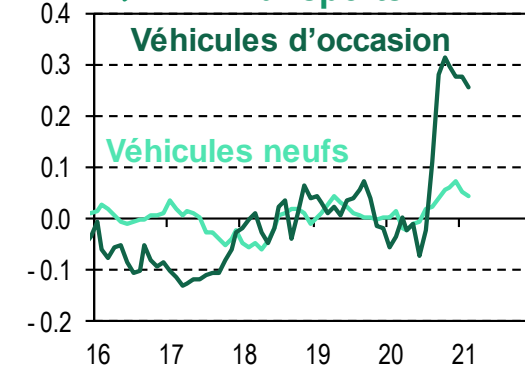
## Contributions à l'inflation totale

(% glissement annuel)

### Produits de base



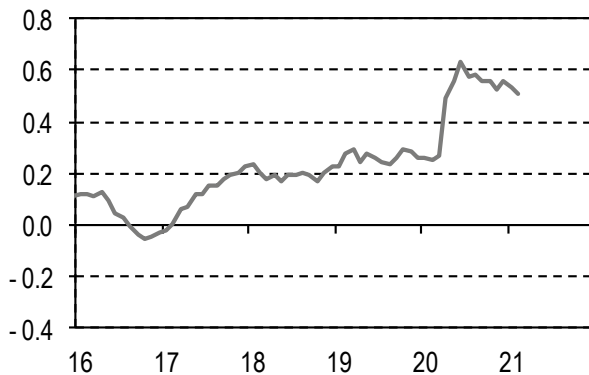
### Transports



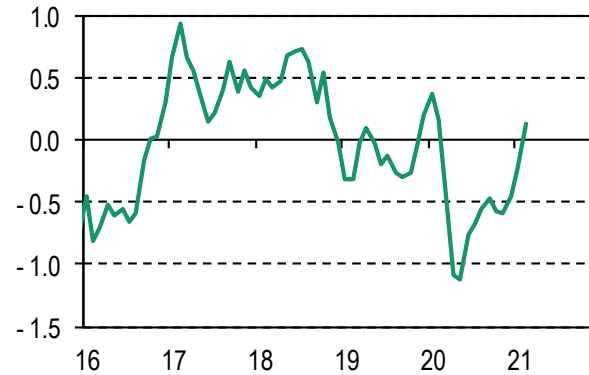
## Contributions à l'inflation totale

(% glissement annuel)

### Alimentation

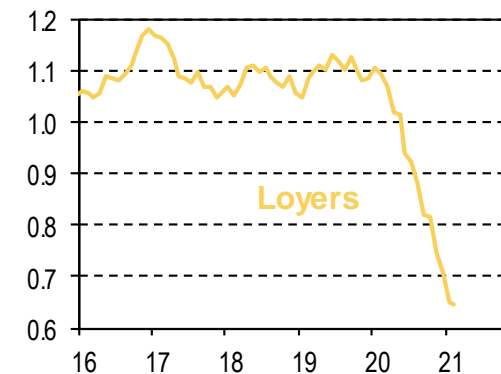


### Énergie

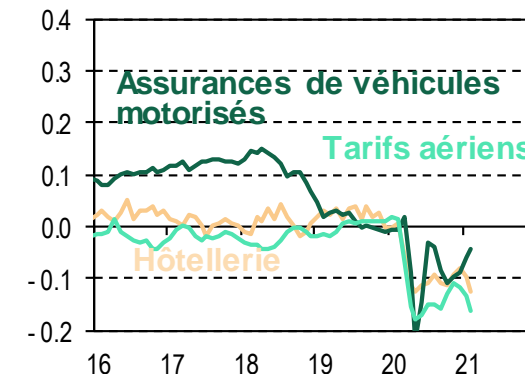


## Services de base

### Logement



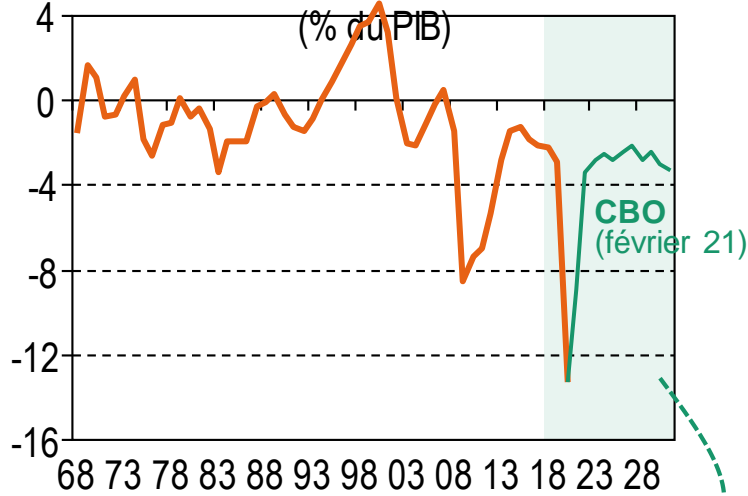
### Transports



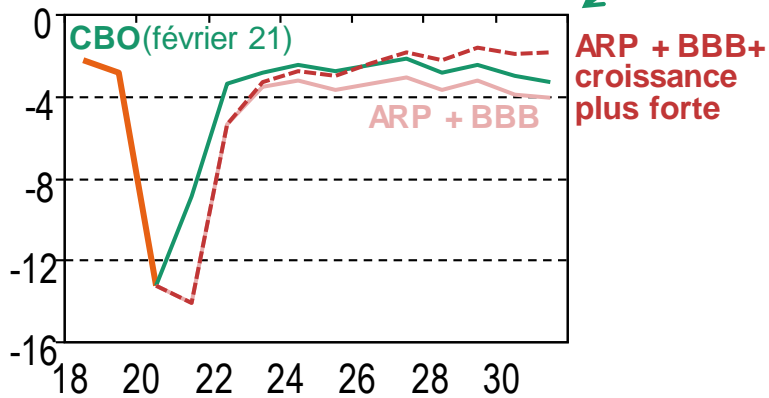
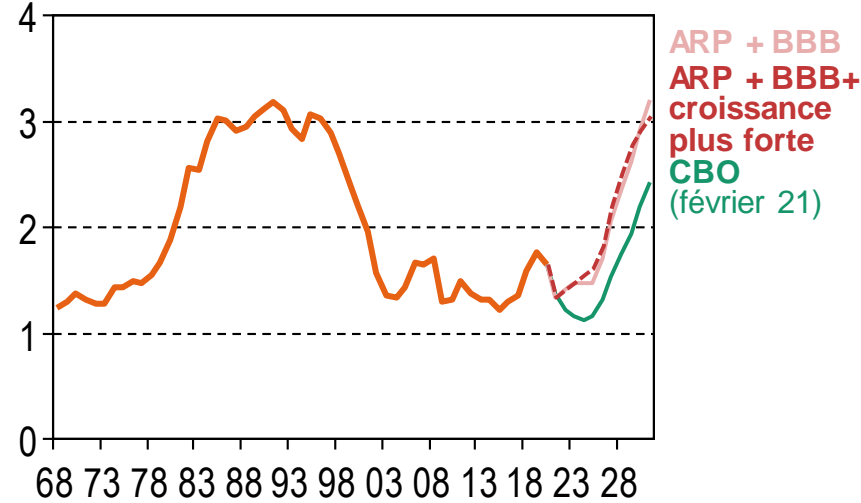


# Le déficit budgétaire restera important en 2021 et la hausse du poids de la dette dans le PIB va se poursuivre

## Solde primaire de l'État fédéral (% du PIB)



## Dépenses nettes d'intérêts (% du PIB)



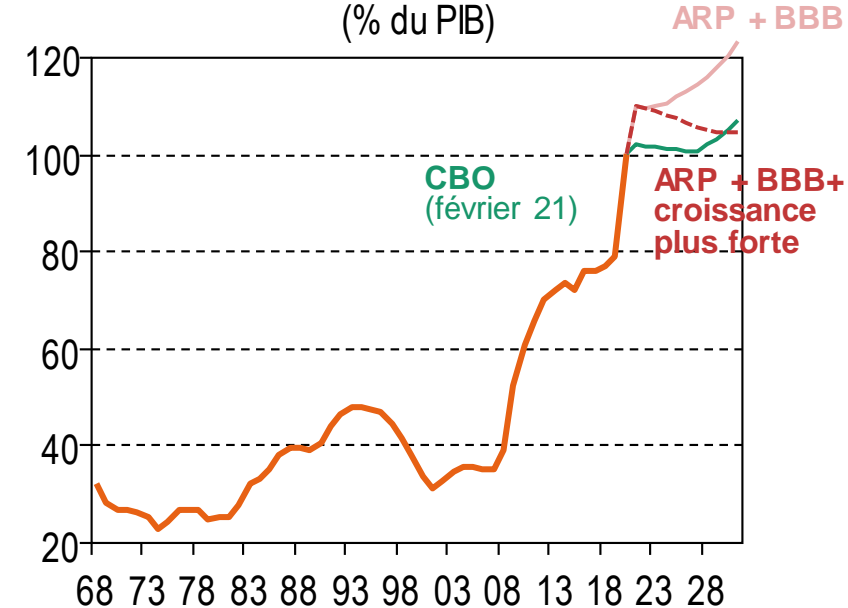
### American rescue plan (ARP)

1 900 milliards de dollars sur les années fiscales 2021-31.  
1 200 milliards en 2021 et 500 milliards en 2022.

### Build back better (BBB)

Plan d'infrastructure de 2 000 milliards de dollars dépensés sur 10 ans à partir de l'année fiscale 2022 (200 milliards par an).

## Dette du gouvernement fédéral (% du PIB)

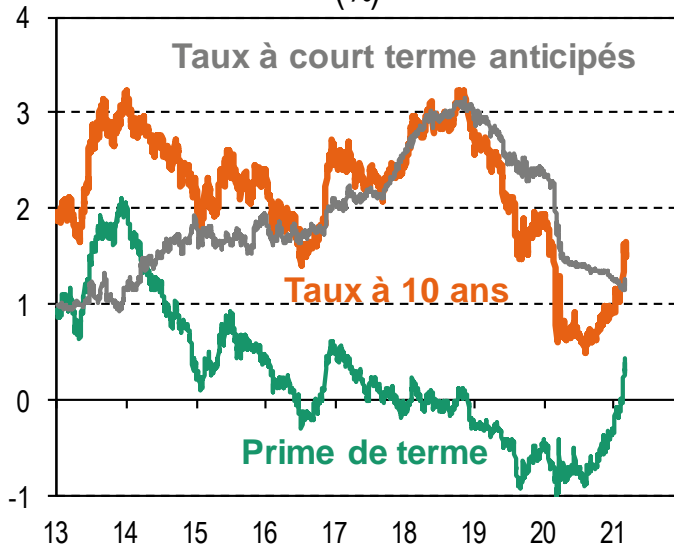


# Malgré la poursuite des achats de la Réserve fédérale, le secteur privé va devoir absorber une masse considérable de titres du Trésor

## Émissions de titres du Trésor (milliards de dollars)

	Besoin de financement du Trésor	Emissions nettes	Bons du Trésor	Obligations	Variation du compte du Trésor	Solde du compte du Trésor
T1 2020	365	481	241	240	116	516
T2 2020	1 526	2 745	2 422	323	1 219	1 734
T3 2020	401	469	-51	520	68	1 802
T4 2020	648	605	-65	670	-43	1 760
<b>2020</b>	<b>2 940</b>	<b>4 300</b>	<b>2 547</b>	<b>1 753</b>	<b>1 360</b>	
Achats de la Fed			162	2 205		
Reste à absorber par le secteur privé			2 385	-453		
<b>La part des bons du Trésor reste constante à 23.5%</b>						
<b>2021</b>	<b>3 527</b>	<b>2 167</b>	<b>805</b>	<b>1 362</b>	<b>-1 360</b>	400
Achats de la Fed				960		
Reste à absorber par le secteur privé				402		
<b>La part des bons du Trésor revient à 15%</b>						
<b>2021</b>	<b>3 527</b>	<b>2 167</b>	<b>-1 289</b>	<b>3 456</b>	<b>-1 360</b>	
Achats de la Fed				960		
Reste à absorber par le secteur privé				2 496		

## Décomposition du taux à 10 ans du Trésor (%)



## Notre prévision du taux à 10 ans du Trésor (%)

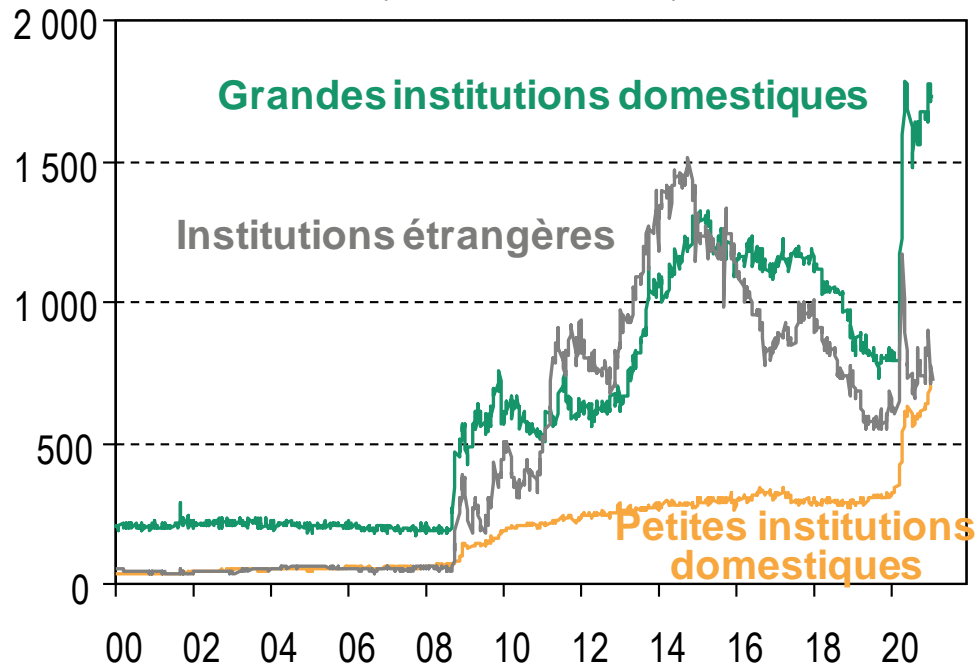


## **4b. Memo**

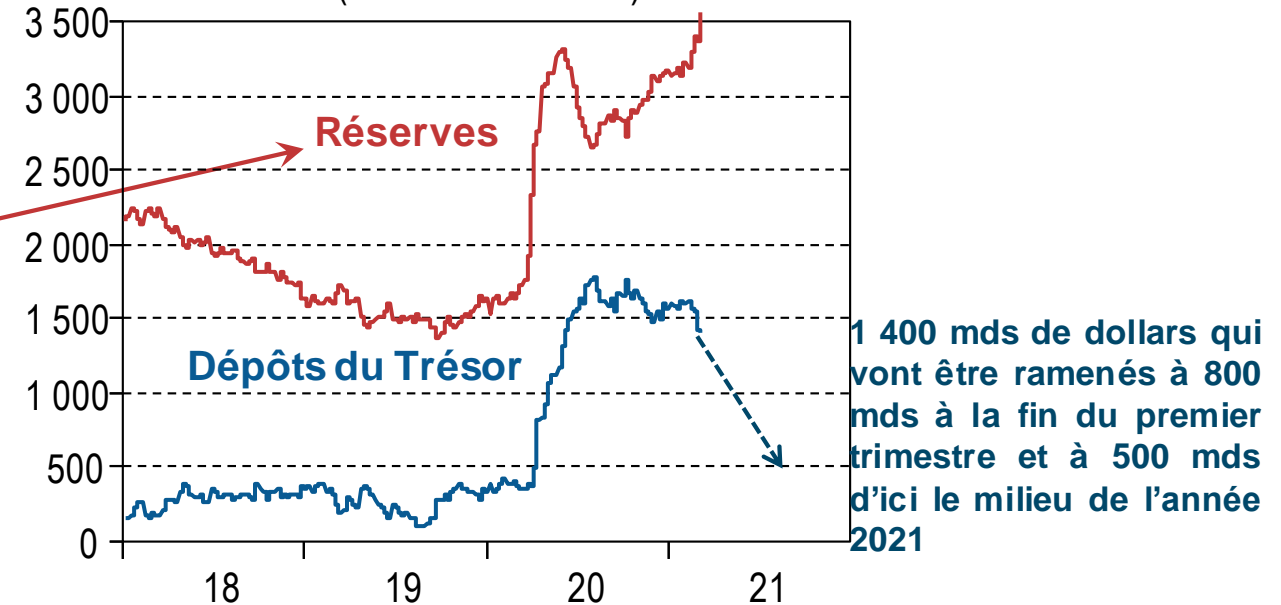
**Pressions à la baisse sur la partie courte de la courbe**

# Alors que les grandes banques américaines disposent déjà de réserves importantes, le Trésor a indiqué sa volonté de réduire les dépôts qu'il détient auprès de la Réserve fédérale

## Espèces et réserves\* détenues par les institutions de dépôt (milliards de dollars)



## Réserves des institutions de dépôts et dépôts du Trésor à la Réserve fédérale (milliards de dollars)



(\*) Comprend les espèces détenues dans les coffres, les espèces en cours d'encaissement, les soldes dus par les institutions de dépôt et les réserves détenues auprès de la Réserve fédérale.

# Pourquoi le Trésor doit-il réduire le montant de ses dépôts auprès de la banque centrale ?

---

Le solde du compte du Trésor à la Fed doit retrouver des niveaux plus normaux avant l'expiration de la législation sur le plafonnement de la dette le 1er août 2021 : en vertu de la loi budgétaire adoptée en août 2019, le solde créditeur du compte du Trésor à la Fed doit être ramené à 133 milliards de dollars d'ici août 2021.

Le programme de relance de 900 milliards de dollars adopté fin 2020 a réaffecté environ 570 milliards de dollars de fonds non dépensés du CARES Act, principalement des fonds non utilisés du Paycheck Protection Program (PPP) et des facilités de crédit de la Réserve fédérale : cela explique en partie pourquoi le solde du compte du Trésor est si élevé.

Une partie de la réduction du solde du compte du Trésor pourrait être liée à la conversion en subventions des prêts déjà accordés dans le cadre du PPP. Jusqu'à présent, cette conversion a été plutôt lente, avec environ 170 milliards de dollars convertis entre octobre et début mars 2021.

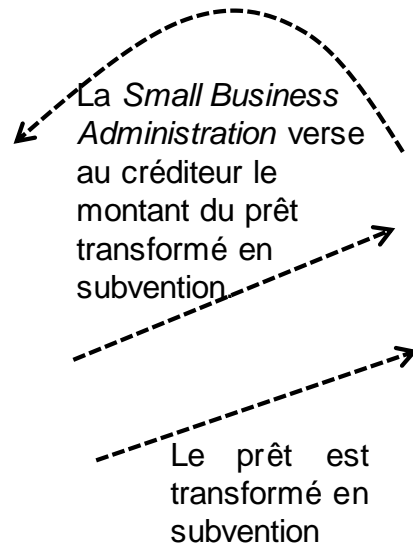
Le reste de la réduction du solde du compte général du Trésor sera lié au financement de dépenses supplémentaires (ou au remboursement de titres du Trésor).

# Si les prêts du *Paycheck Protection Program* (PPP) sont transformés en subventions, le montant des réserves des banques augmentera... mais pas la taille de leur bilan

## Réserve fédérale

Réserves	↑
Compte du Trésor	↓

Pas de changement de la taille du bilan de la Réserve fédérale



## Banques commerciales

Billets / réserves	↑
Prêts	↓

Pas de changement de la taille du bilan des banques... mais hausse des réserves des banques.

Une baisse du compte du Trésor à la Réserve fédérale qui finance la transformation de prêts en subventions a pour effet de remplacer à l'actif du bilan des banques commerciales des prêts par des réserves et au passif de la banque centrale des dépôts du Trésor par des réserves.

# Si le Trésor tire sur son compte pour financer une hausse des dépenses publiques, la taille des bilans bancaires augmentera

Le gouvernement utilise son compte à la Fed pour payer ses dépenses, en l'occurrence des transferts aux ménages

## Réserve fédérale

Réserves	↑
Compte du Trésor	↓

Pas de changement de la taille du bilan de la Réserve fédérale

## Banques commerciales

Billets / réserves	↑
Dépôts	↑

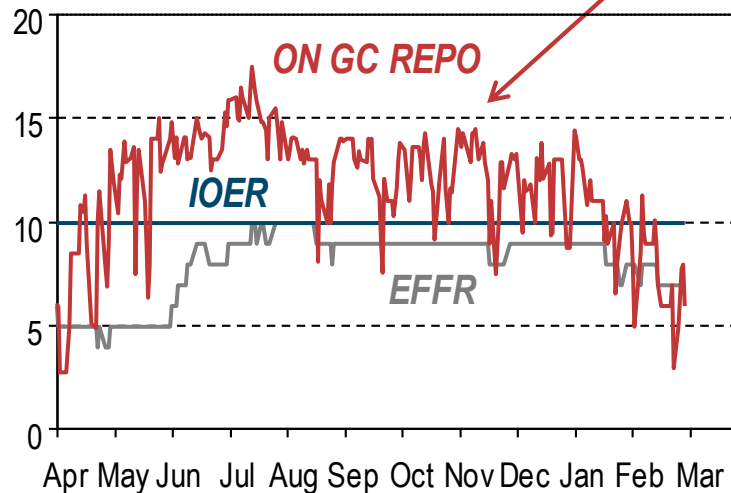
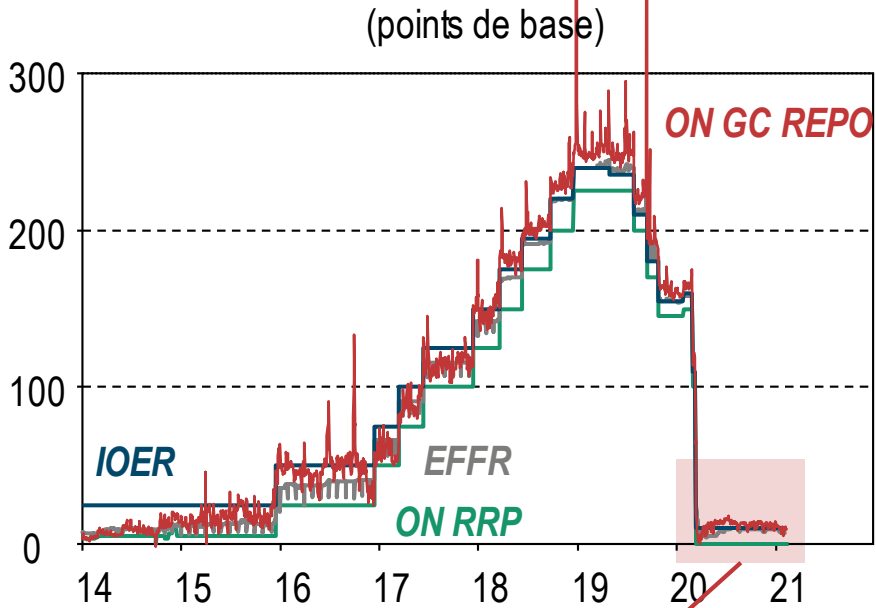
Hausse des réserves des banques...  
et de la taille de leur bilan.

## Ménages

Dépôts	↑
--------	---

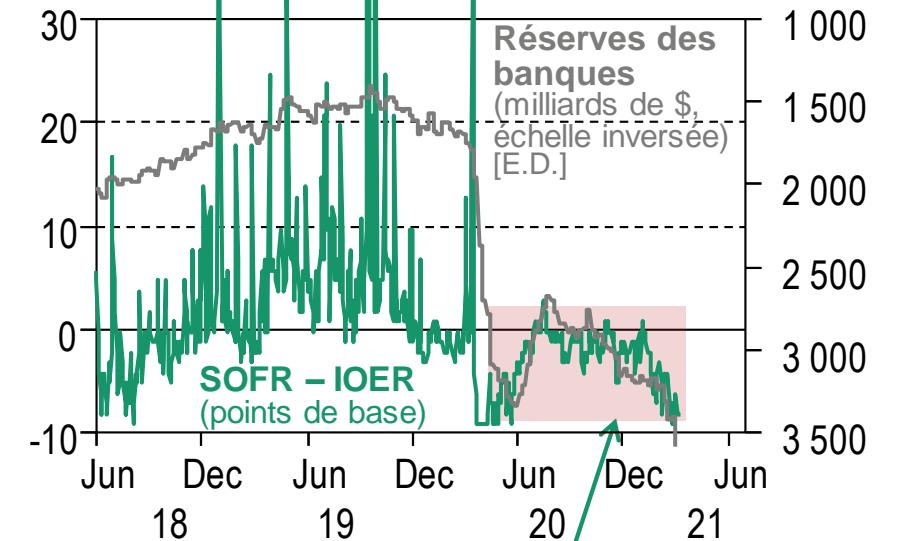
La taille du bilan de nombreuses banques américaines pourrait être contrainte par le *Supplementary Leverage Ratio*. Pour faire face à une augmentation des réserves de 1 000 milliards de dollars, les banques pourraient devoir augmenter leurs fonds propres.

# La hausse des réserves aura des répercussions sur l'ensemble des taux du marché monétaire et exercera une pression à la baisse sur toute la partie courte de la courbe



Interest rate On Excess Reserves  
Overnight Reverse Repo rate  
Effective Fed Funds Rate  
Overnight General Collateral Repo rate  
Secured Overnight Financing Rate  
(overnight interbank rate)

## Écart SOFR - IOER et réserves des banques



La forte augmentation des réserves des banques au cours du premier semestre 2020 a considérablement réduit la volatilité des écarts de taux fonds fédéraux / IOER et SOFR / IOER.

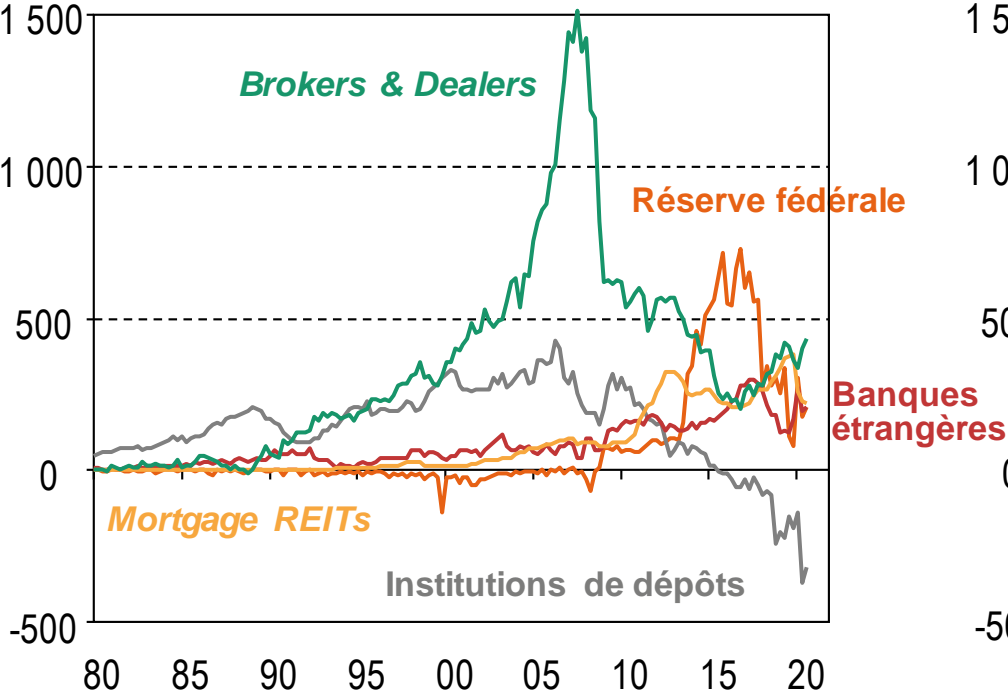


# Les fonds monétaires pourraient fournir un débouché aux réserves excédentaires des banques, mais avec des taux *reverse repo*\* à zéro, ces fonds ne sont pas très attractifs !

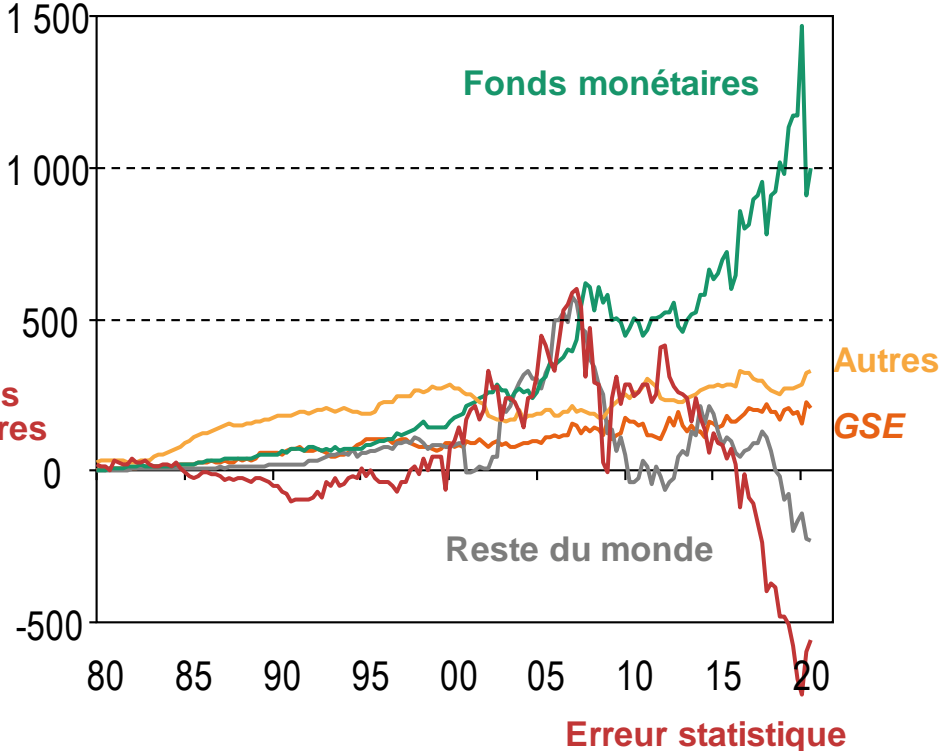
## Le marché du repo

(y compris marché des fonds fédéraux, milliards de dollars)

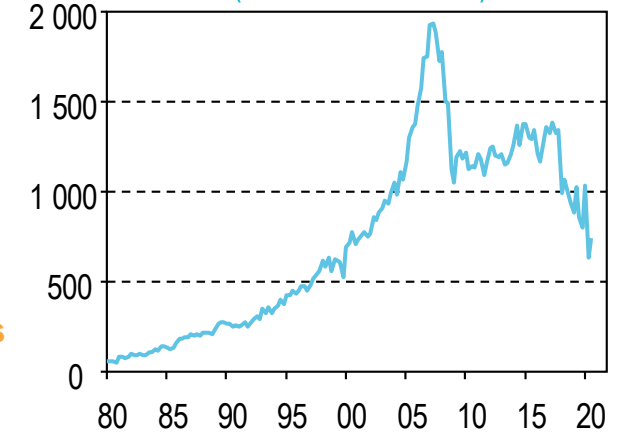
### Emprunteurs



### Prêteurs



### Memo. Taille du marché du repo (milliards de dollars)



➔ Si les taux du marché monétaire se rapprochent de zéro, la Fed pourrait devoir remonter légèrement l'IOER.

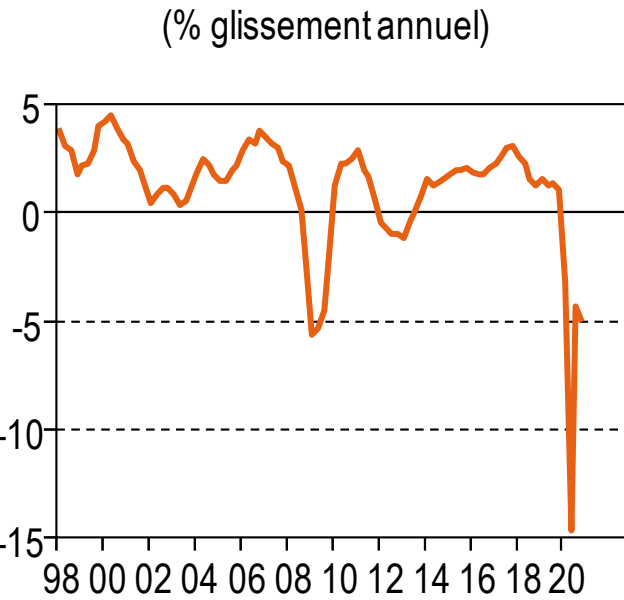
(\* ) Les opérations de reverse repo (ON RRP) fournissent un plancher aux taux à court terme.



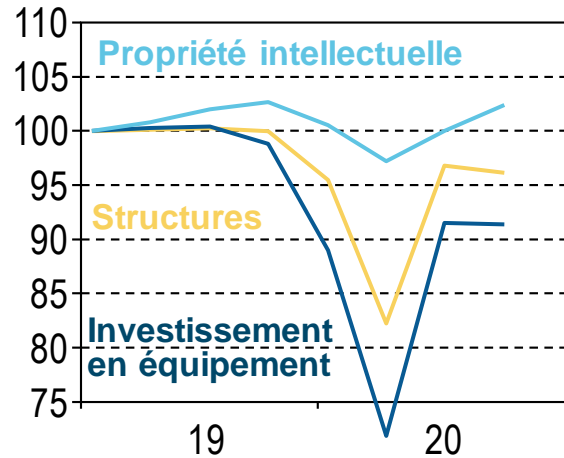
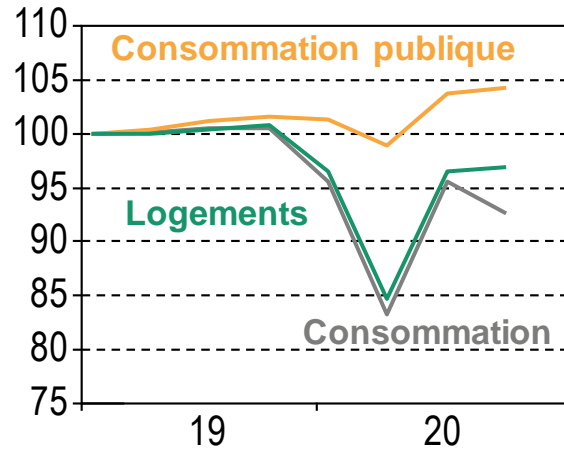
## 5. Zone euro Un rebond arrêté par l'épidémie

# Fin 2020, le PIB était encore très en-dessous de son niveau de fin 2019... dans les pays du Sud en particulier

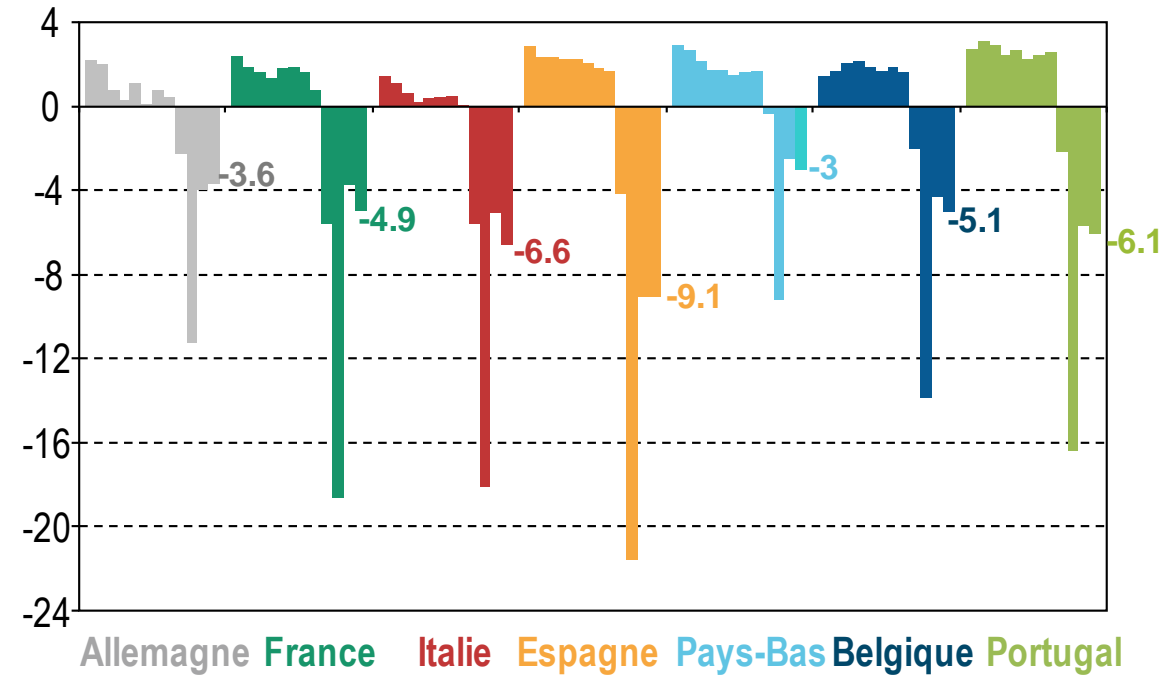
## PIB réel de la zone euro



## 4 plus grands pays de la zone euro (T1 2019 = 100)



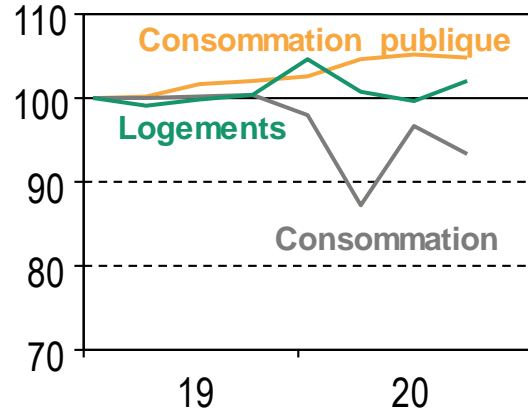
## Croissance du PIB par pays (% glissement annuel)



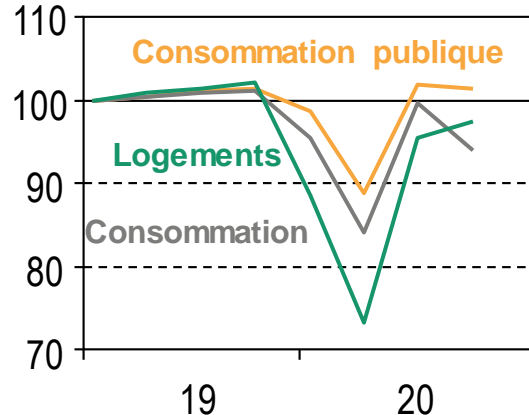
# La consommation et l'investissement en équipement étaient loin d'avoir retrouvé leurs niveaux d'avant crise

Composantes du PIB réel  
(T1 2019 = 100)

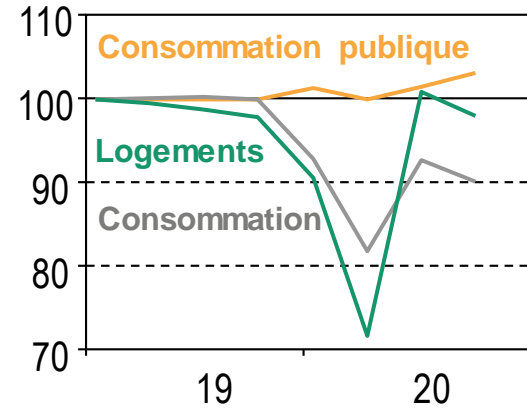
Allemagne



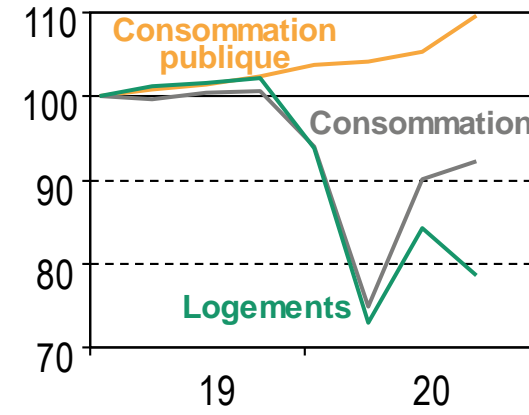
France



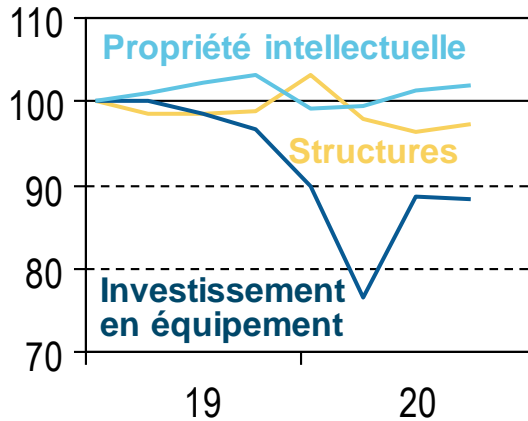
Italie



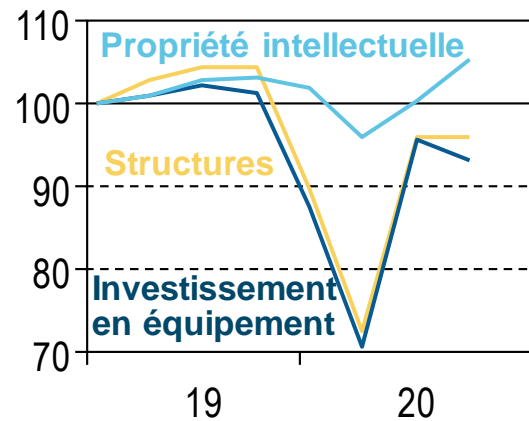
Espagne



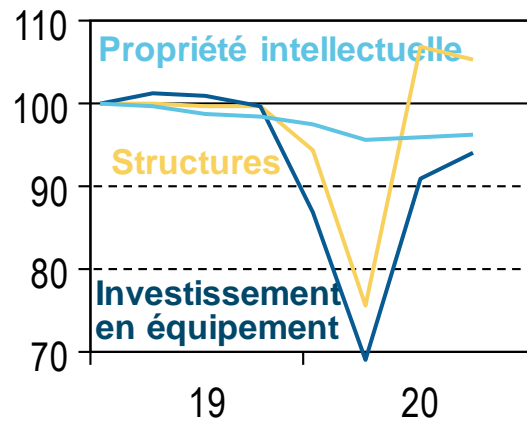
Propriété intellectuelle



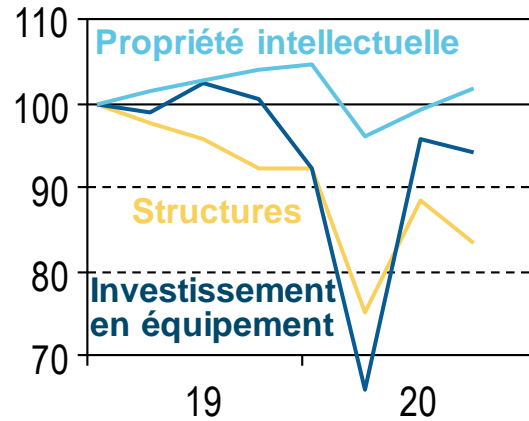
Propriété intellectuelle



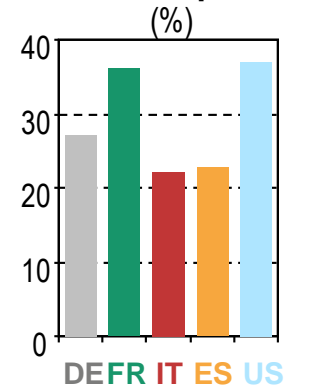
Propriété intellectuelle



Propriété intellectuelle



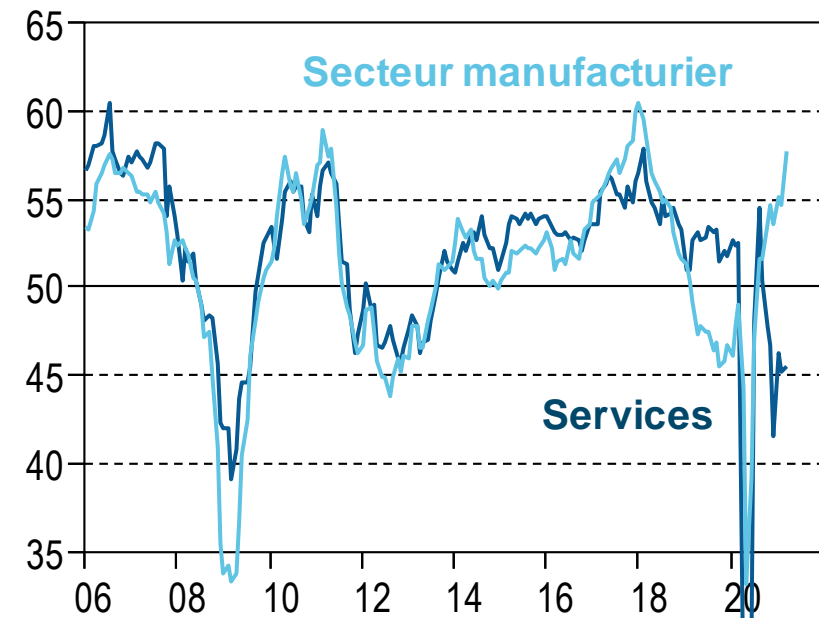
Memo: part de l'investissement en IPP dans le total de l'investissement des entreprises



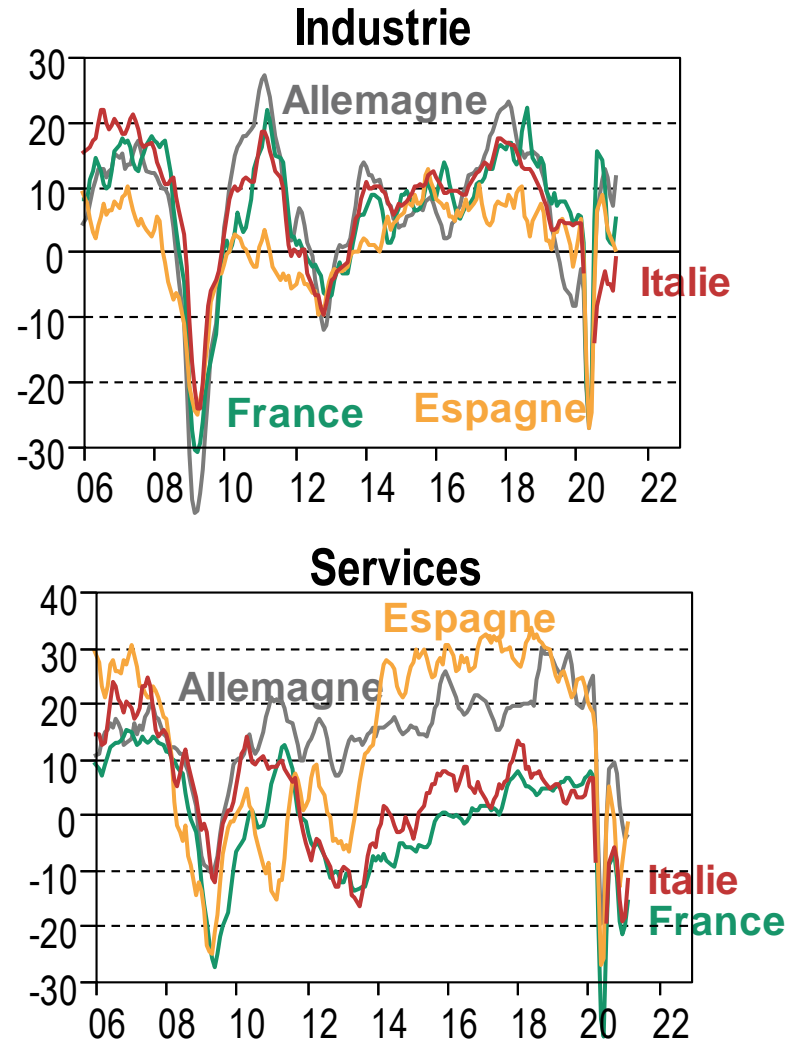
Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

# Les indicateurs récents laissent attendre une amélioration dans le secteur manufacturier mais l'activité reste toujours déprimée dans le secteur des services

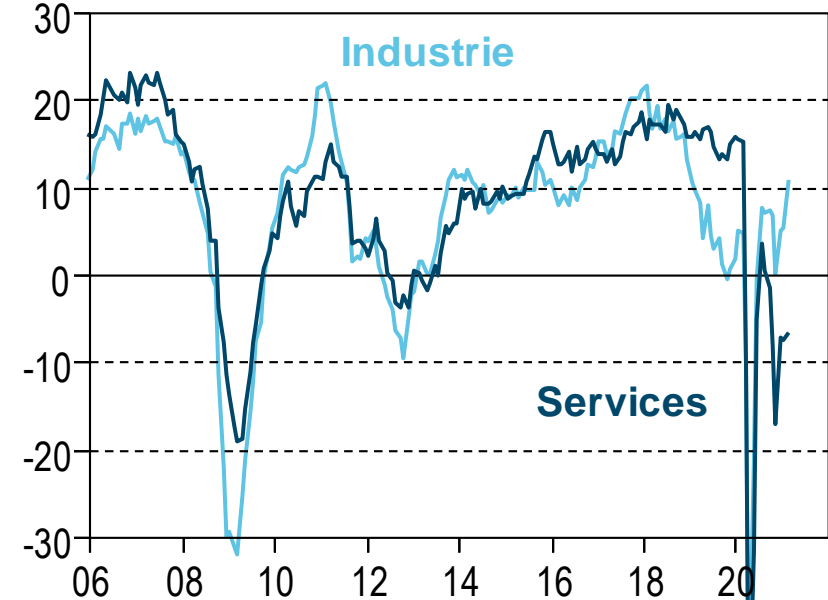
## Indices PMI de la zone euro



## Tendance de production à 3 mois (enquête de la Commission européenne)

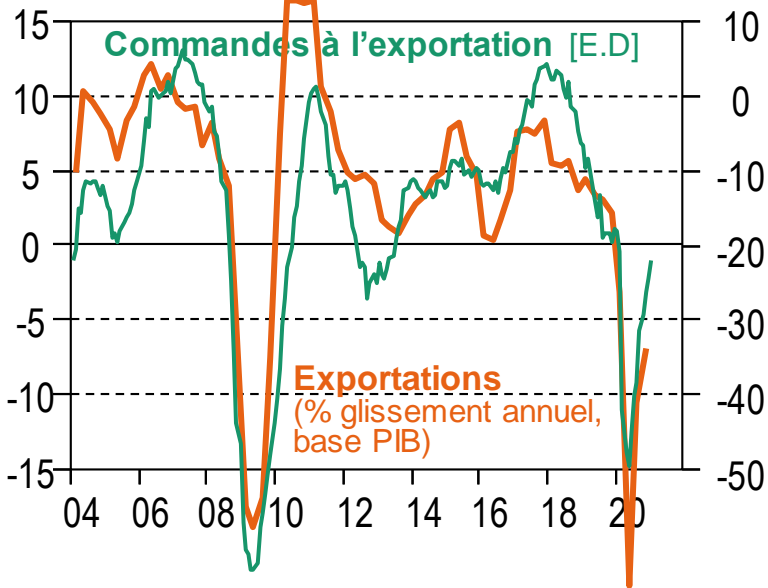


## Tendance de production à 3 mois dans la zone euro (enquête de la Commission européenne)



# Le rebond attendu de la croissance mondiale devrait soutenir la reprise...

## Commandes à l'exportation

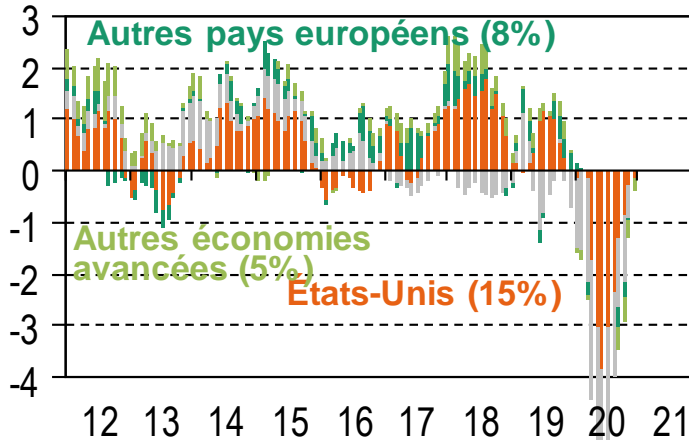


Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

## Exportations hors zone euro

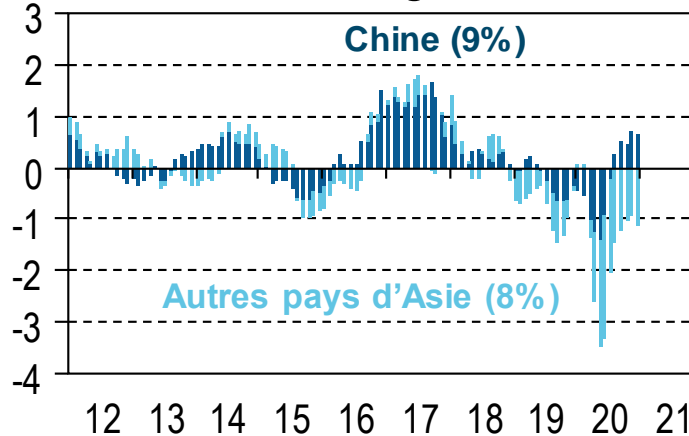
(% glissement annuel, contribution, volume)

### Économies avancées

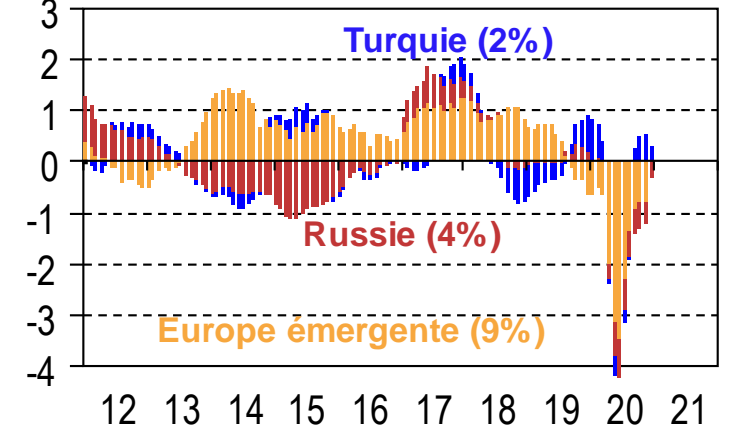


Royaume-Uni (12%)

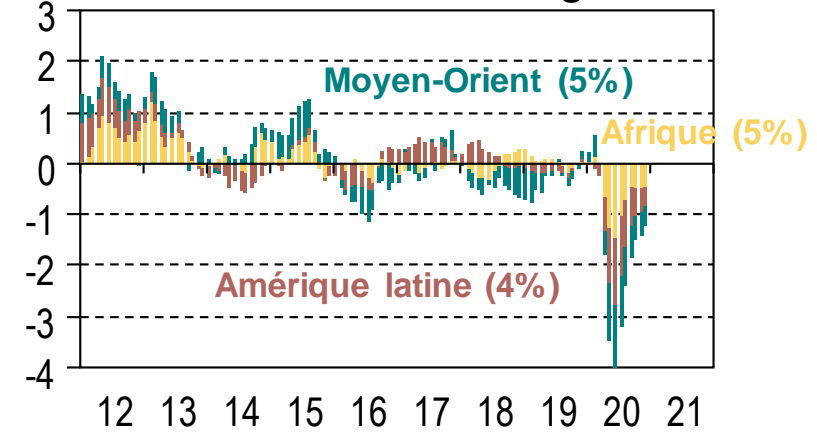
### Économies émergentes d'Asie



### Europe émergente et Russie

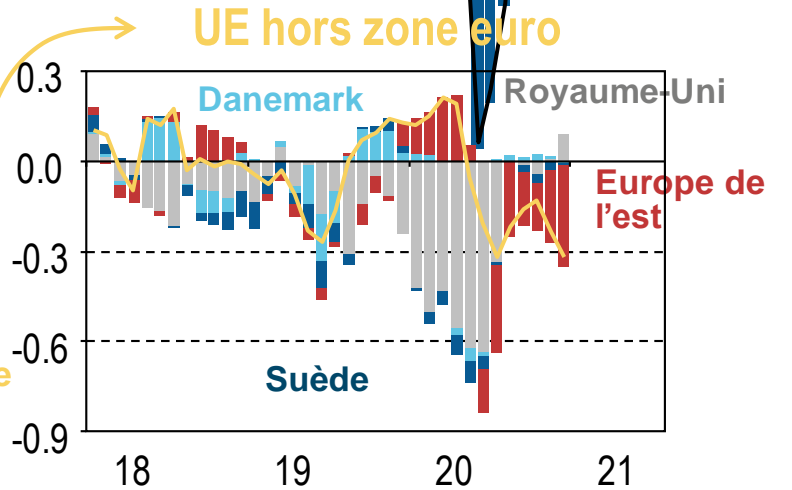
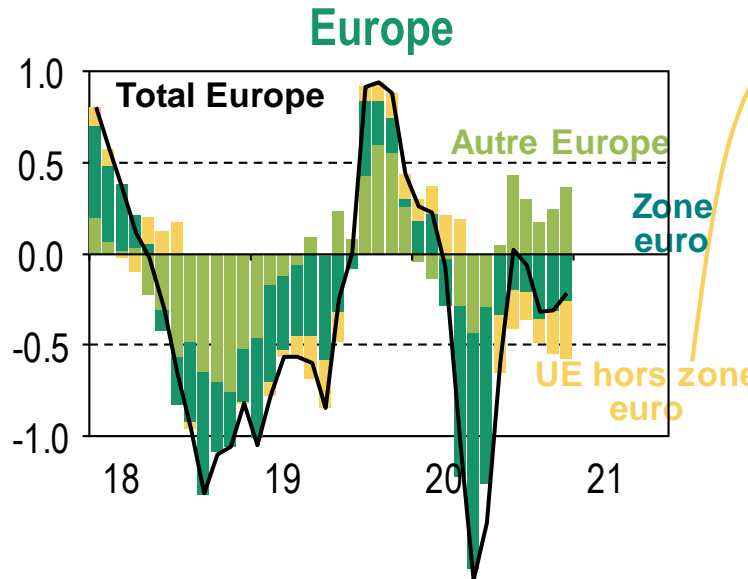
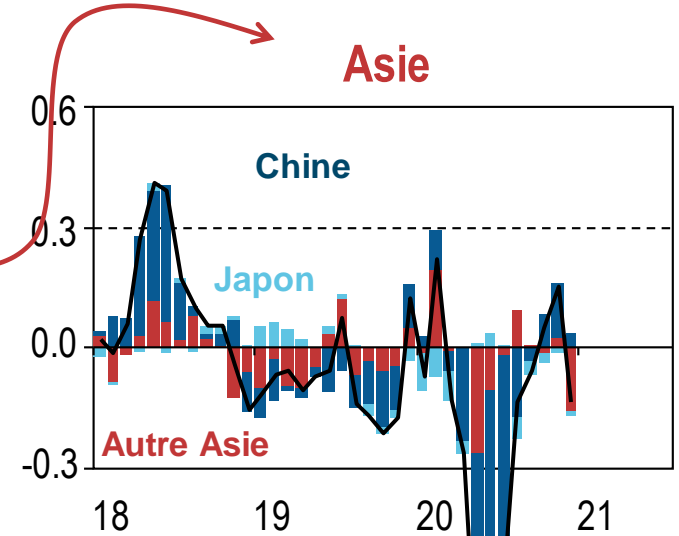
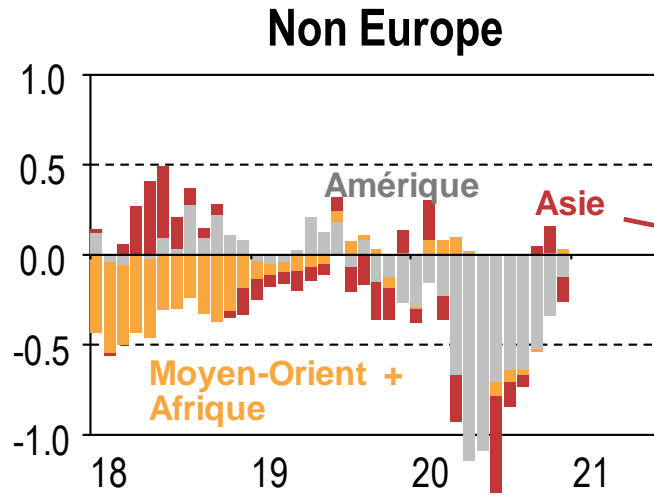
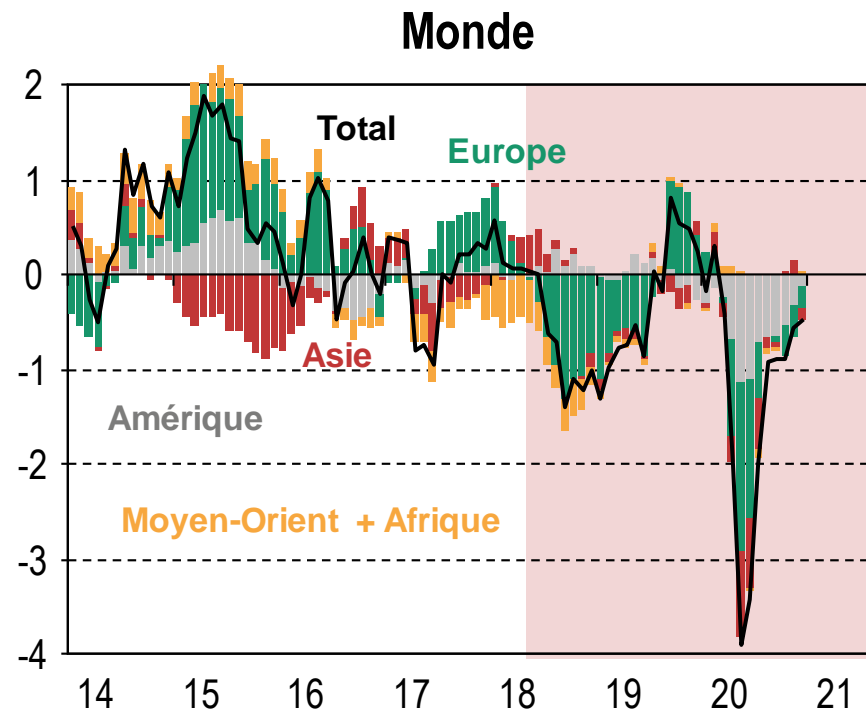


### Autres économies émergentes



# ... en Allemagne en particulier

Contribution à la croissance allemande du commerce extérieur par région ou pays  
(% du PIB, lissage sur 3 mois, nominal)

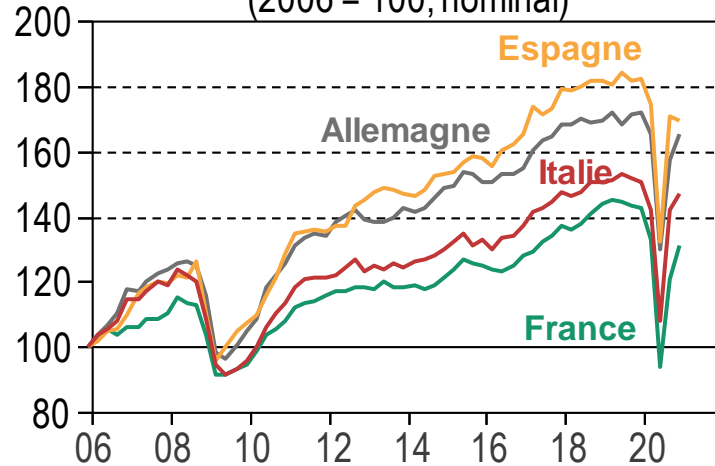


Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

# Les pays du Sud vont toutefois continuer de souffrir de la baisse du tourisme

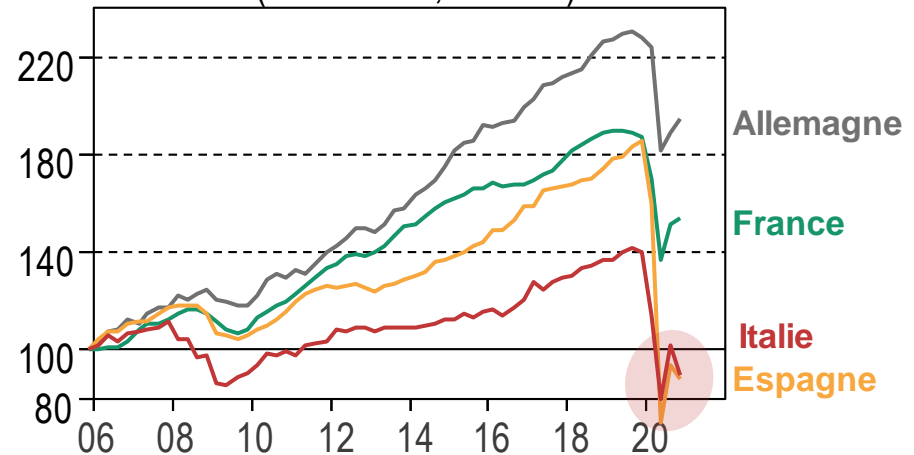
## Exportations de biens

(2006 = 100, nominal)



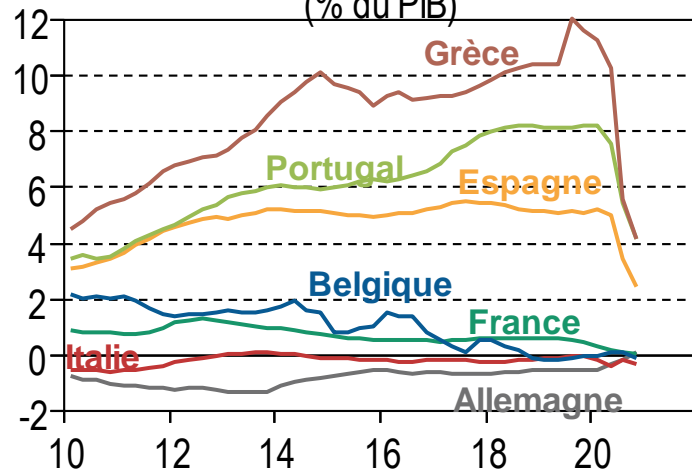
## Exportations de services

(2006 = 100, nominal)



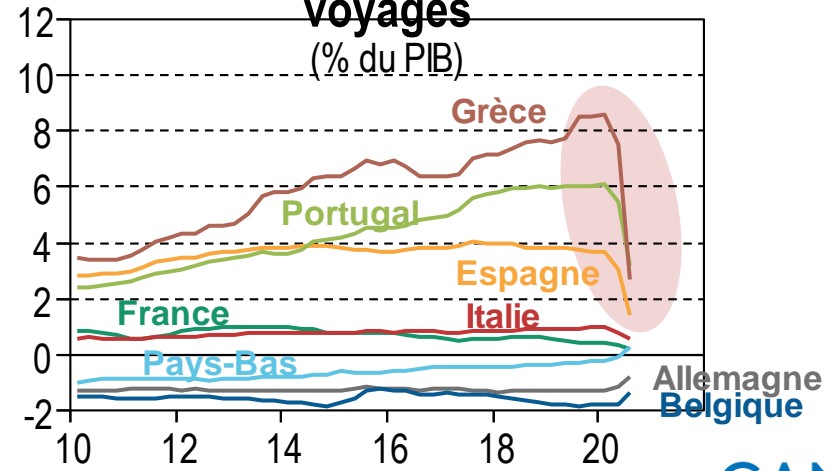
## Solde extérieur des services

(% du PIB)



## Solde extérieur des services de voyages

(% du PIB)



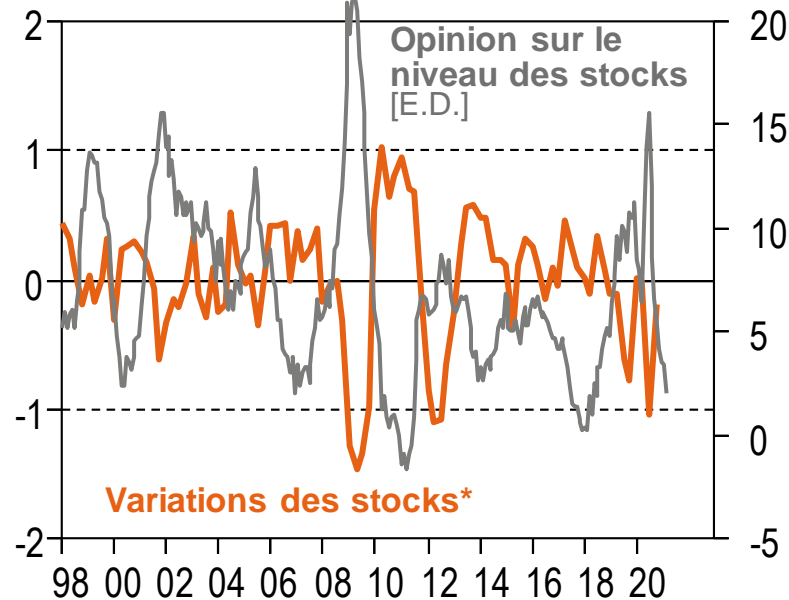
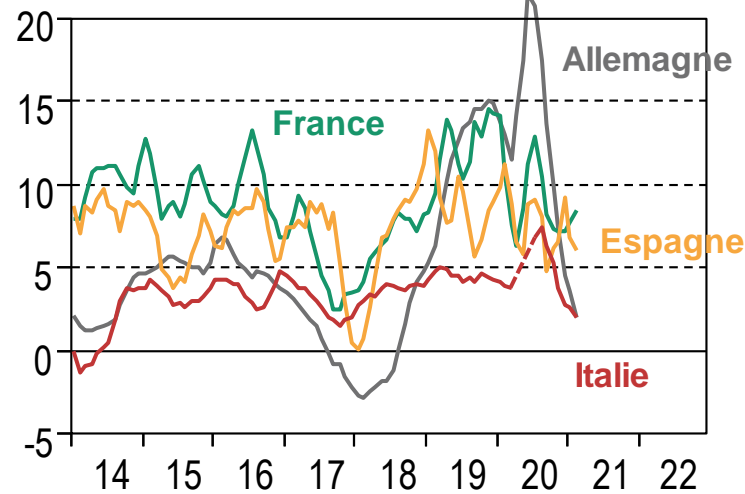


# Les stocks des entreprises sont bas mais une partie du rebond attendu profitera au reste du monde

## Opinions des entreprises sur le niveau de leurs stocks (enquête de la Commission européenne)

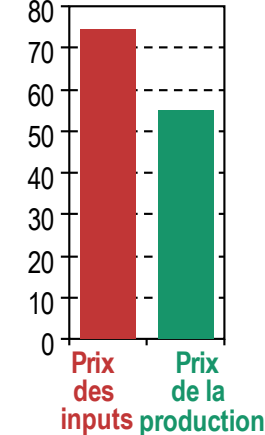
### Dans la zone euro

### Par pays



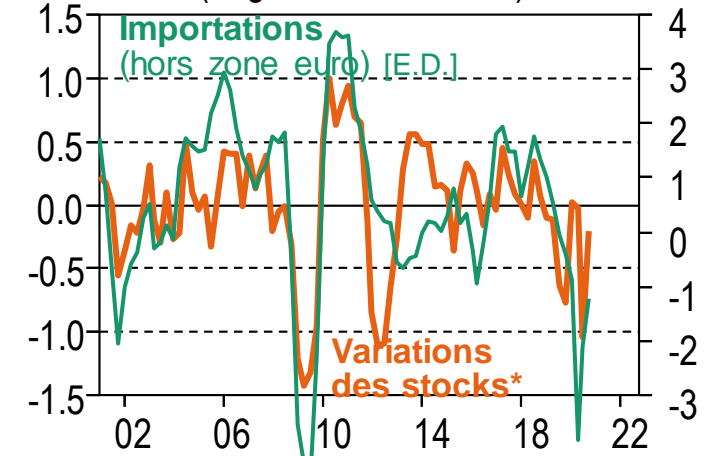
(\*) Contribution à la croissance du PIB  
(% glissement annuel)

### Indices de prix de l'enquête PMI



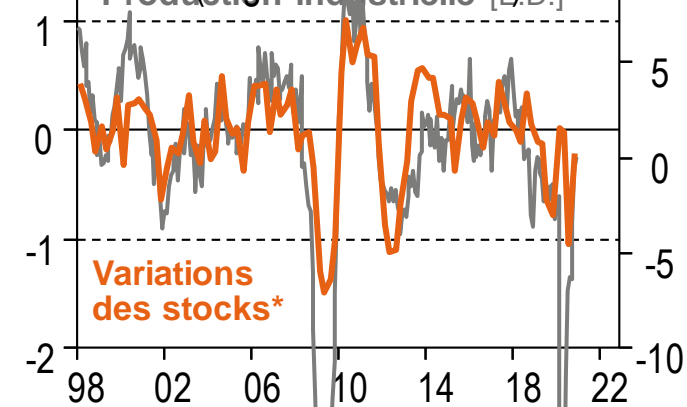
## Stocks et importations

(% glissement annuel)



## Production industrielle et stocks

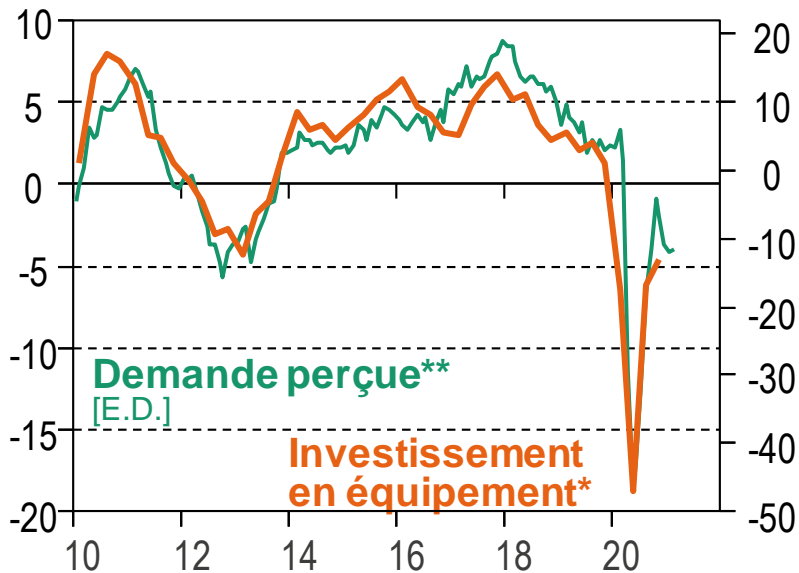
(% glissement annuel)



# L'investissement en équipement devrait continuer de se normaliser avec la demande...

## Investissement en équipement et demande perçue

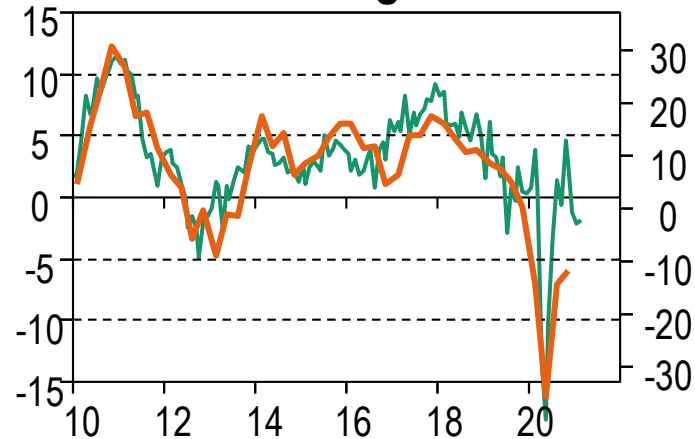
### Zone euro



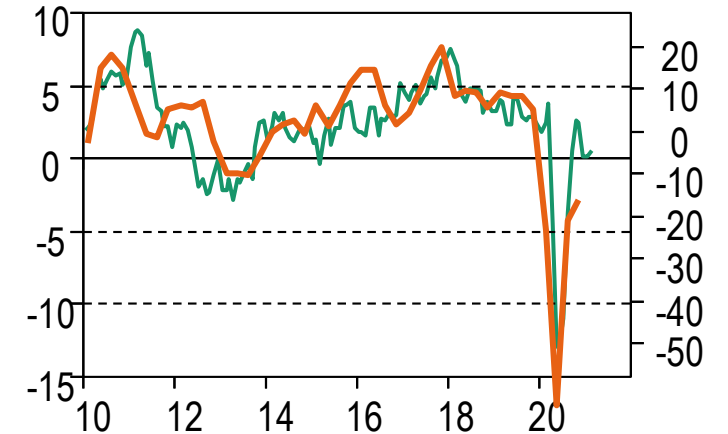
(\*) y compris droits de propriété intellectuelle, en % glissement annuel.

(\*\*) Demande perçue :  $0.7 \times$  tendance de production dans l'industrie +  $0.3 \times$  évolution récente de la demande dans les services

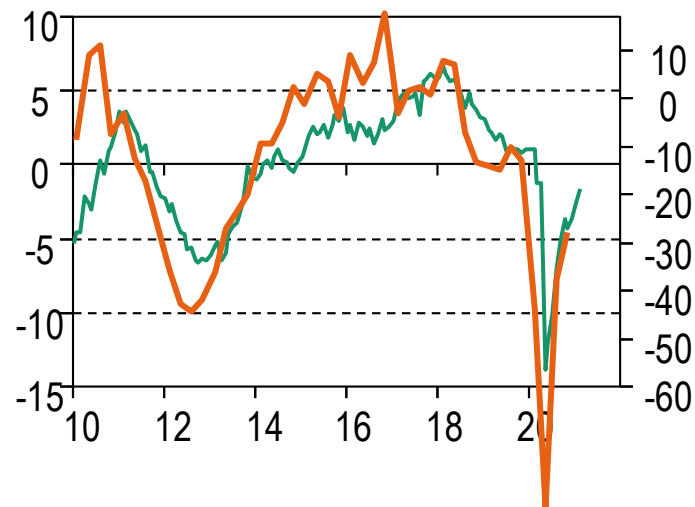
### Allemagne



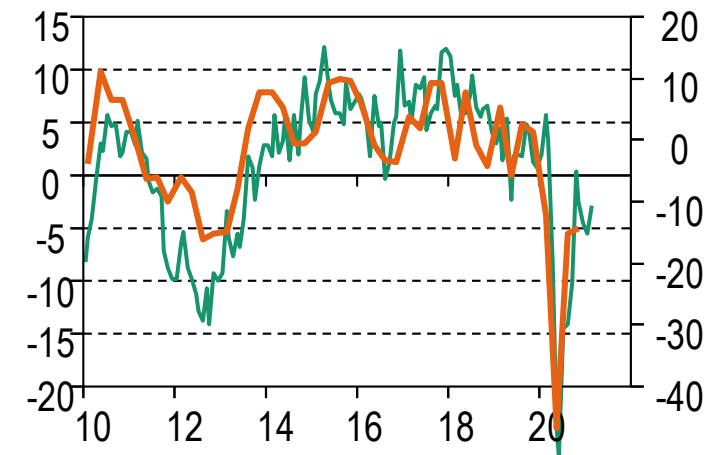
### France



### Italie



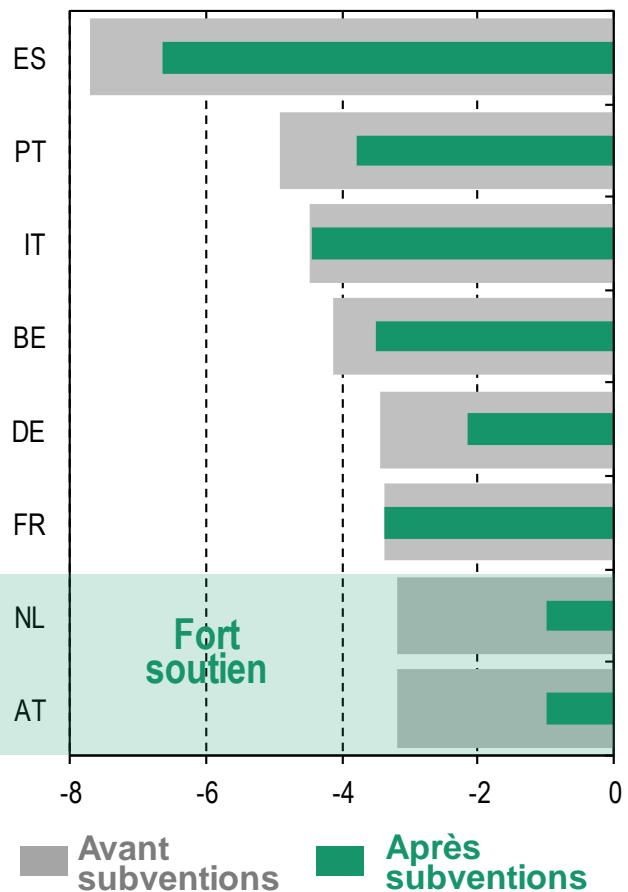
### Espagne



# ... mais le résultat d'exploitation des entreprises s'est fortement contracté dans beaucoup de pays et la demande de crédits d'investissement reste faible

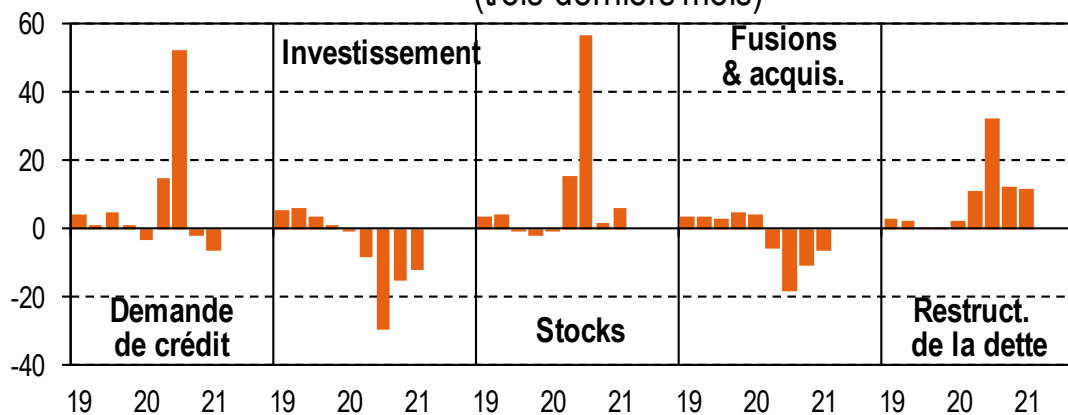
## Pertes de résultat d'exploitation avant et après subventions

(% du PIB tendanciel)



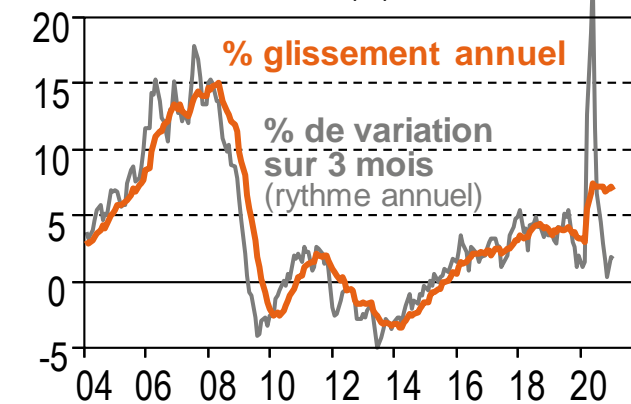
## Facteurs contribuant à la demande de crédit des entreprises dans la zone euro

(trois derniers mois)



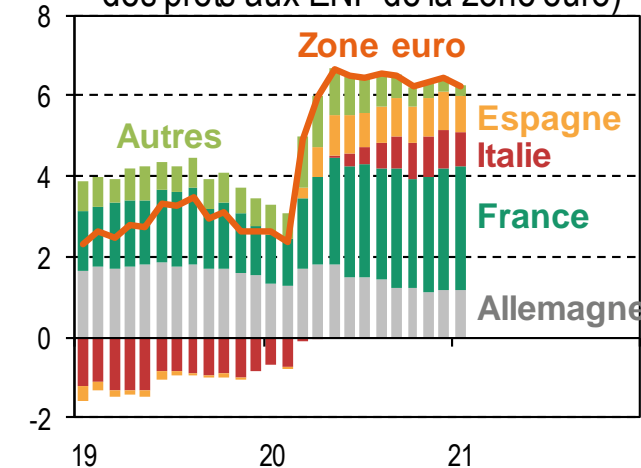
## Prêts aux entreprises non financières (ENF)

(%)



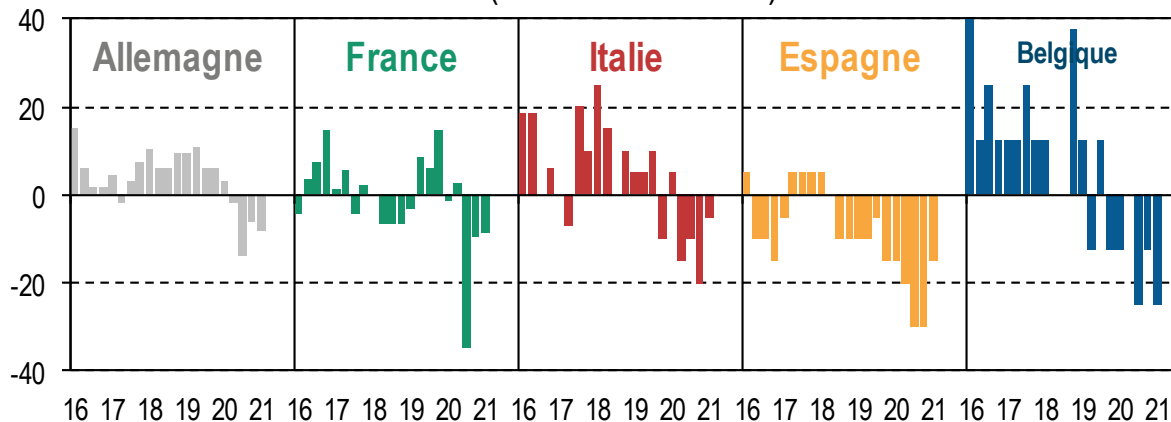
## Prêts aux ENF par pays

(% contribution à la croissance des prêts aux ENF de la zone euro)



## Demande de crédit pour investir, par pays

(trois derniers mois)

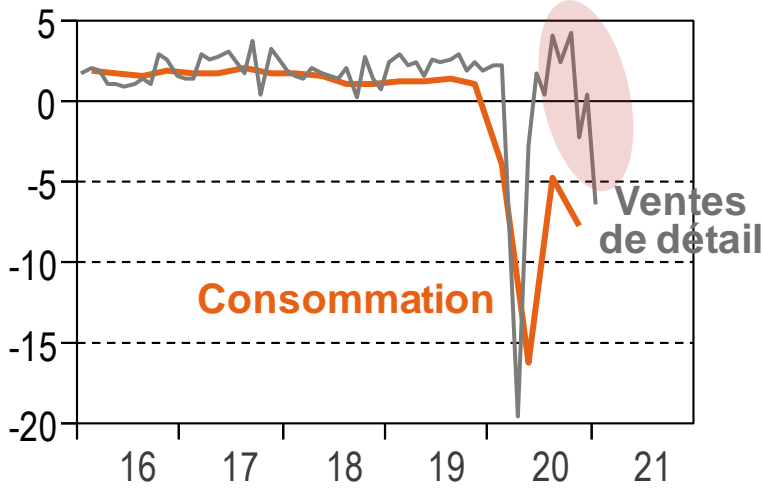


Sources : Refinitiv Datastream, ECB, Candriam

# La « dernière » vague de Covid a pesé sur la consommation, mais les indicateurs en temps réels laissent attendre une amélioration

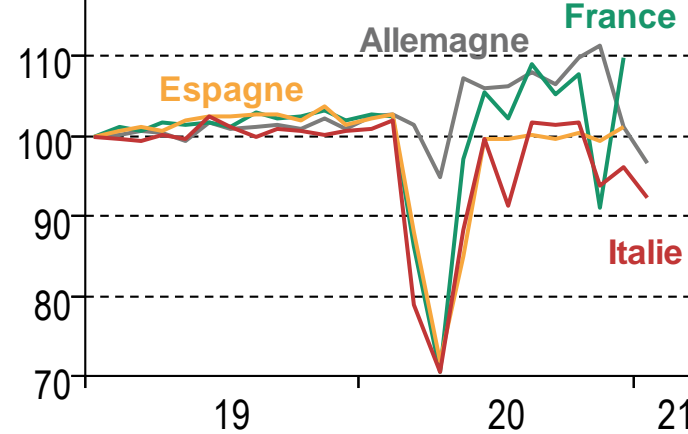
## Consommation et ventes de détail

(% glissement annuel, réel)



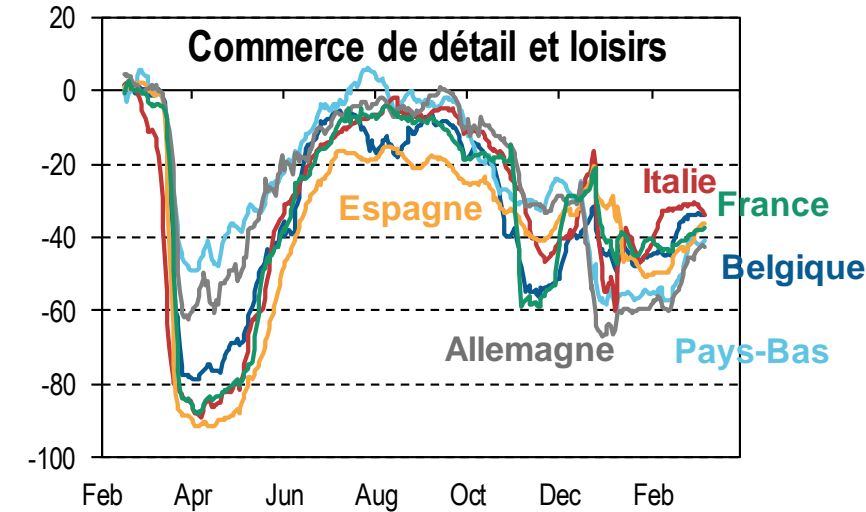
## Ventes de détail hors automobiles

(janvier 2019 = 100)



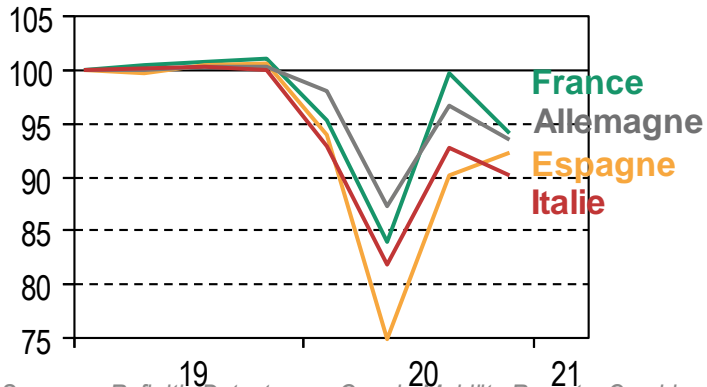
## Indice de mobilité de Google

(% comparé à janvier 2020, lissage sur une semaine)



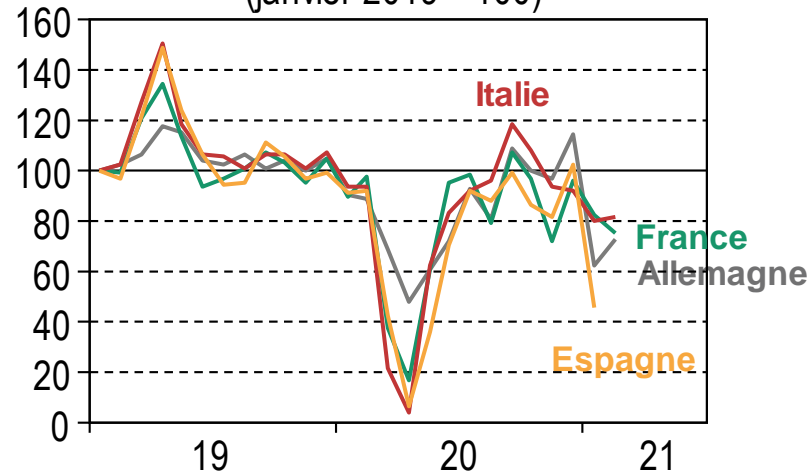
## Consommation par pays

(T1 2019 = 100, réel)

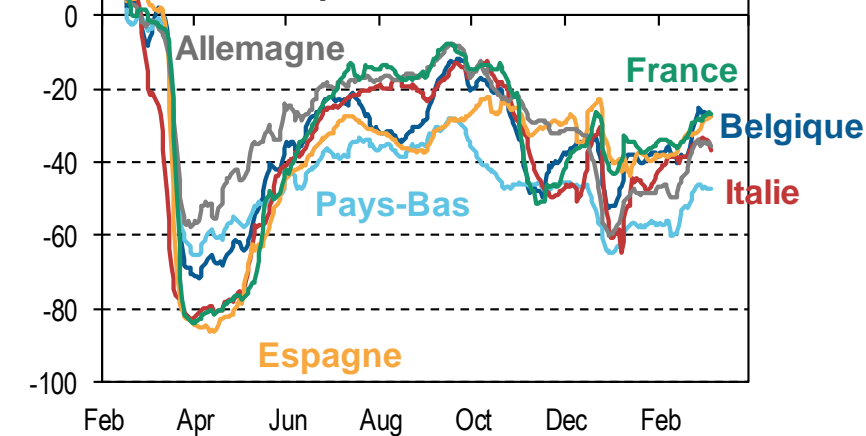


## Ventes de voitures

(janvier 2019 = 100)



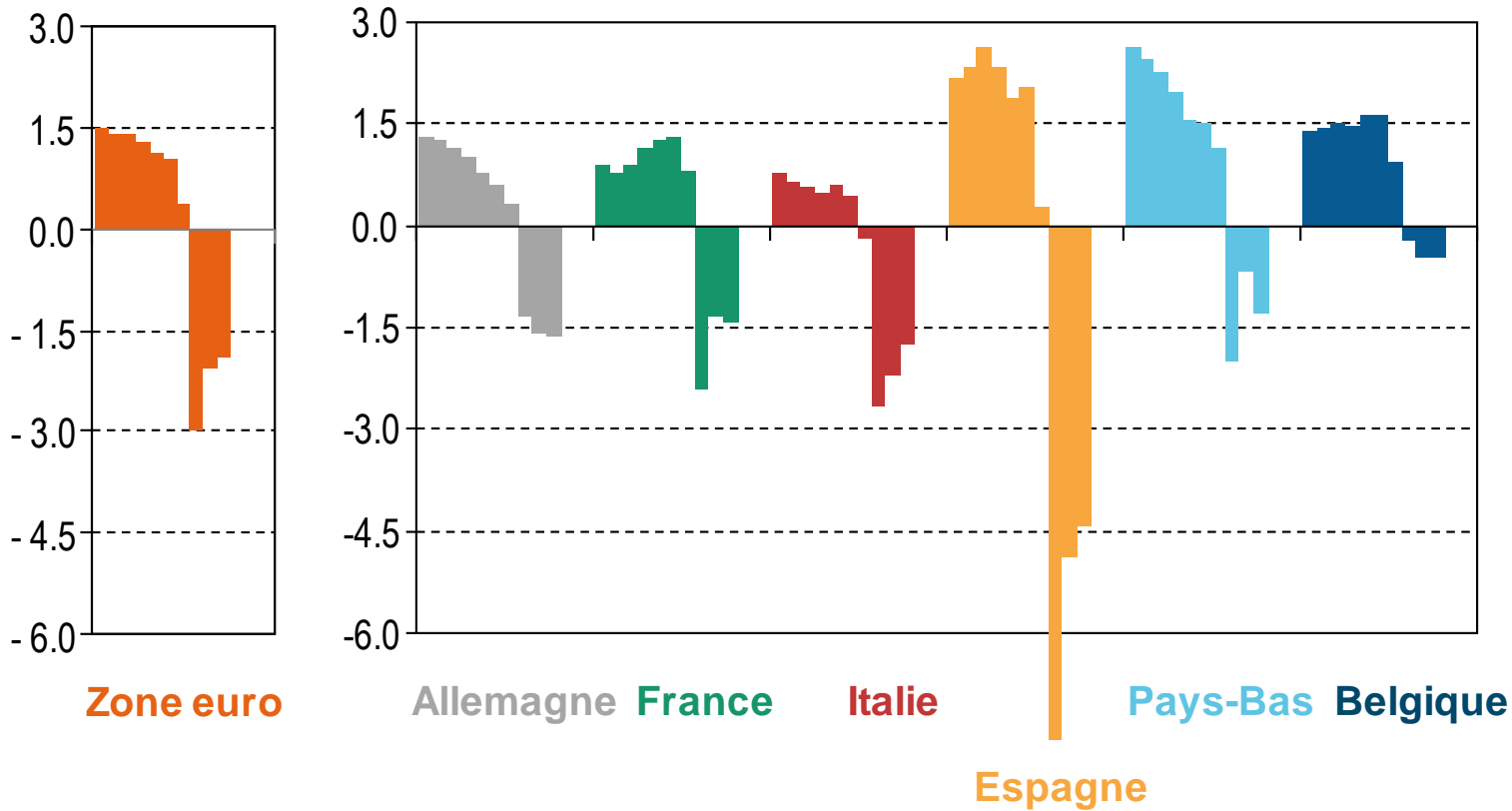
## Transports en communs



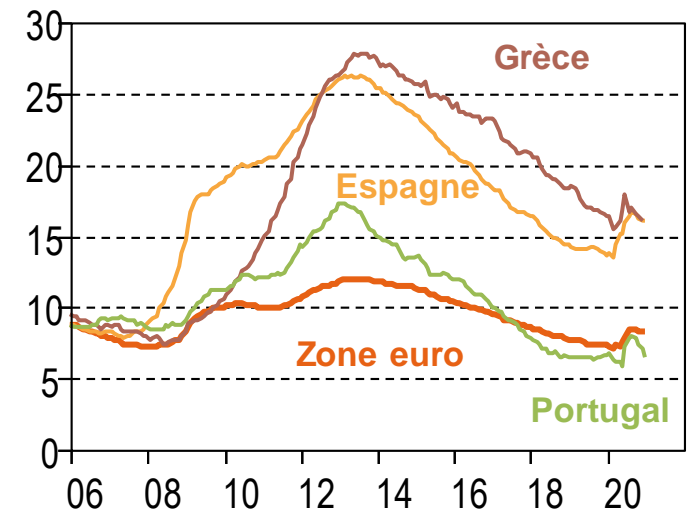
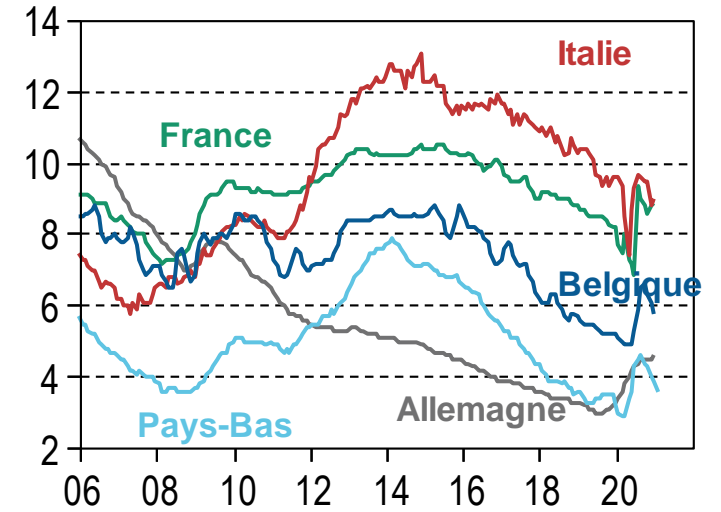
Sources : Refinitiv Datastream, Google Mobility Reports, Candriam

# L'action des gouvernements a permis d'éviter une forte montée du chômage...

## Croissance de l'emploi dans la zone euro (% glissement annuel, T3 2018 – T3 ou T4 2020)



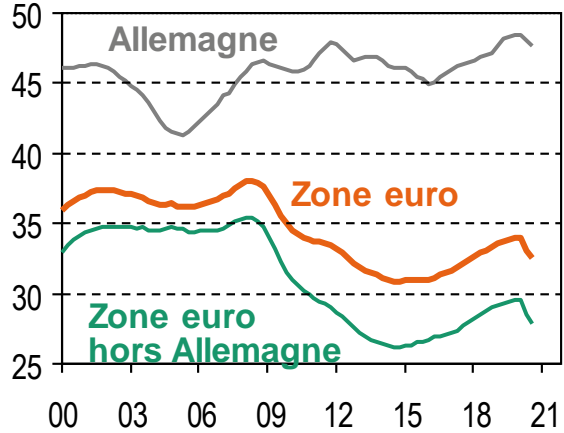
## Taux de chômage (%)



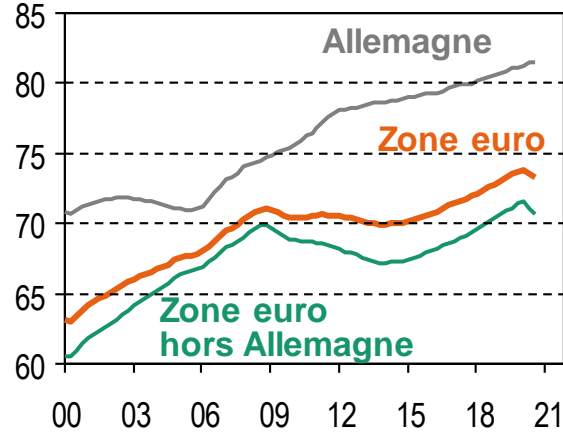
# ... mais les taux d'emplois des hommes âgés de 25 à 54 ans et des jeunes ont baissé... notamment dans les pays du Sud de l'Europe où ils étaient déjà bas !

## Taux d'emplois par âge (%)

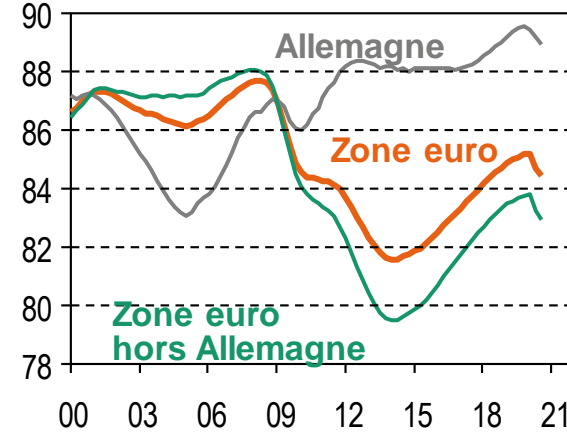
Personnes âgées de 15 à 24 ans



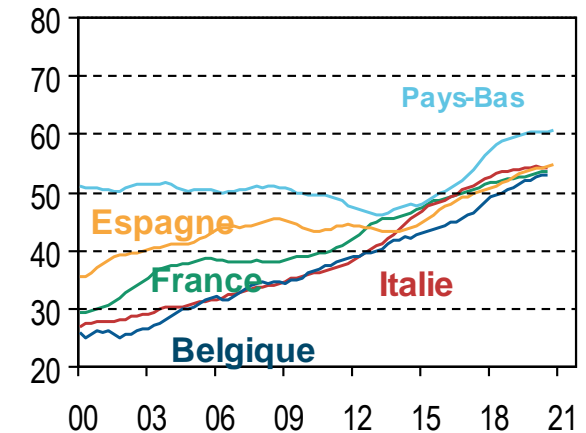
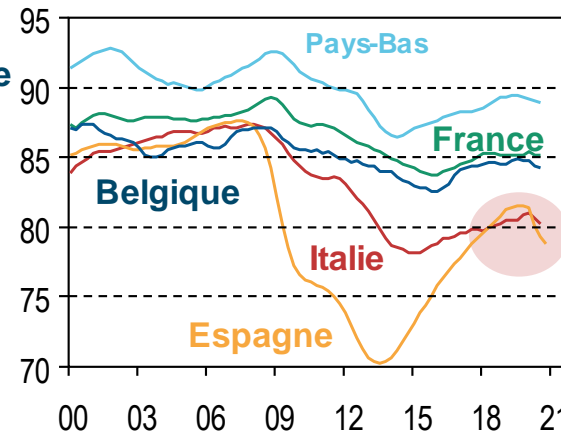
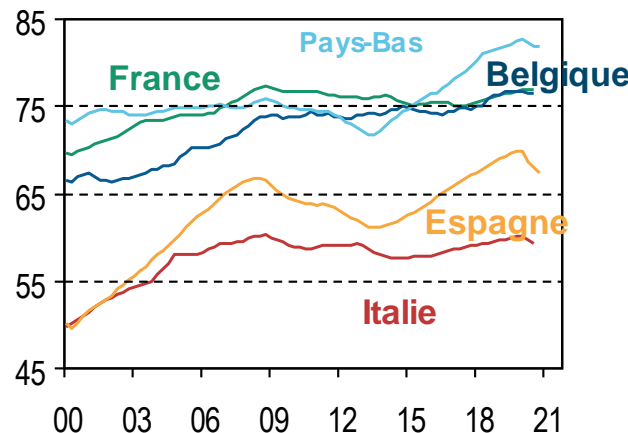
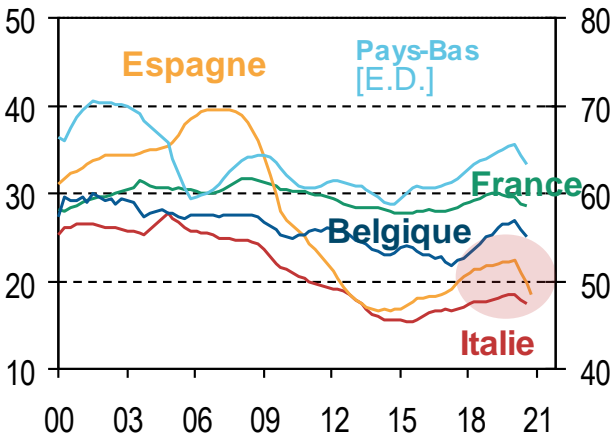
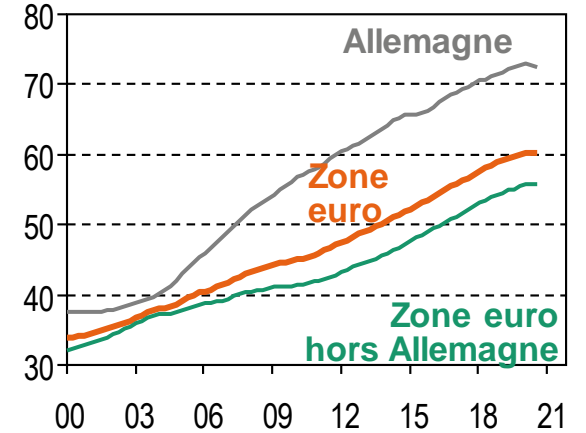
Femmes âgées de 25 à 54 ans



Hommes âgés de 25 à 54 ans

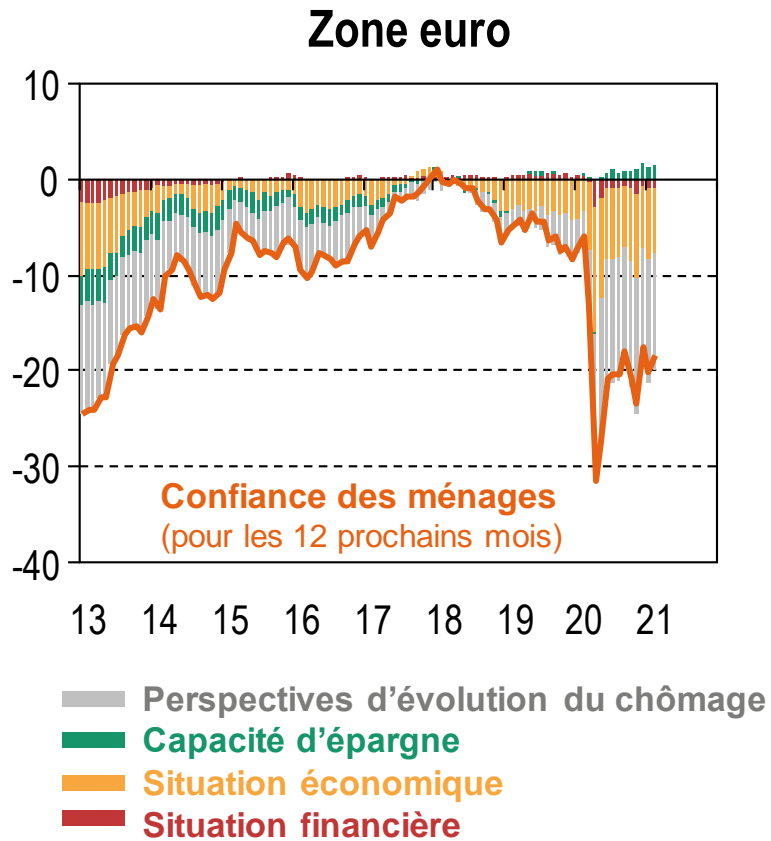


Personnes âgées de 55 à 64 ans



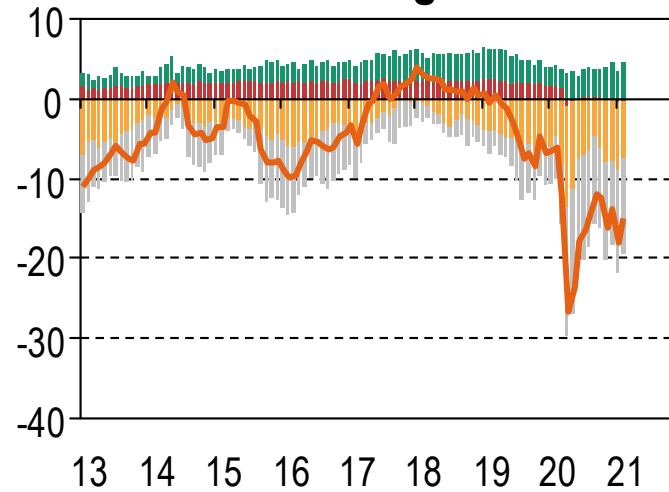
Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

# La perception par les ménages de la situation du marché du travail pèse sur la confiance

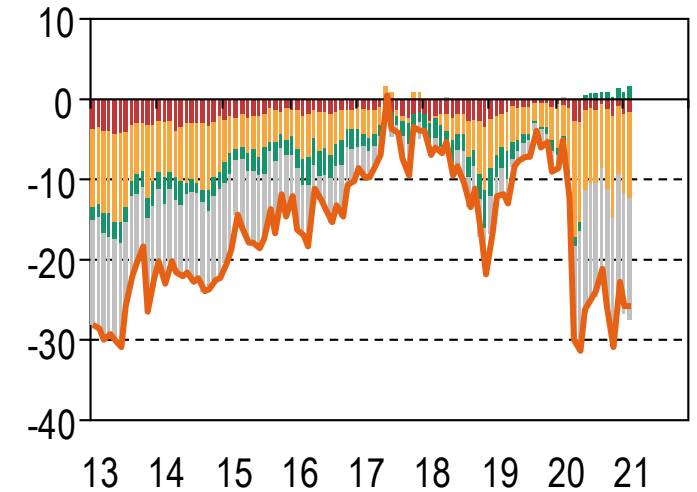


## Confiance des ménages

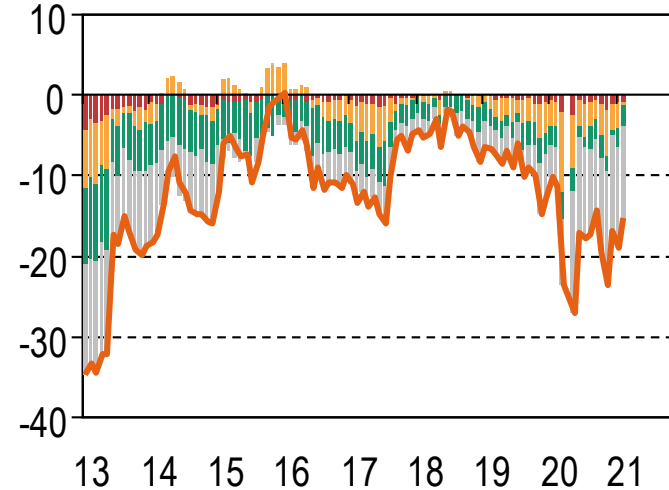
### Allemagne



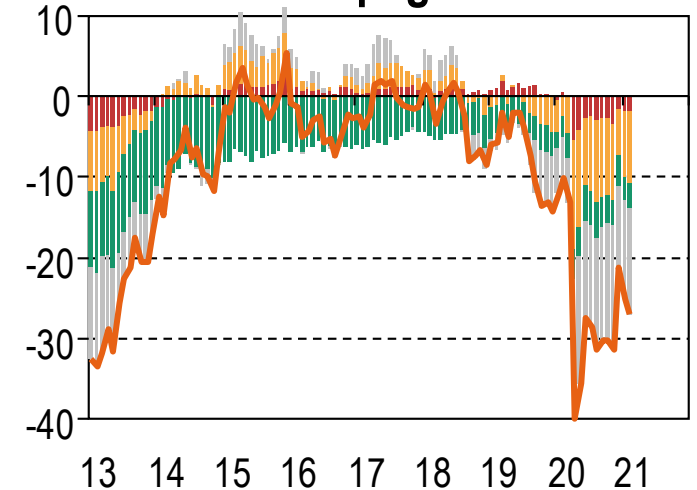
### France



### Italie



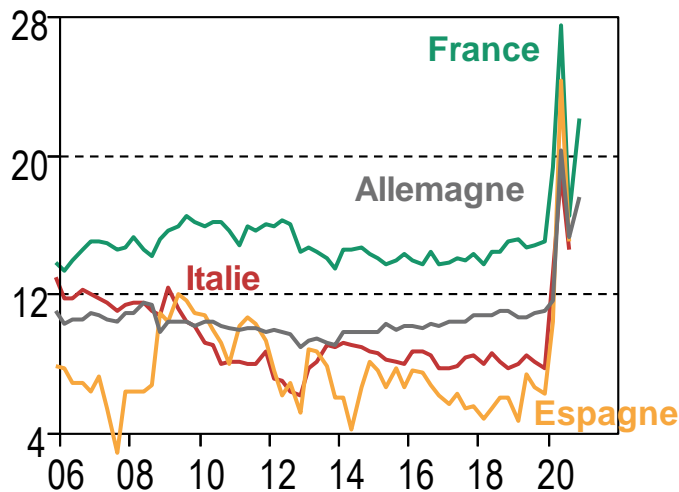
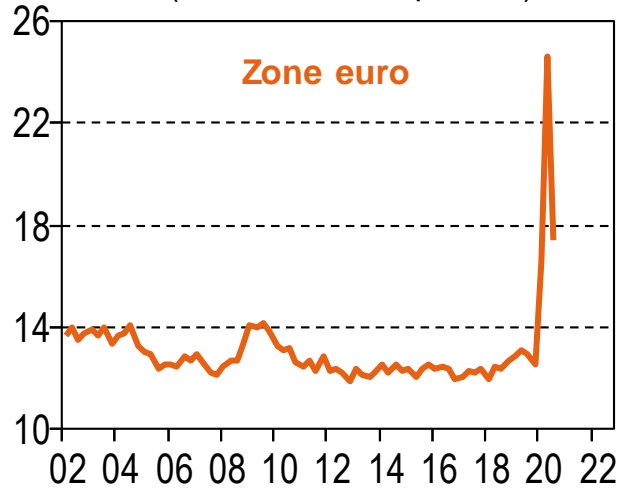
### Espagne



# La distanciation sociale a conduit les ménages à « mettre de côté » 500 milliards d'euros...

## Taux d'épargne des ménages

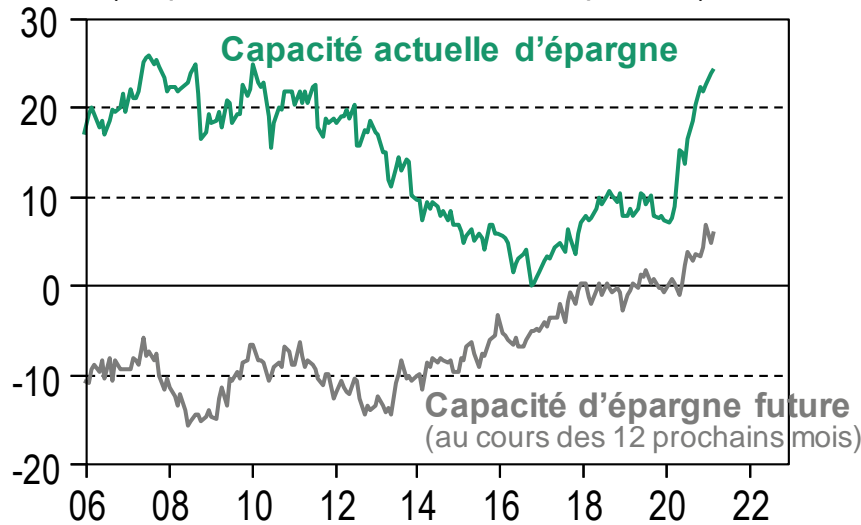
(% du revenu disponible)



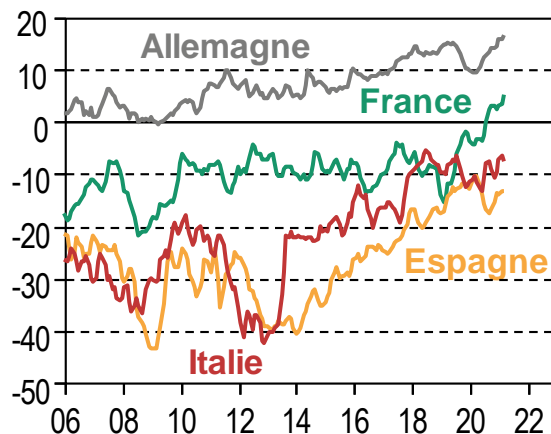
Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

## Capacité d'épargne

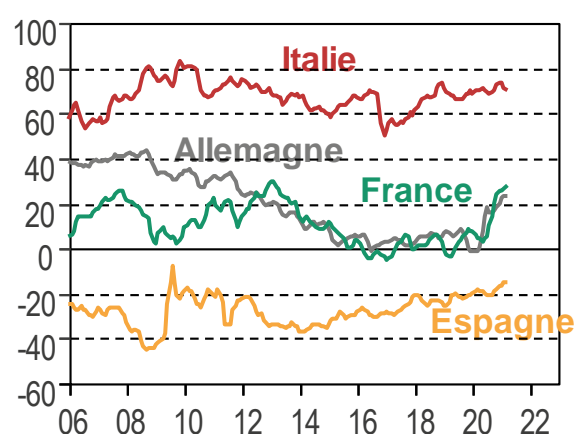
(enquête de la Commission européenne)



## Capacité d'épargne future

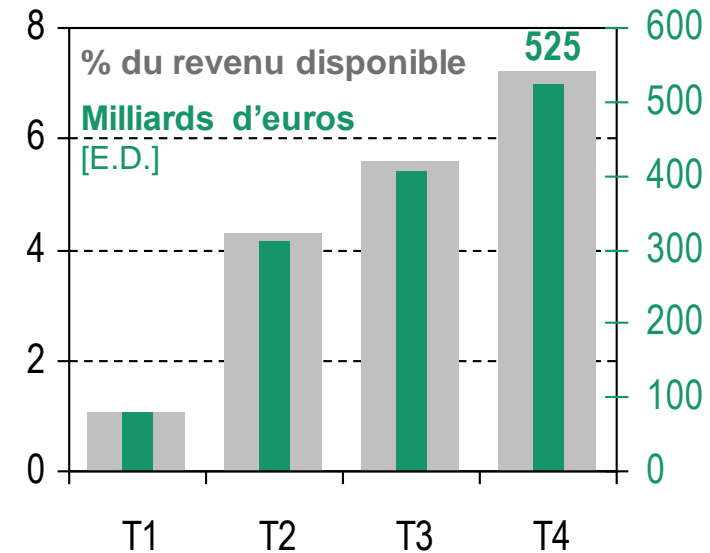


## Capacité d'épargne actuelle



## « Surplus » d'épargne financière dans la zone euro en 2020

(en cumul)



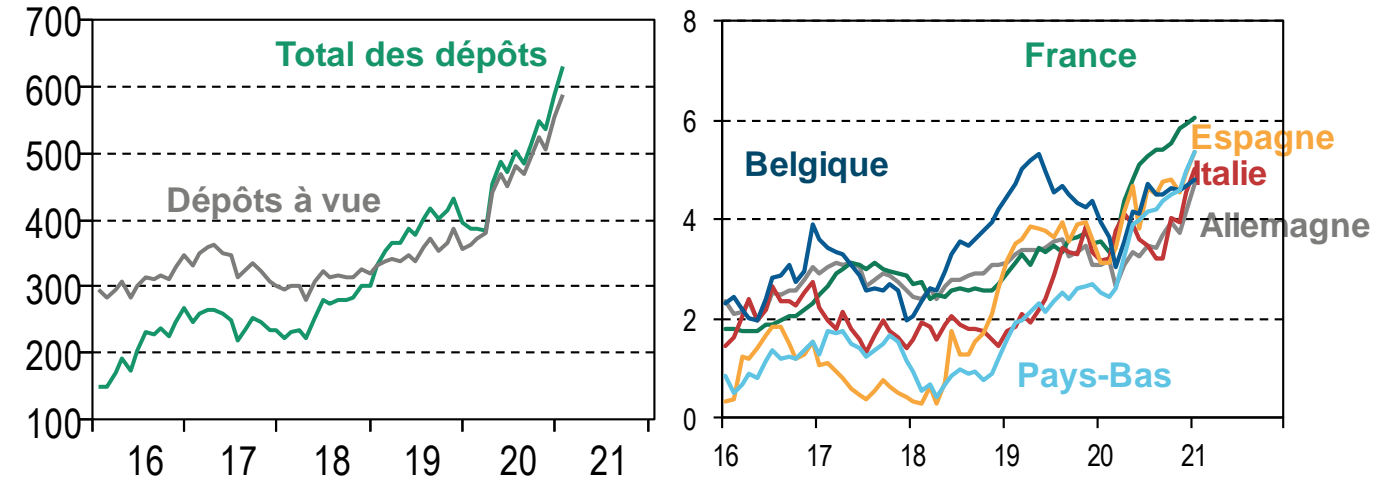


# ... principalement sous la forme de dépôts bancaires

## Variation des dépôts des ménages sur les 12 derniers mois

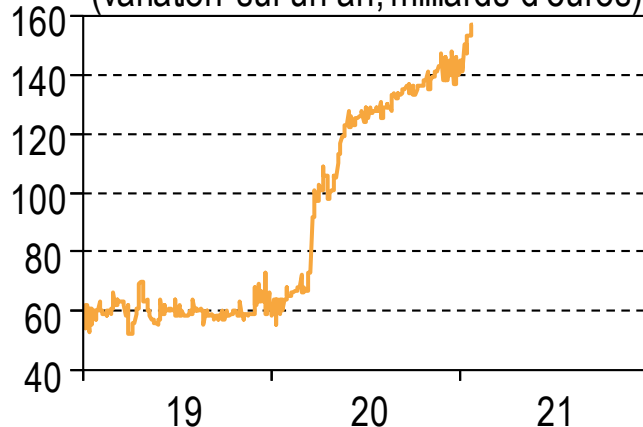
(milliards d'euros)

(% du PIB du pays)



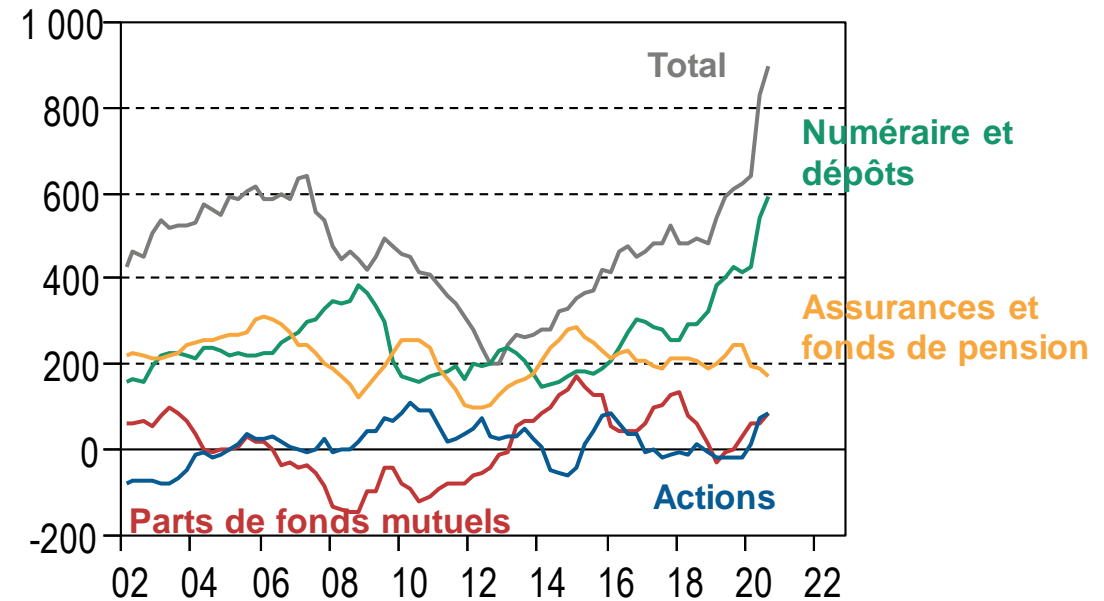
## Monnaie en circulation

(variation sur un an, milliards d'euros)



## Placements des ménages

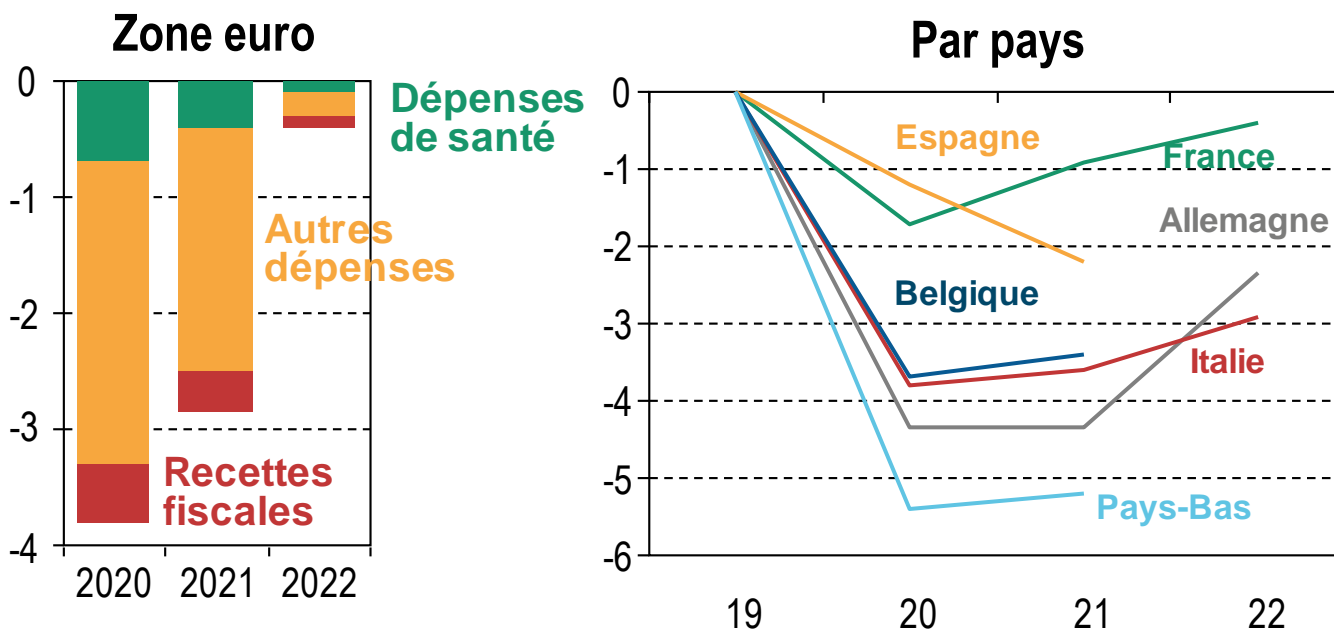
(milliards d'euros, rythme annuel)



# Si les politiques budgétaires nationales ont nettement atténué les effets de la pandémie, les gouvernements comptent maintenant sur le seul plan de relance européen pour stimuler la reprise

## Variation cumulée du déficit public ajusté du cycle

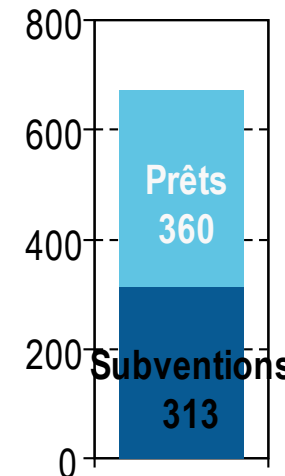
(% du PIB depuis 2019)



« Le PIB de l'UE ne retrouverait son niveau de 2019 que vers le milieu de 2022. Par conséquent, les indications préliminaires actuelles laissent penser qu'il faut continuer à appliquer la clause de sauvegarde en 2022 et ne la désactiver qu'à partir de 2023 ». Commission européenne

## Recovery and Resilience Facility

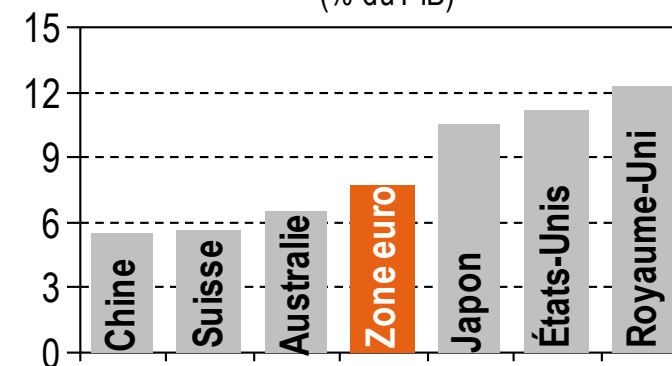
(milliards d'euros)



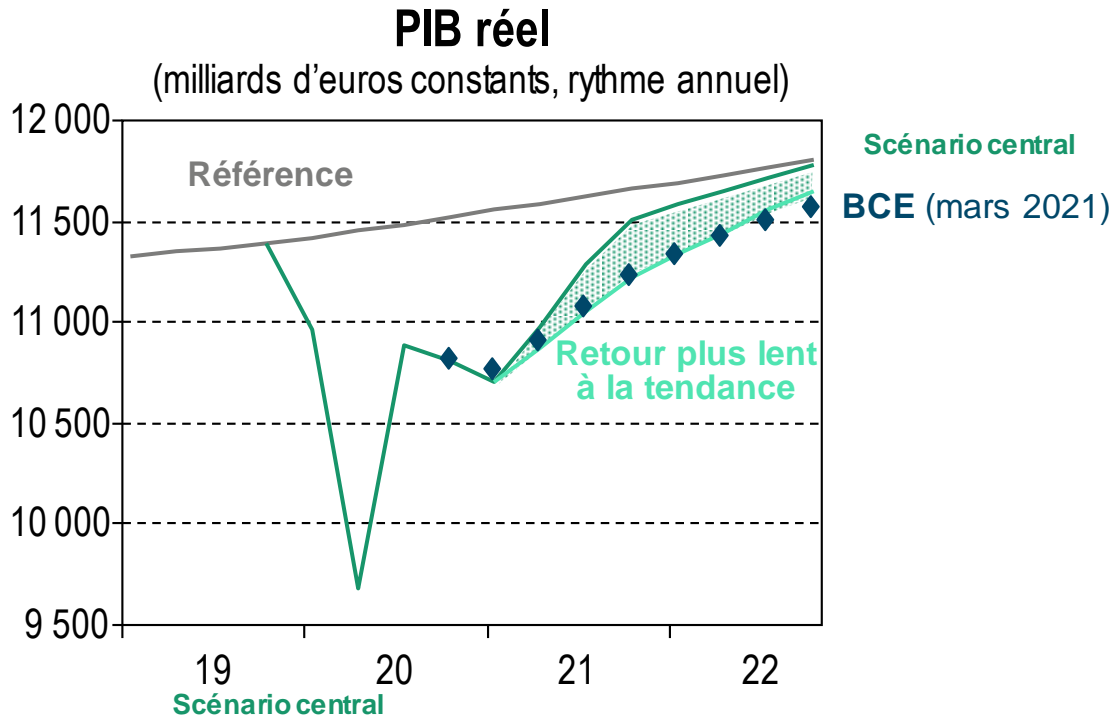
Dans le cas le plus favorable, la croissance du PIB de l'UE serait supérieure de 0,5% en moyenne sur la période 2021-24 (et le niveau du PIB potentiel serait augmenté de 1% sur le long terme, en supposant la totalité des subventions et la moitié des prêts utilisés pour accroître l'investissement public productif).

## Memo: accroissement du déficit budgétaire entre 2019 et 2020

(% du PIB)



# En moyenne dans la zone euro le PIB devrait revenir sur sa tendance passée à la fin de l'année, mais dans certains pays le retour à la « normale » sera plus lent

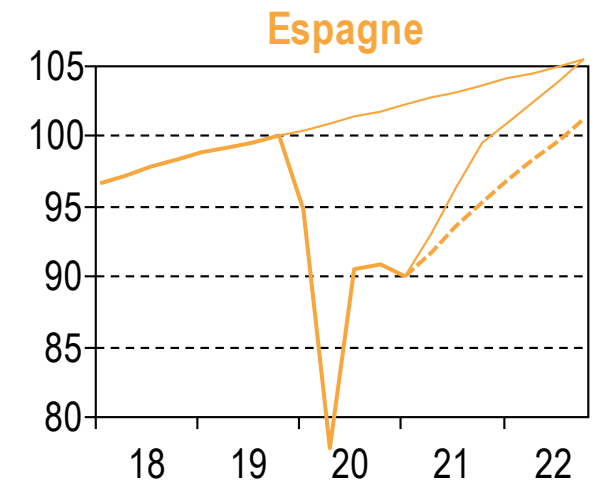
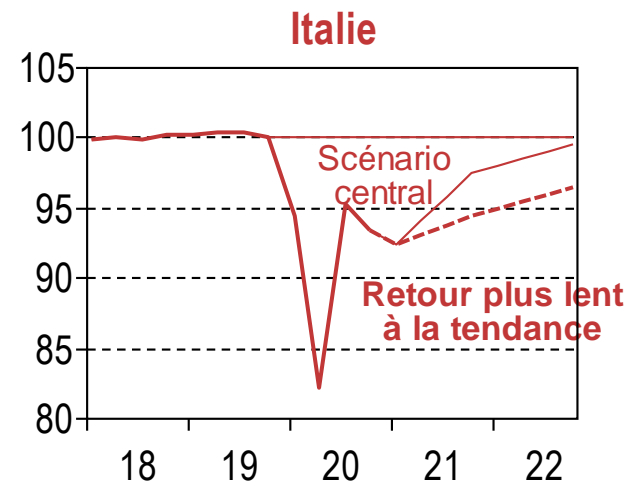
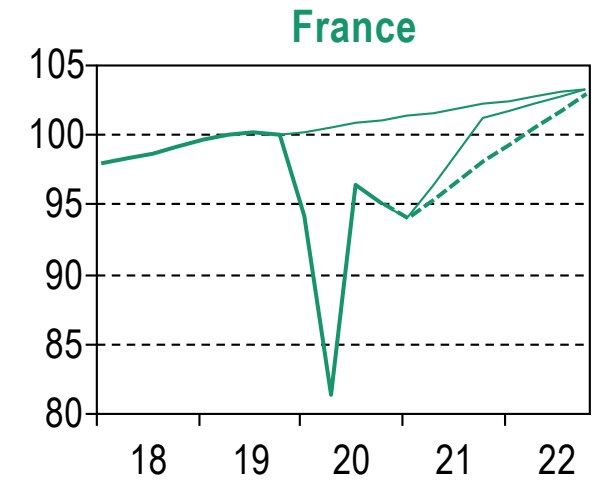
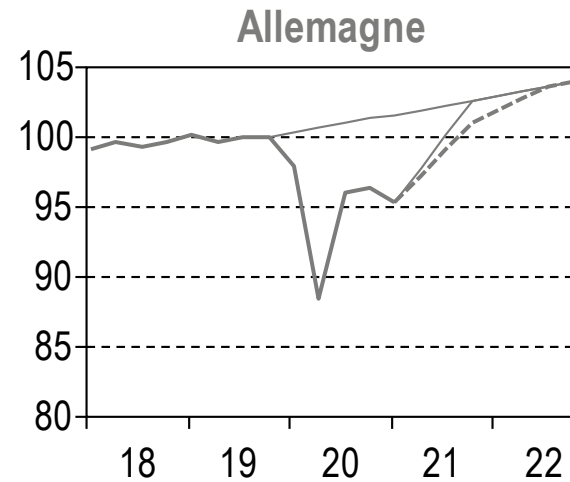


**Croissance du PIB**  
2020 = -6.8%  
2021 = 5.1%

Retour plus lent à la tendance  
2021 = +3.6%

Sources : Refinitiv Datastream, BCE, Candriam

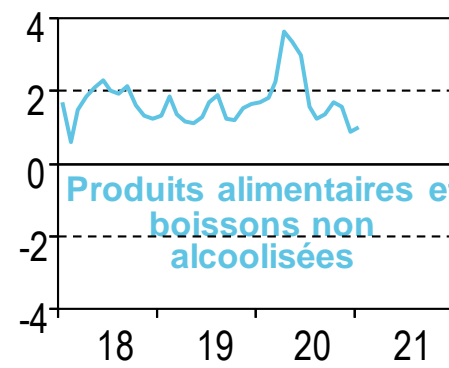
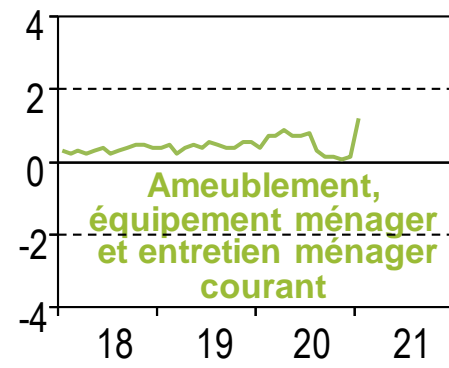
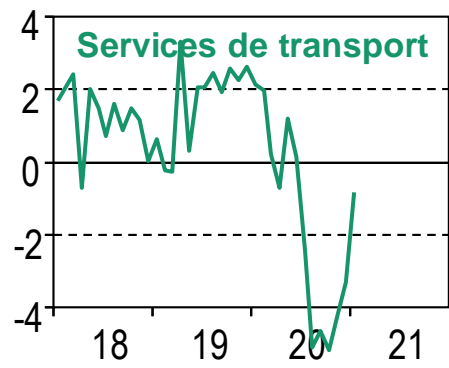
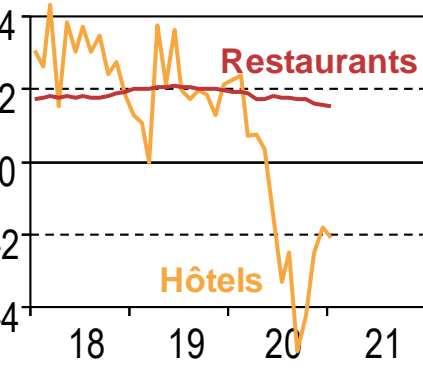
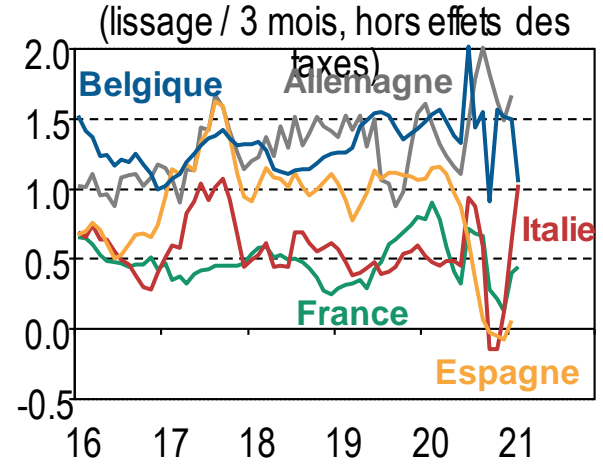
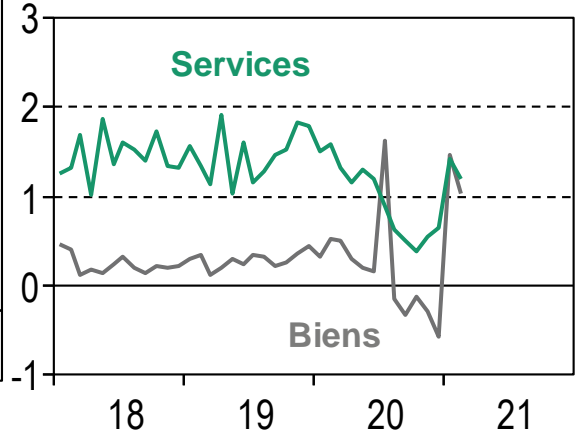
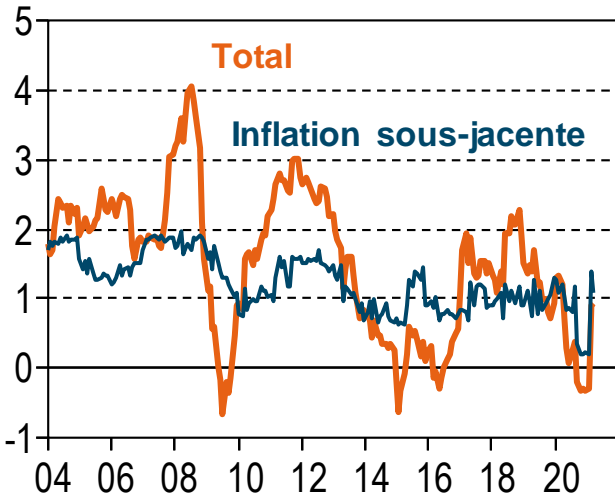
## PIB réel par pays (T4 2019 = 100)



# Avec une reprise « incomplète », l'inflation n'a pas de raison d'accélérer durablement

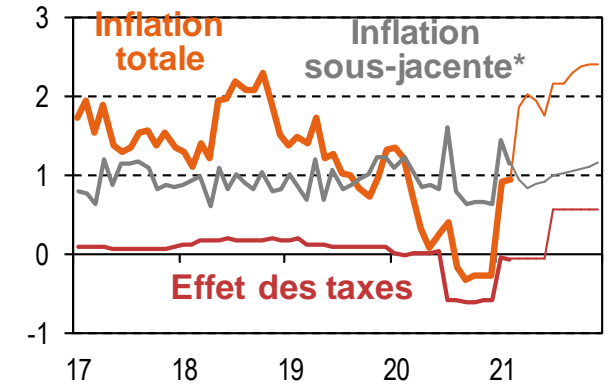
## Indice des prix à la consommation (% glissement annuel)

### Inflation sous-jacente

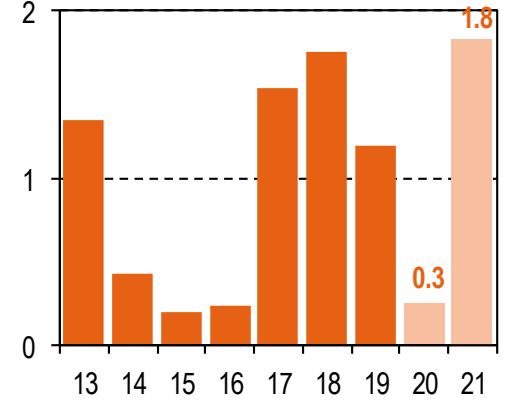


## Prévisions

(% glissement annuel)



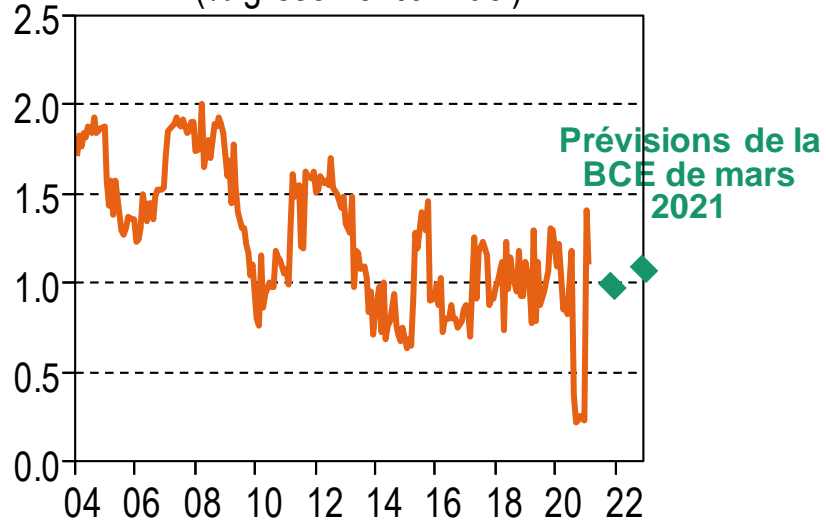
(% moyenne annuelle)



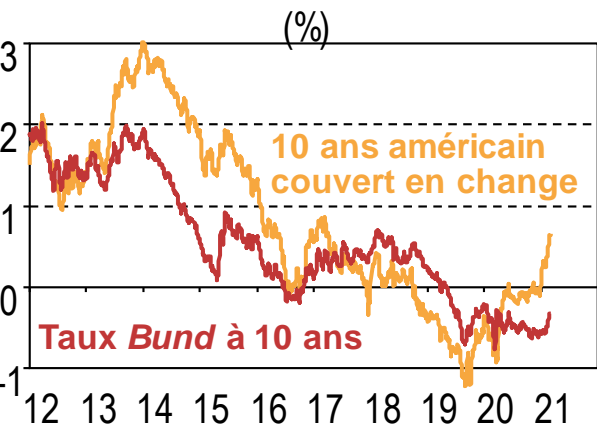
(\*) Hors effet des taxes

# Dans ce contexte, la BCE devrait continuer de faire tout ce qu'elle peut pour soutenir la croissance

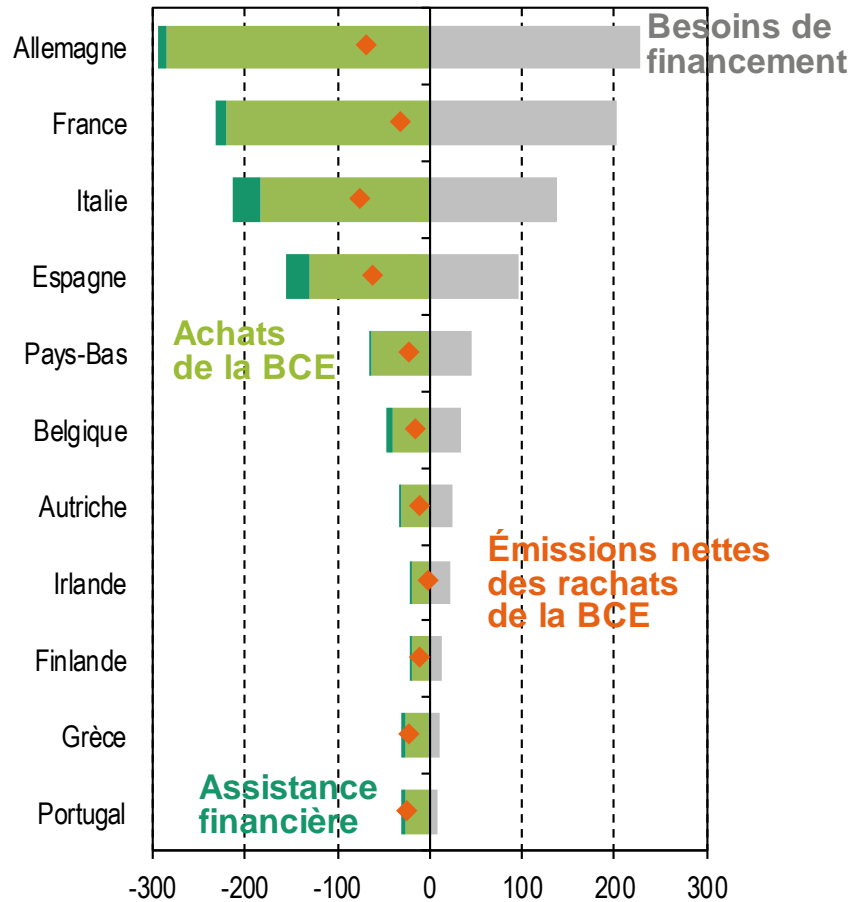
**Inflation sous-jacente et prévisions de la BCE**  
(% glissement annuel)



**Taux d'intérêt à 10 ans**



**Emissions nettes des gouvernements pour couvrir leurs besoins de financement**  
(milliards d'euros)



## Déclarations récentes sur le niveau des taux d'intérêt à long terme

“The size of the movements is not such that this is a particularly worrisome development.”  
Jens Weidmann

“There is reason to be optimistic about the second half of the year when the lockdowns will be lifted... What the market is actually doing is pricing that optimism.”  
Klaas Knot

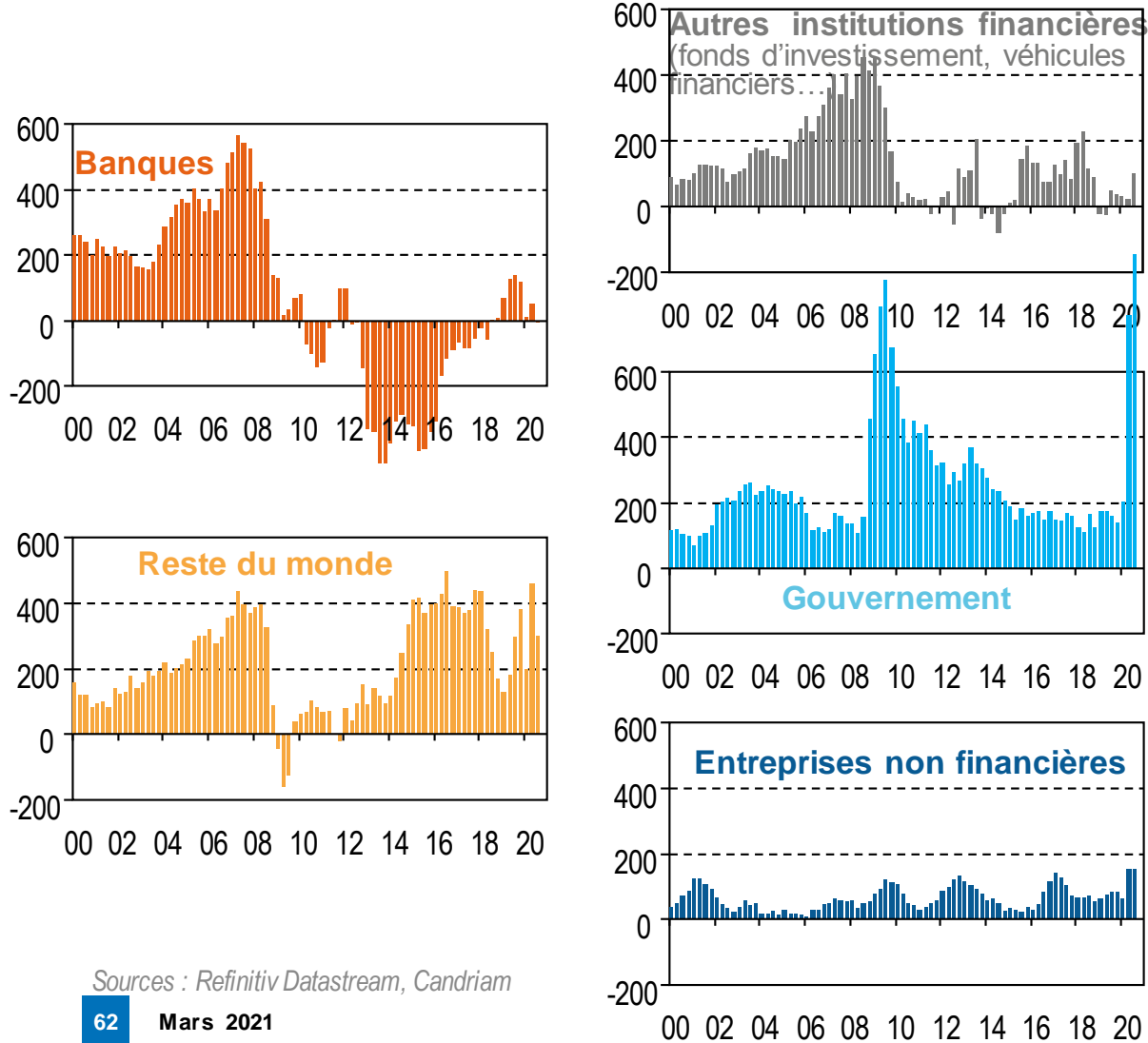
“Yields have risen from very low levels”  
Luis de Guindos

“There are other elements in this tightening of financing conditions, including excessive spillovers and tensions on the term premia. In so much as this tightening is unwarranted, we can and must react against it, starting with an active flexibility of our PEPP purchases.”  
Villeroj de Galhau

# Memo: équilibre du marché obligataire

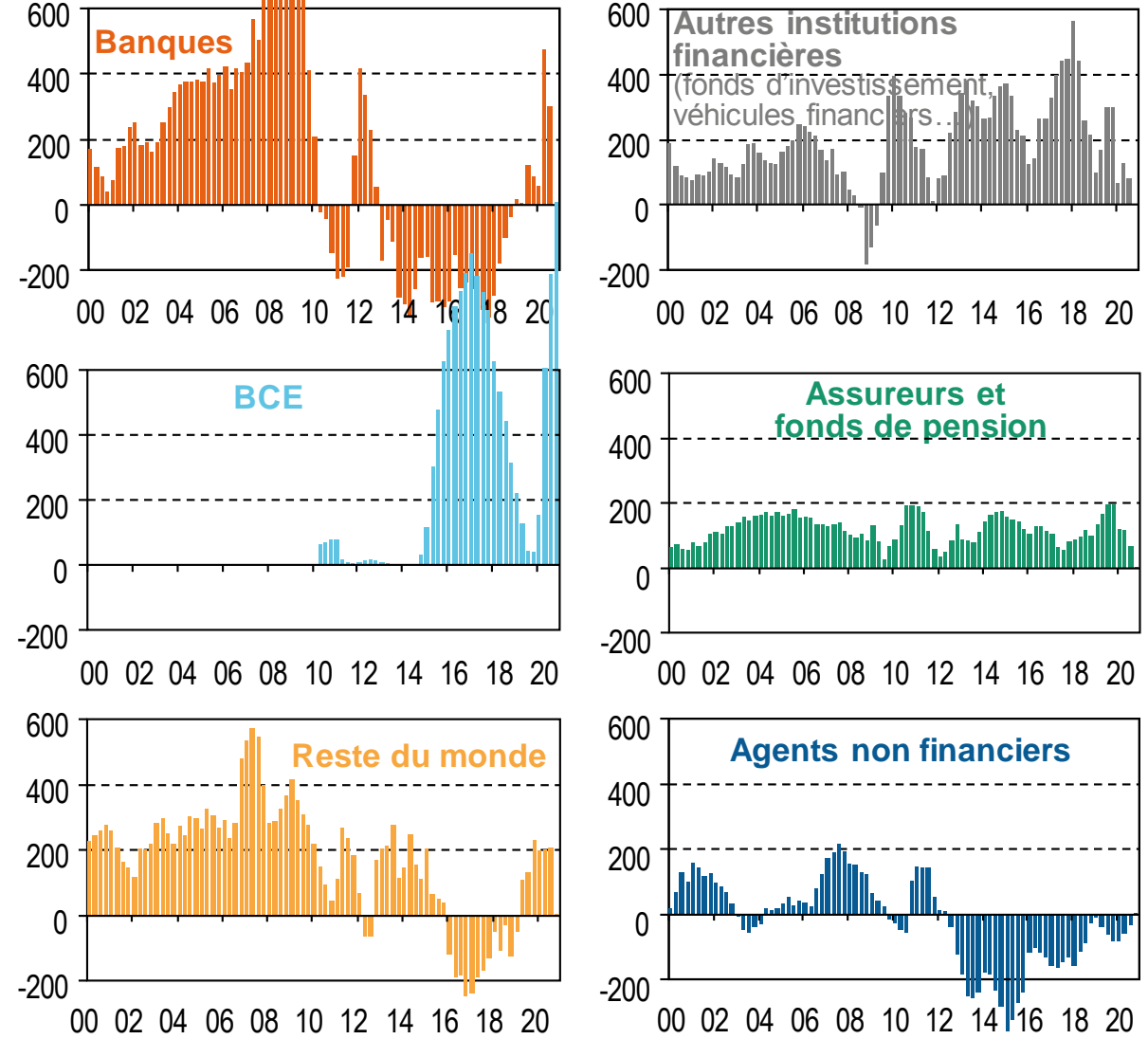
## Émetteurs de titres de dettes

(milliards d'euros, lissage sur 4 trimestres, rythme annuel)



## Acheteurs nets de titres de dettes

(milliards d'euros, lissage sur 4 trimestres, rythme annuel)



Sources : Refinitiv Datastream, Candriam

# Stratégie Cross-Asset

Une phase de transition délicate

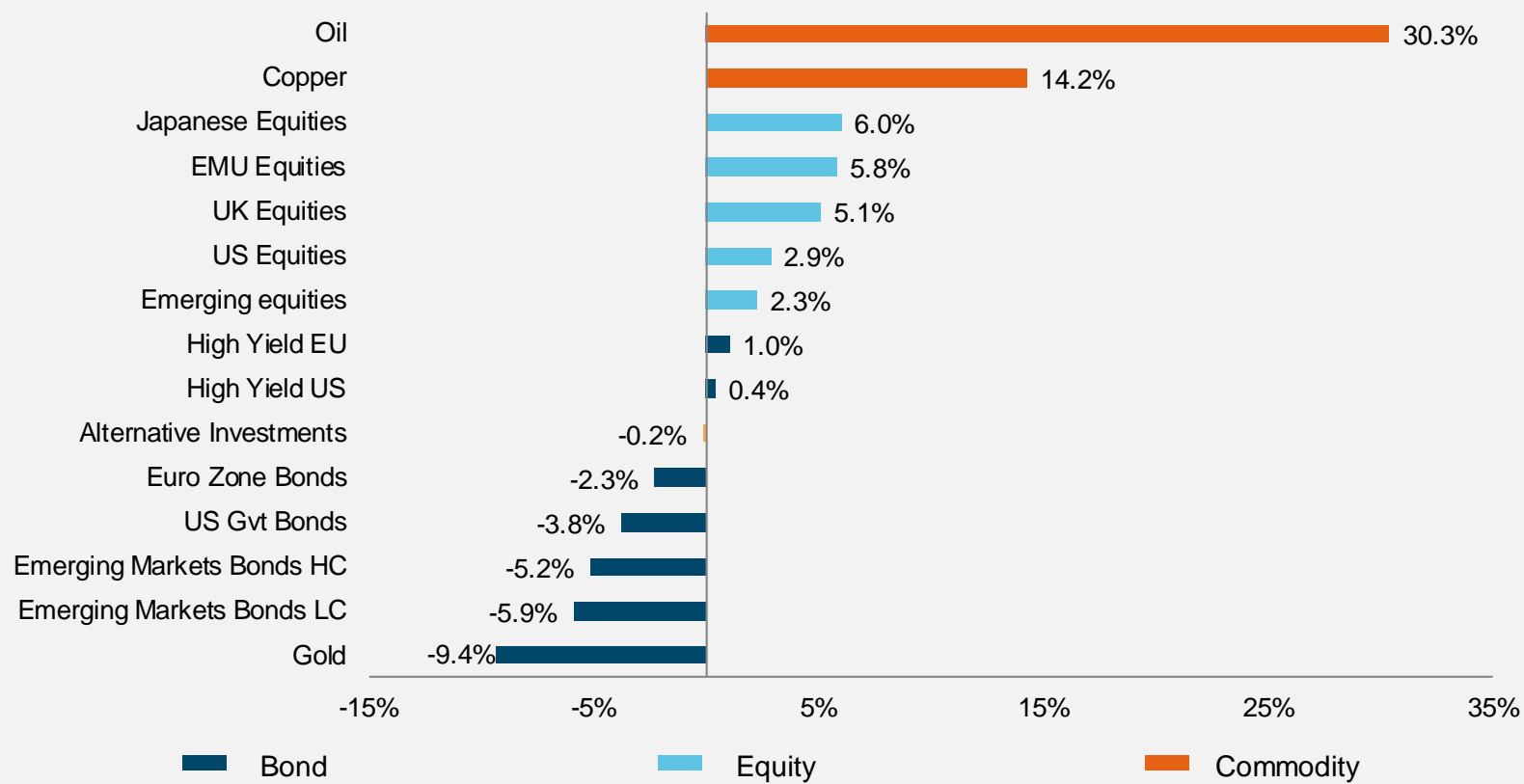
Nadège Dufossé  
Stefan Keller  
Thibaut Dorlet  
Michel Le Bras

Mars 2021

# Hausse des actifs risqués, baisse des actifs les plus sûrs



Performances depuis le début de l'année en devise locale (au 09/03/2021)



© All rights reserved

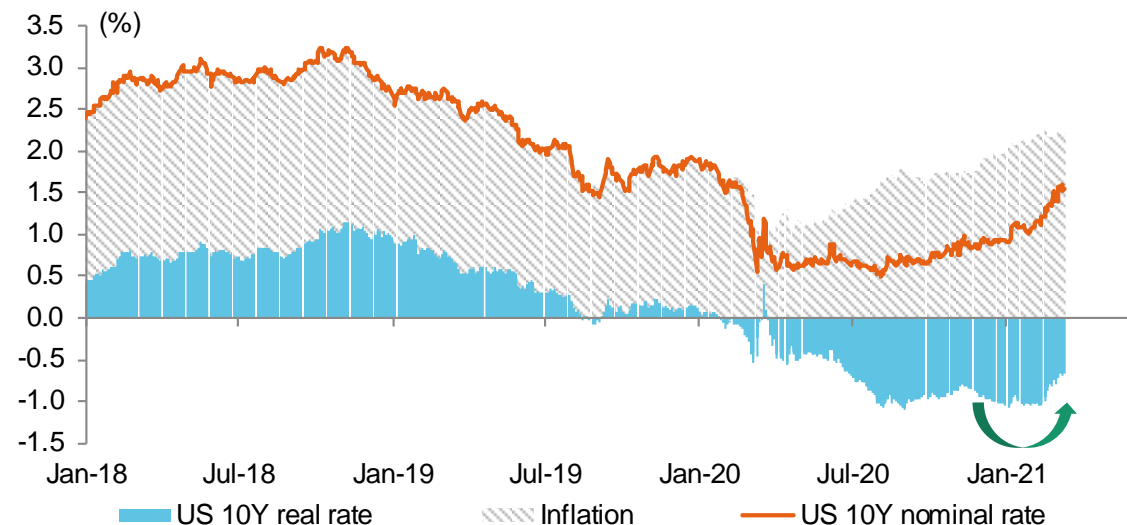
Chiffres au 09/03/2021

Source: Candriam Multi-Asset Strategy, Bloomberg ©



# La hausse accélérée des taux a déclenché une rotation des styles...

- Plus récemment, la hausse des taux nominaux a reflété une légère augmentation des taux réels, tandis que les anticipations d'inflation se sont stabilisées.
- Le style "value" surpasse les styles "growth" et "momentum" en Europe et aux États-Unis, mais il est encore loin de combler le fossé creusé l'année dernière.



Relative performance vs MSCI US	31 Dec 20 - 09 Mar 21			
	2020	5Y	10Y	
US Value	4.1%	-20.4%	-48.2%	-95.4%
US Growth	-4.1%	21.7%	54.4%	114.4%
US Small Caps	9.6%	-2.5%	3.4%	-28.2%
US Quality	-2.6%	1.6%	14.6%	47.3%
US Min Vol	-3.9%	-15.6%	-43.3%	-45.3%
US Momentum	-5.2%	8.2%	21.7%	70.7%

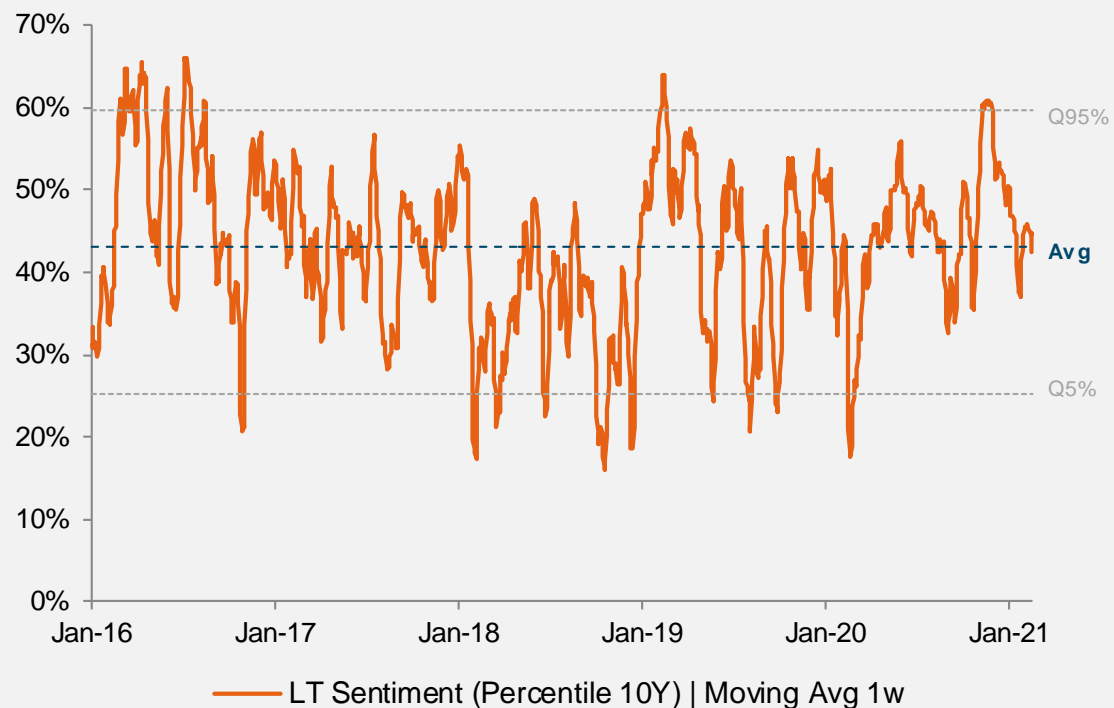
Relative performance vs MSCI Europe	31 Dec 20 - 09 Mar 21			
	2020	5Y	10Y	
Europe Value	3.5%	-9.6%	-14.4%	-38.9%
Europe Growth	-3.6%	9.2%	12.8%	41.6%
Europe Small Caps	1.9%	7.9%	22.5%	81.7%
Europe Quality	-4.2%	8.9%	14.1%	74.3%
Europe Min Vol	-6.0%	-0.7%	-14.6%	18.3%
Europe Momentum	-4.6%	14.4%	20.9%	88.2%

Chiffres au 09/03/2021 © 2020 MSCI Inc. All rights reserved

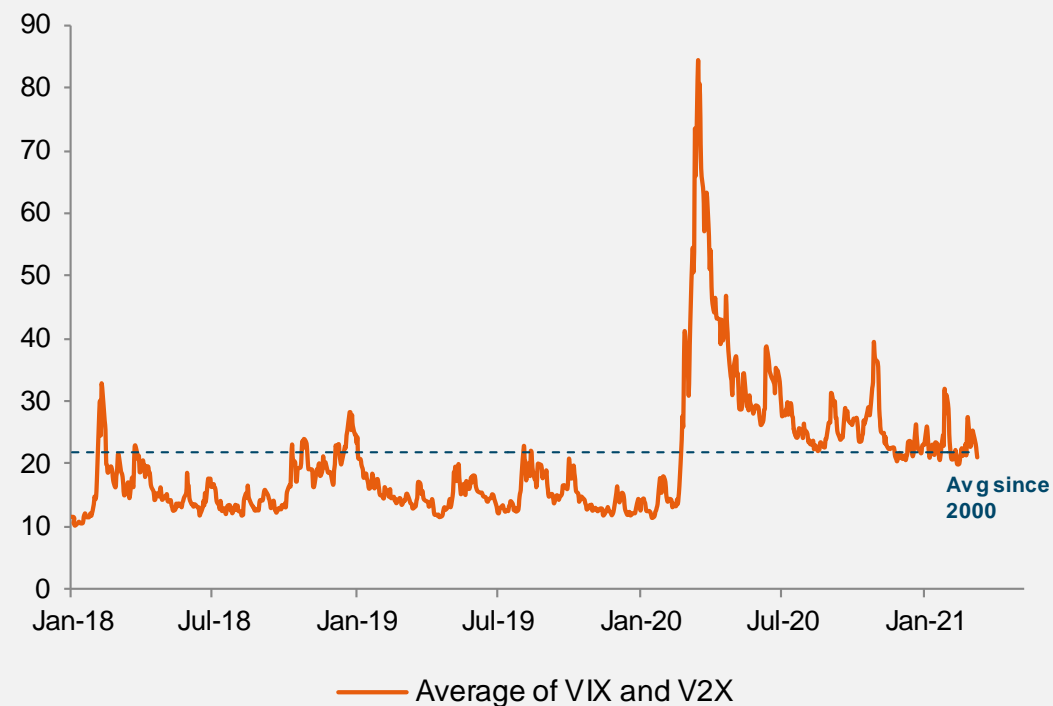
Source: Candriam Multi-Asset Strategy, Bloomberg ©

# ... et a pesé sur le sentiment des investisseurs.

## Le sentiment des investisseurs\* n'est plus excessivement optimiste

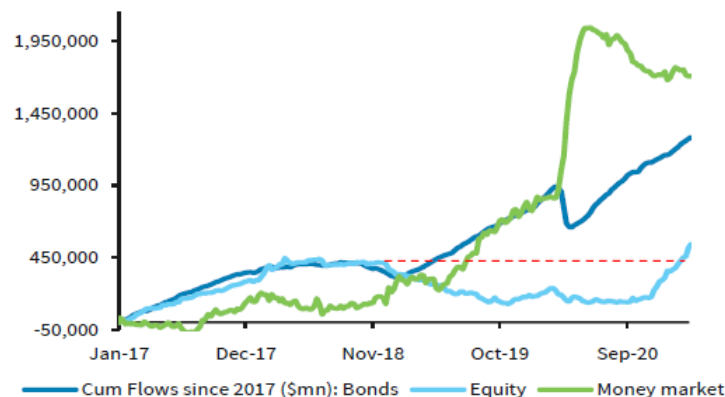


## La volatilité reste supérieure à sa moyenne à long terme

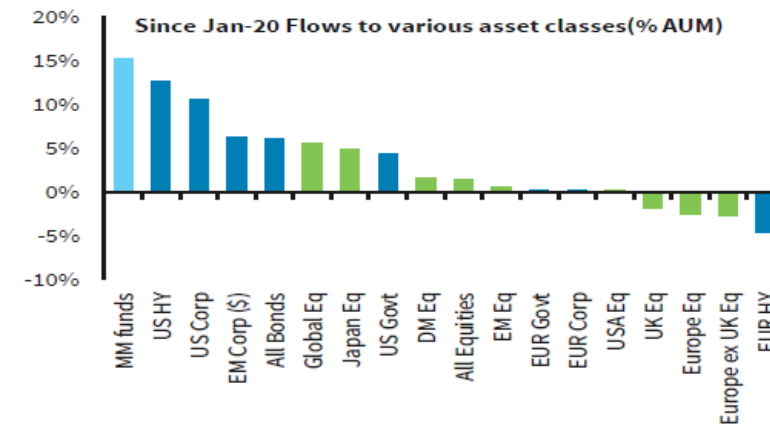


# De la marge pour des flux additionnels vers les actions, surtout en Europe

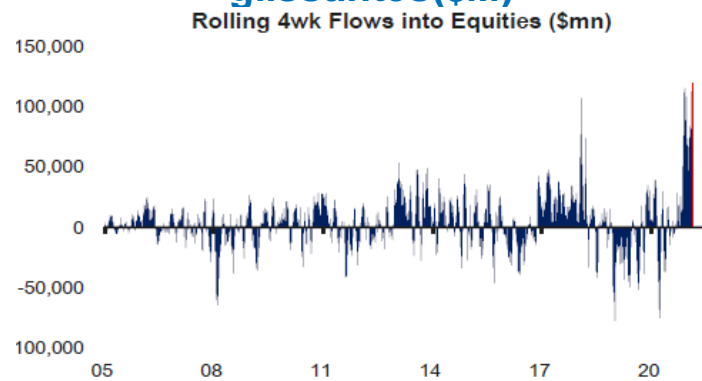
## » Flux cumulés depuis 2017 (\$M)



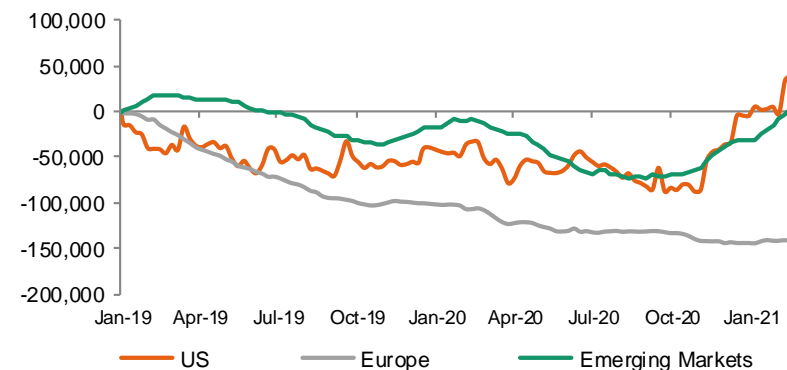
## » Flux cumulés depuis Jan 20 (% encours)



## » Flux vers les actions sur 4 semaines glissantes(\$M)

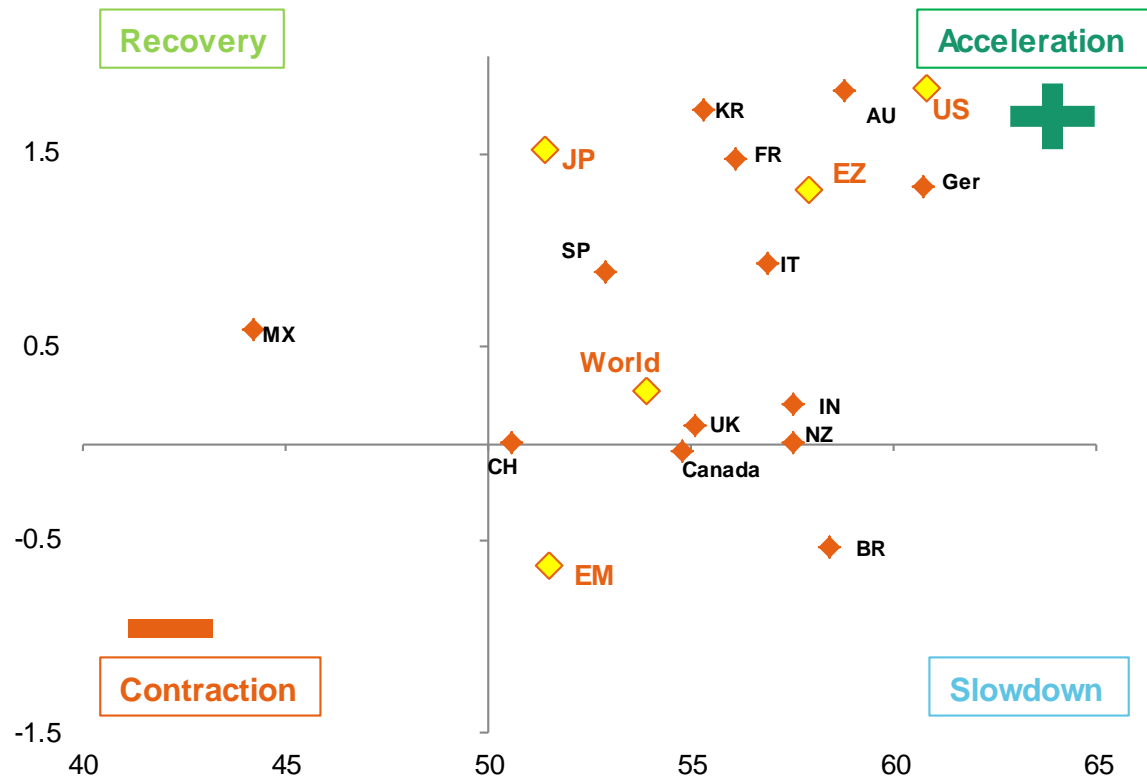


## » Flux cumulés vers les actions

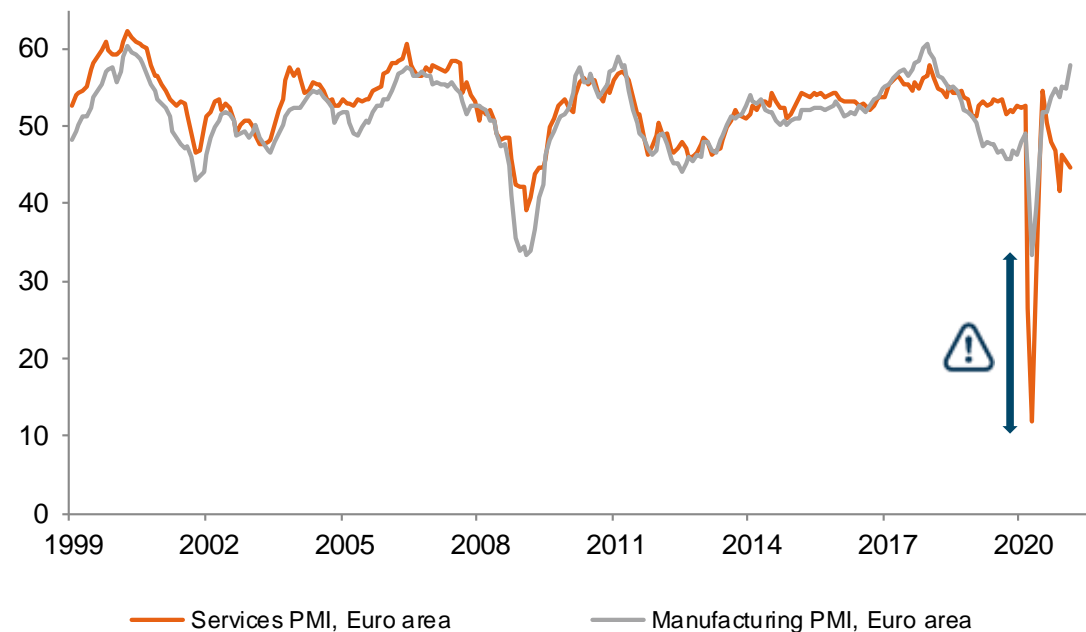


# Les bonnes nouvelles économiques sont le moteur de l'expansion

## L'expansion des PMI manufacturiers s'accélère



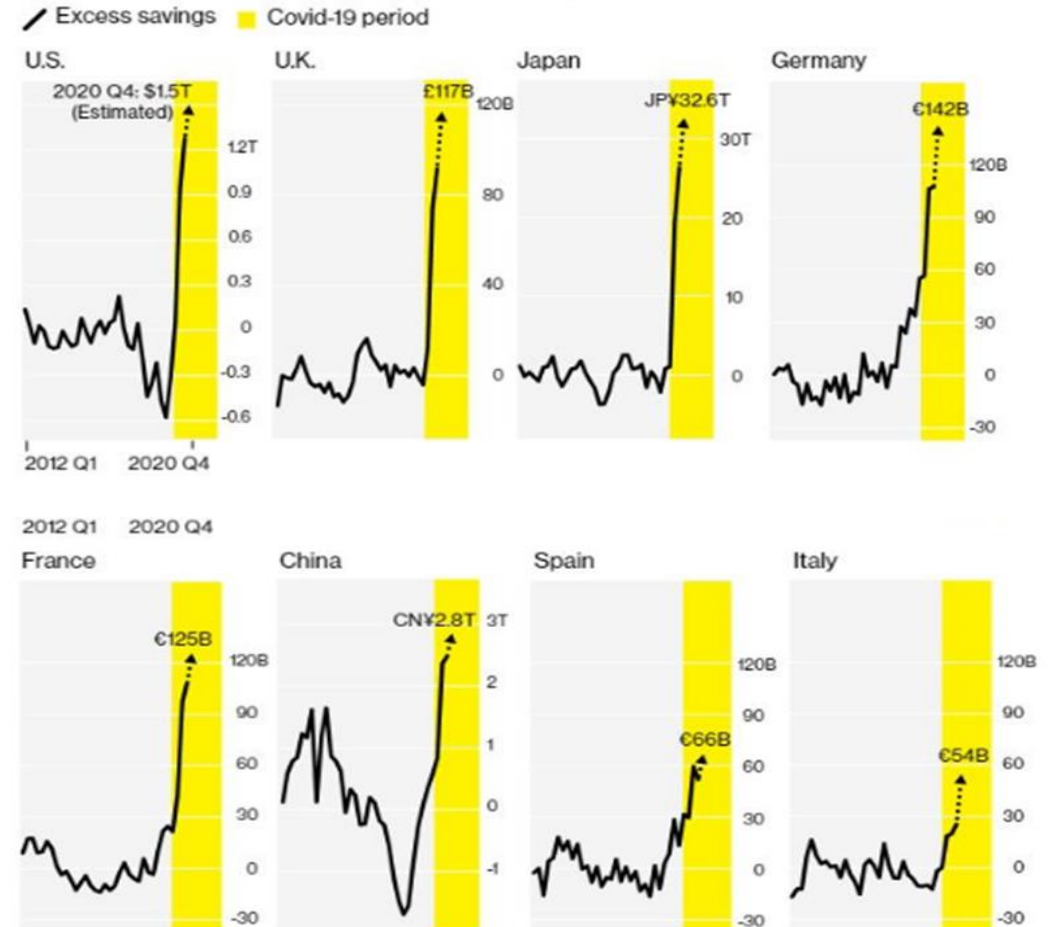
## Services vs Industrie : un grand écart à combler



# Un boom de la consommation se profile



- 1 Le « reflation trade » pourrait bien passer à la phase suivante avec la réouverture de l'économie.
- 2 L'impact des restrictions de déplacement sur la consommation, combiné à la hausse des revenus stimulée par le plan de relance, ont laissé aux consommateurs d'importantes réserves d'épargne.
- 3 L'excédent d'épargne des ménages a fortement augmenté dans le monde...

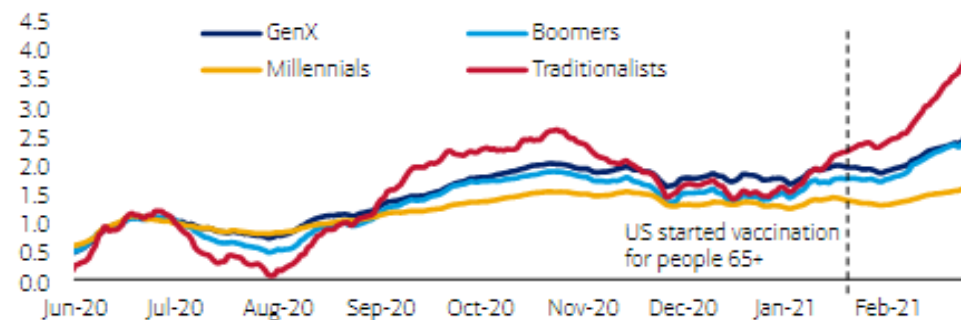


# Comprendre le comportement post-vaccinal



Les personnes âgées de 73 à 92 ans (« Traditionalists ») ont fortement augmenté leurs dépenses auprès des compagnies aériennes depuis le lancement des campagnes de vaccination.

BAC airline spending, index, June 2020 average =1 for each demographic group, 14-day moving average

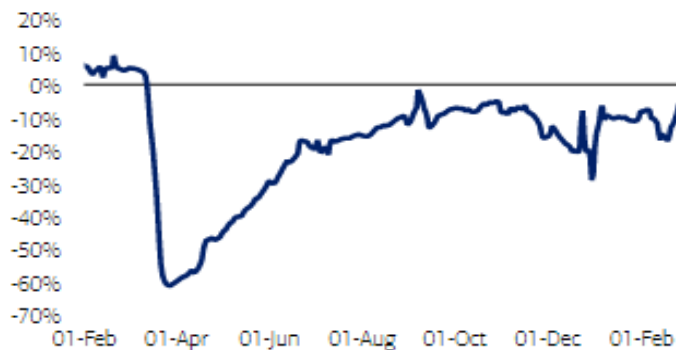


Les dépenses auprès des compagnies aériennes sont en hausse

(daily % yoy of the 7-day moving average of spending levels)

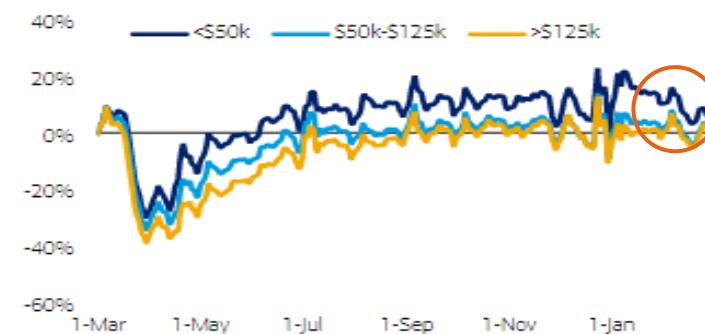


Les dépenses dans les restaurants et les bars ont connu des améliorations notables



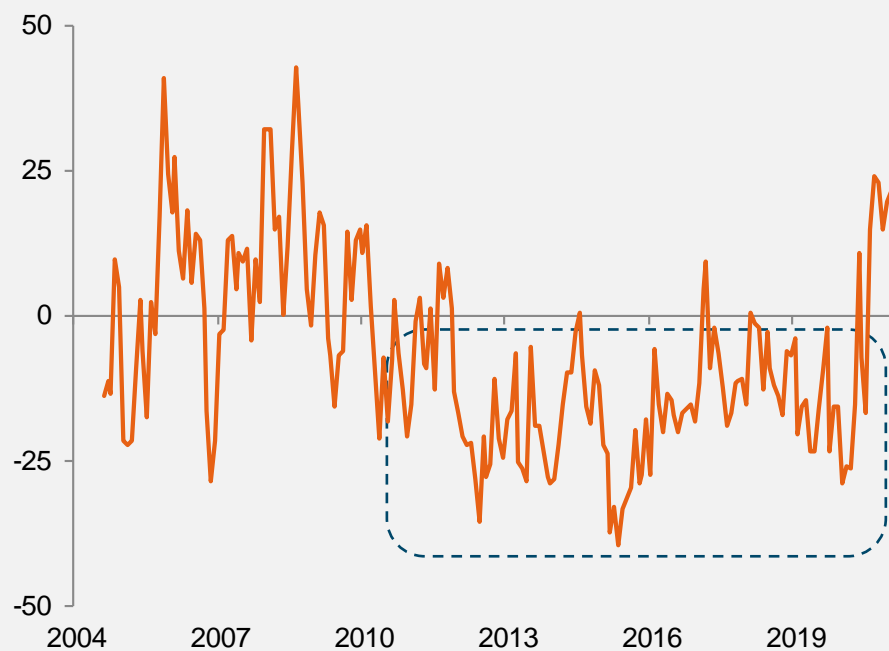
Les dépenses totales par carte des ménages les plus modestes ont ralenti récemment

(daily % yoy of the 7-day moving average of spending levels)



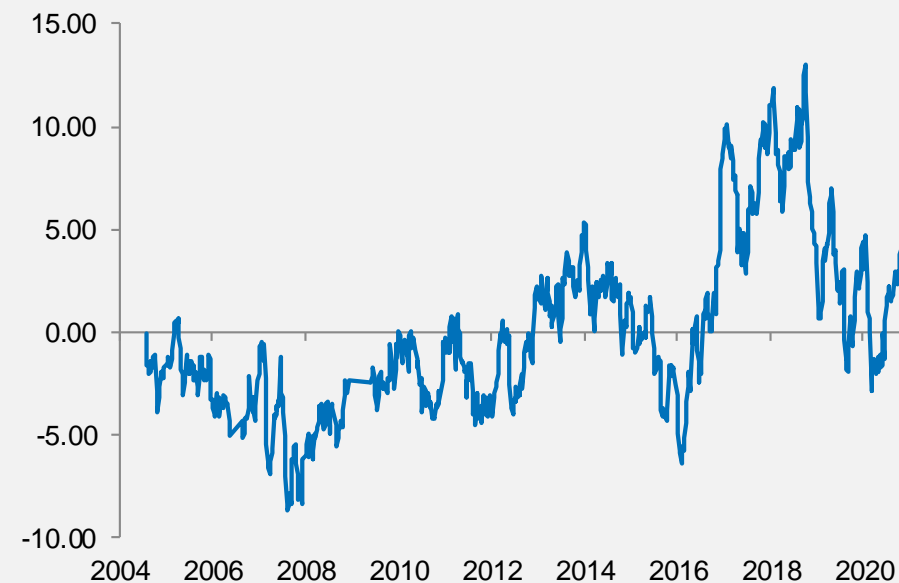
# Reflation = REprise + inFLATION

Le flux de nouvelles récentes marque un changement par rapport à plus d'une décennie de surprises négatives sur l'inflation



— Inflation surprises in the US

En conséquence, le positionnement "reflation" a repris du terrain



— Positionnement "Reflation" (VIX, Short JPY, Short 10y, 3m eurodollar, Oil, Copper, SPX), Z-score

# Facteurs de hausse des rendements obligataires

## 1 Choc de la demande

Quand les rendements obligataires, les anticipations d'inflation et les valorisations des actions progressent en parallèle, cela peut être attribué à une demande plus forte, poussant la croissance et l'inflation à la hausse

## 2 Choc de l'offre - 1973

Quand les rendements obligataires et les anticipations d'inflation progressent, mais que les valorisations des actions diminuent, cela peut être attribué à un choc d'offre - comme une baisse de l'offre de pétrole - qui pousse l'inflation à la hausse mais freine la croissance

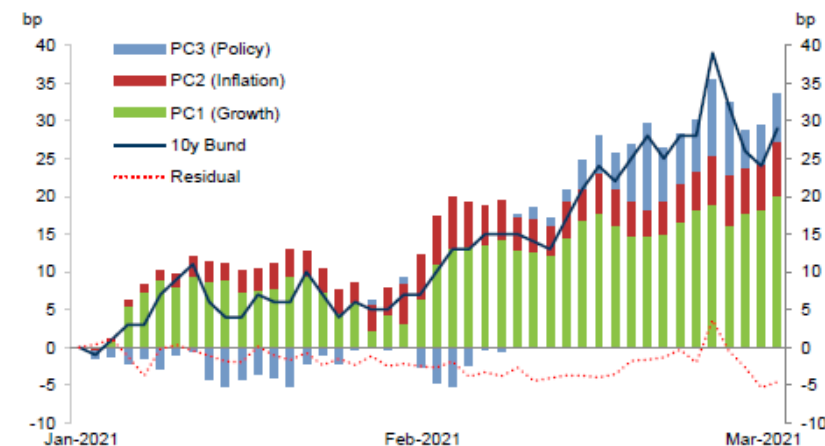
## 3 Choc de politique monétaire - 2013

Si les rendements obligataires augmentent mais que les valorisations des actions et les anticipations d'inflation diminuent, cela peut être attribué aux anticipations de resserrement des conditions monétaires

## Facteurs de rendement des obligations

	Demand shock	Supply shock	Monetary Policy shock
10y Yield	+	+	+
S&P500 CAPE	+	-	-
Inflation expectations	+	+	-

## Décomposition des facteurs de rendement obligataire



Source: Goldman Sachs Global Investment Research

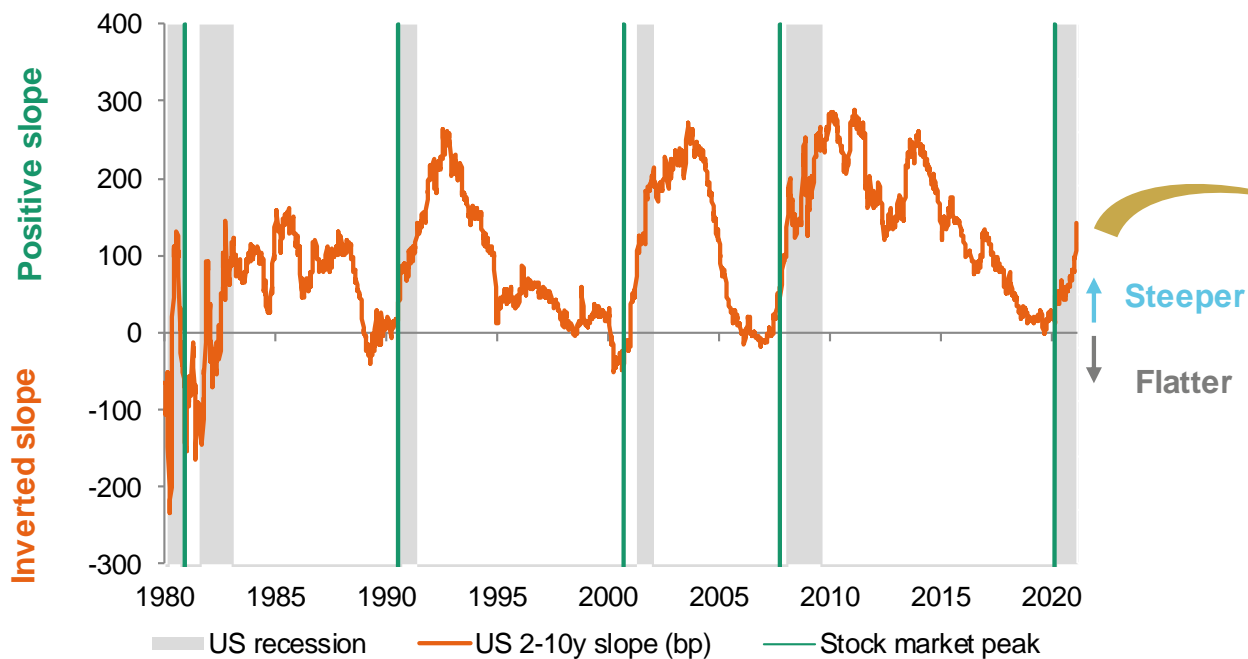


# L'impact sur les obligations et les actions

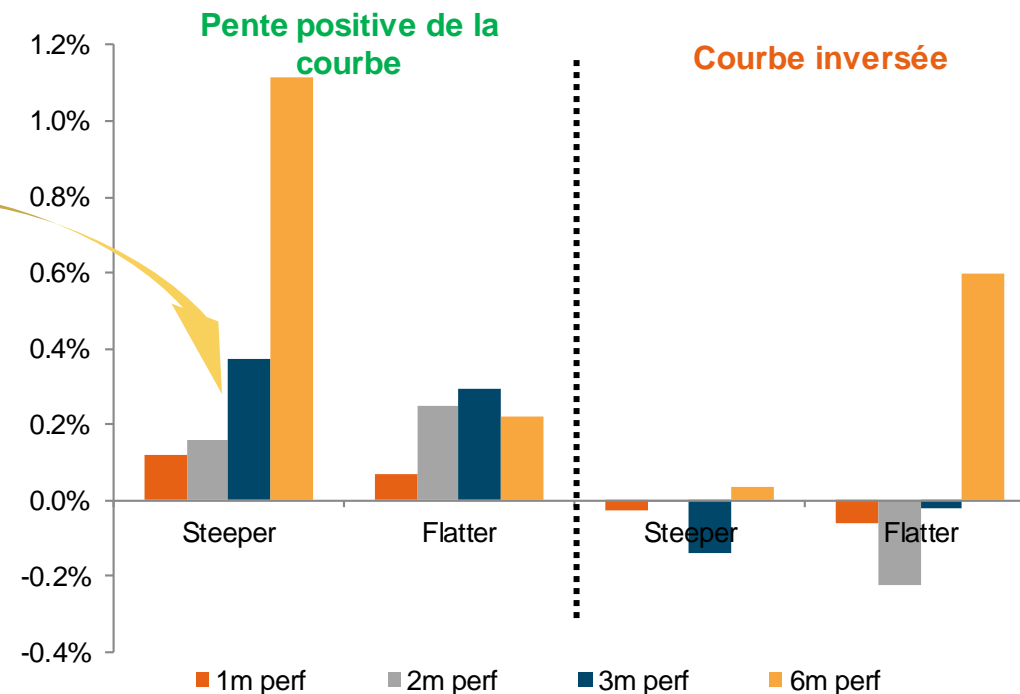


Historiquement, le meilleur environnement pour les actions est une pente des taux positive avec un mouvement de pentification de la courbe des taux.

### Courbe des taux US , pics boursiers et phases de récession



### Performances moyennes du S&P500 sur différents horizons temporels en fonction de l'environnement de la courbe des taux



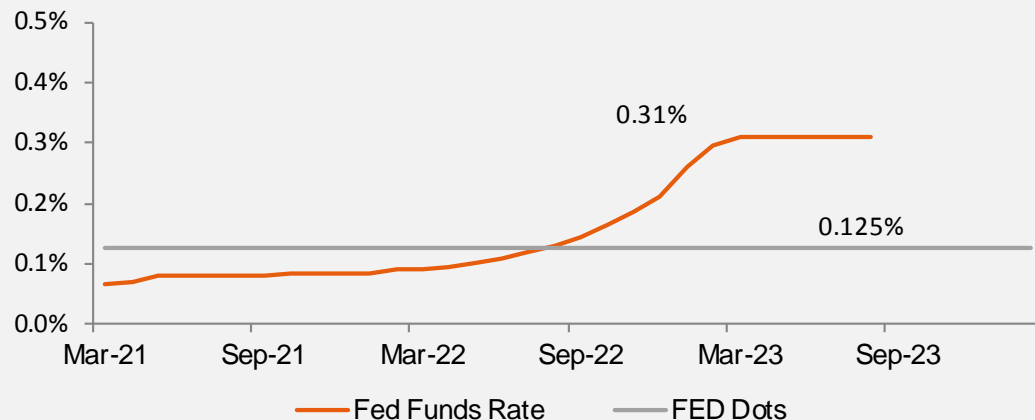
© All rights reserved

Sources: Bloomberg®, CandriamCross Asset Strategy

# La crédibilité des banques centrales est essentielle dans cette phase de transition



## Taux de la Fed vs Anticipations

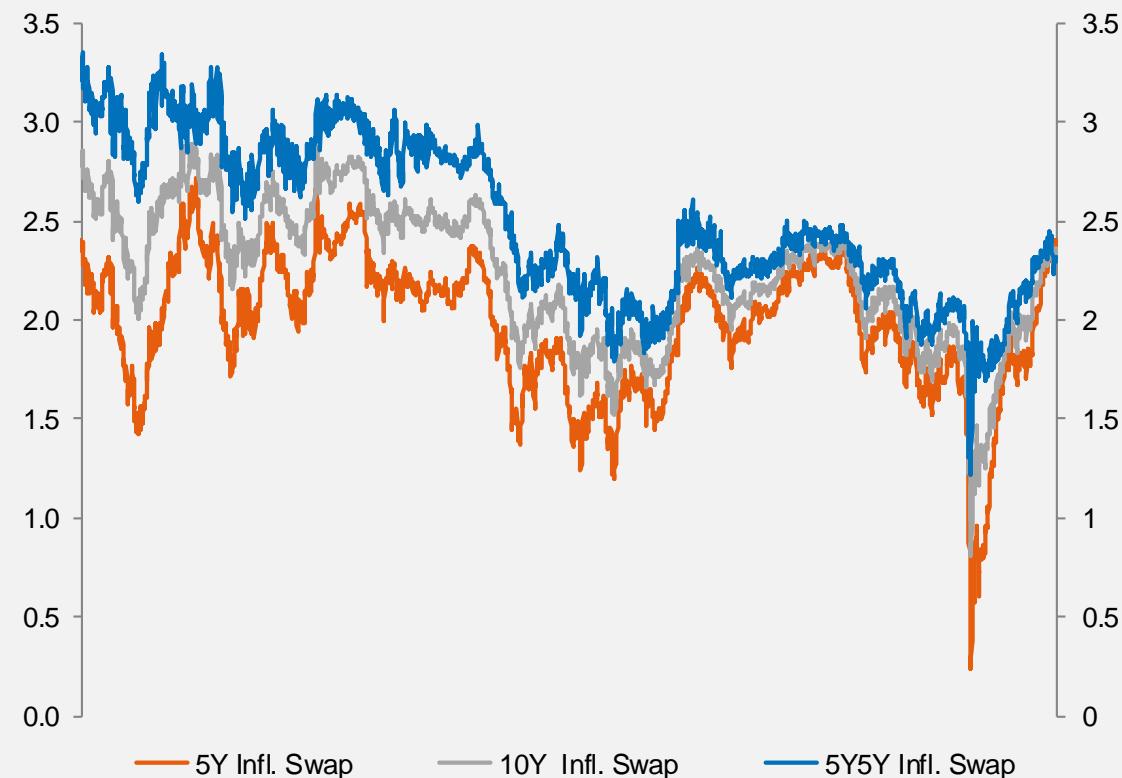


## US: les plus récents resserrements du soutien monétaire

	Date	Delay between event and date of first rates increase (in months)
Tapering Announcements	Sep-13	-26
End of QE 3	Oct-14	-13
First Rates Increase	Dec-15	0
Balance Sheet Reduction	Sep-17	22

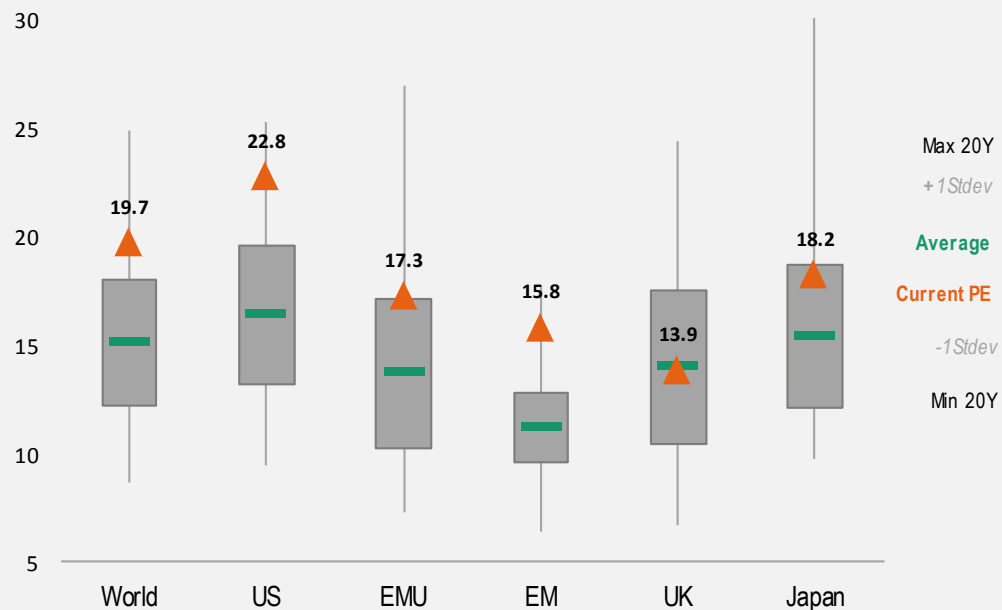


## Swaps d'inflation US

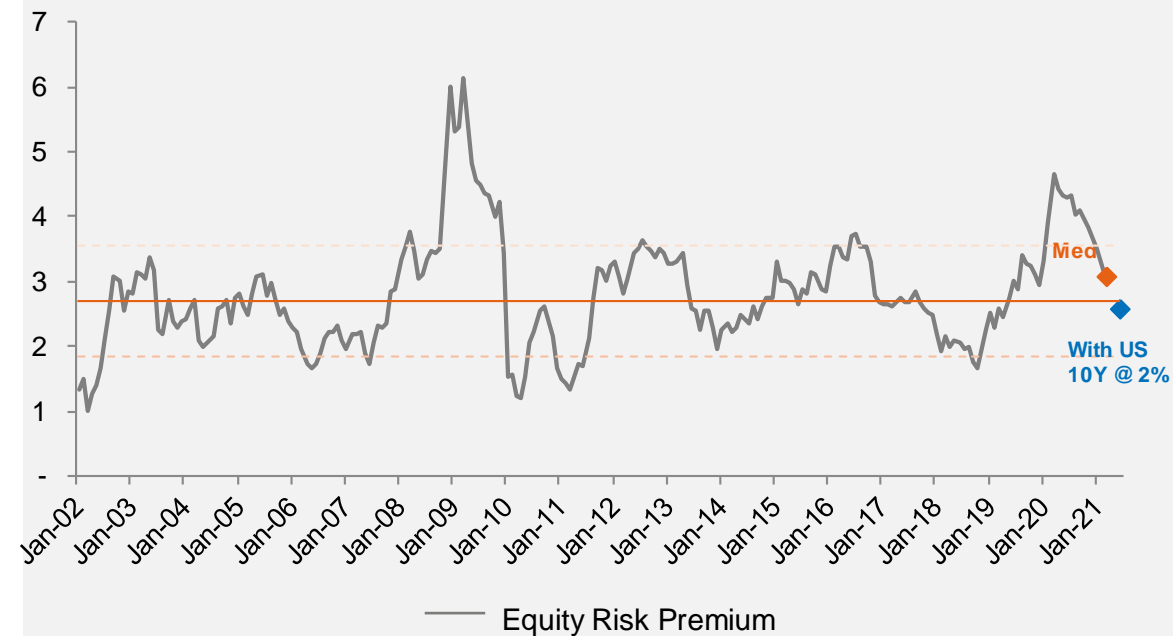


# Valorisation des actions, plus attractive que les obligations

## PE 12 months Forward

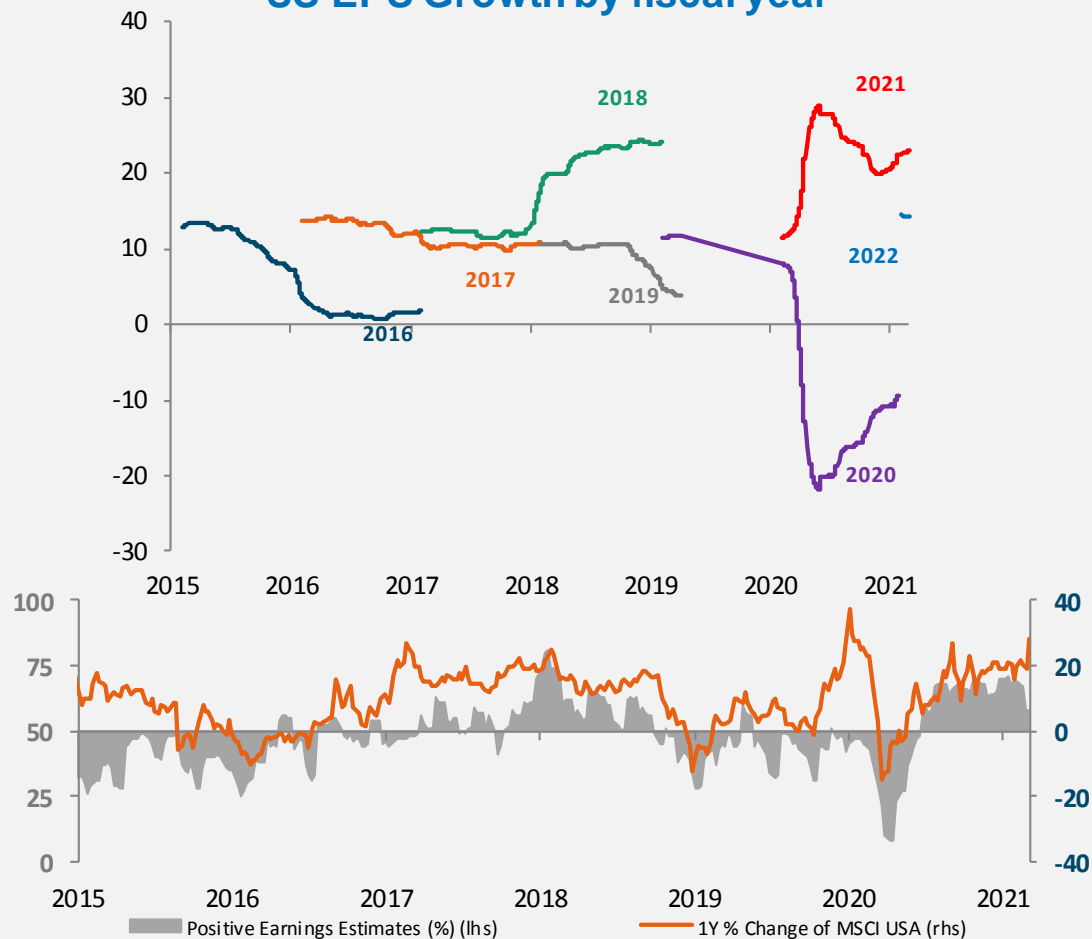


## US Prime de Risque Actions

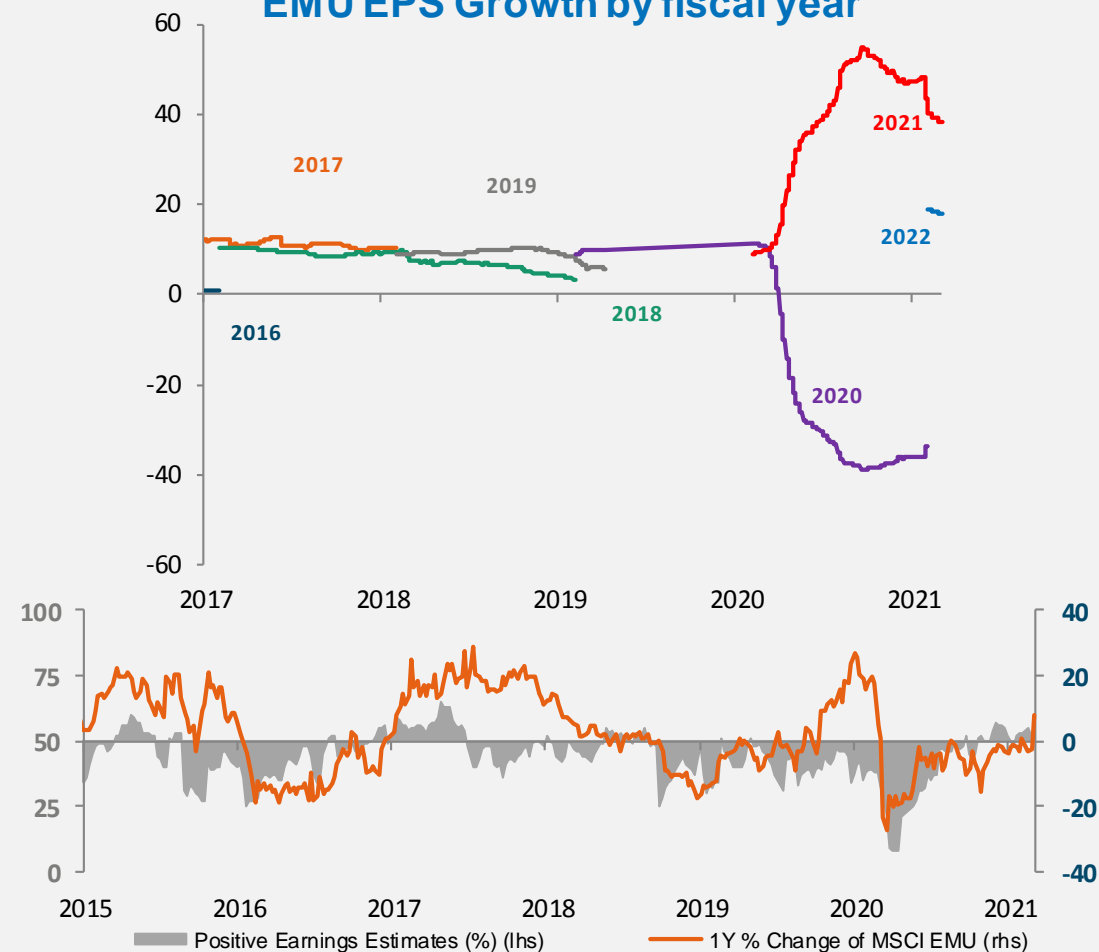


# La croissance des bénéfices va être le principal moteur de hausse

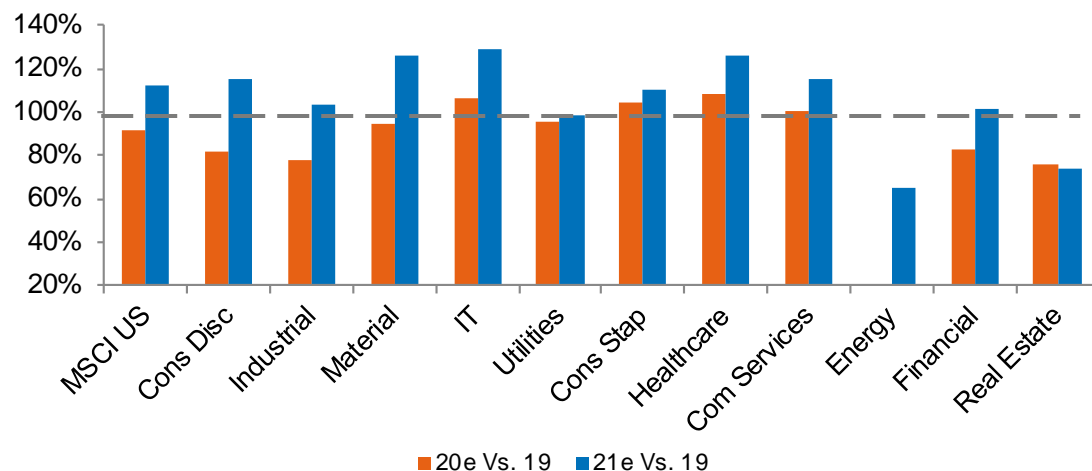
### US EPS Growth by fiscal year



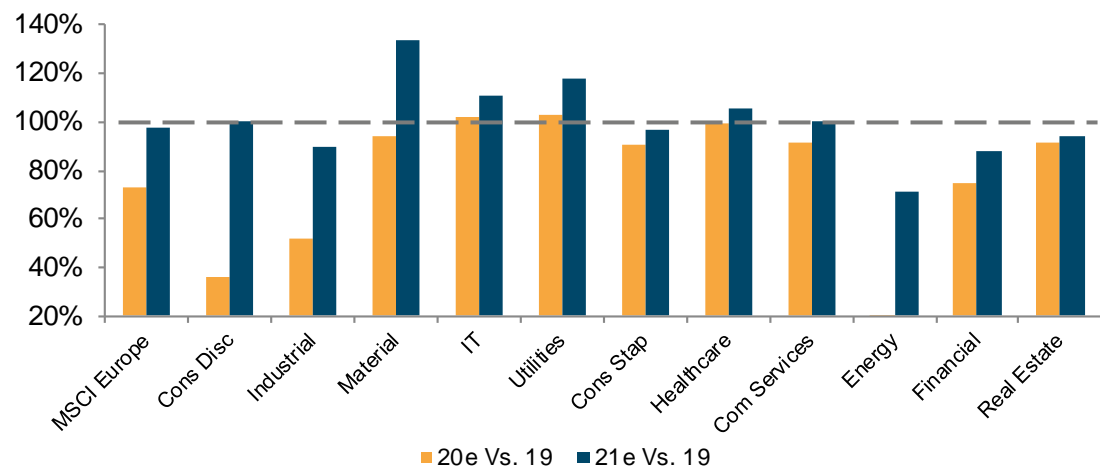
### EMU EPS Growth by fiscal year



# Reprise forte des bénéfiques attendue en 2021



- » Aux États-Unis, grâce à la résilience des secteurs IT, Services de Communication, Santé et consommation non cyclique, les bénéfiques en 2020 ont **moins souffert que prévu**.
- » Pour 2021, les analystes prévoient des bénéfiques supérieurs de 19 % à ceux de 2019.

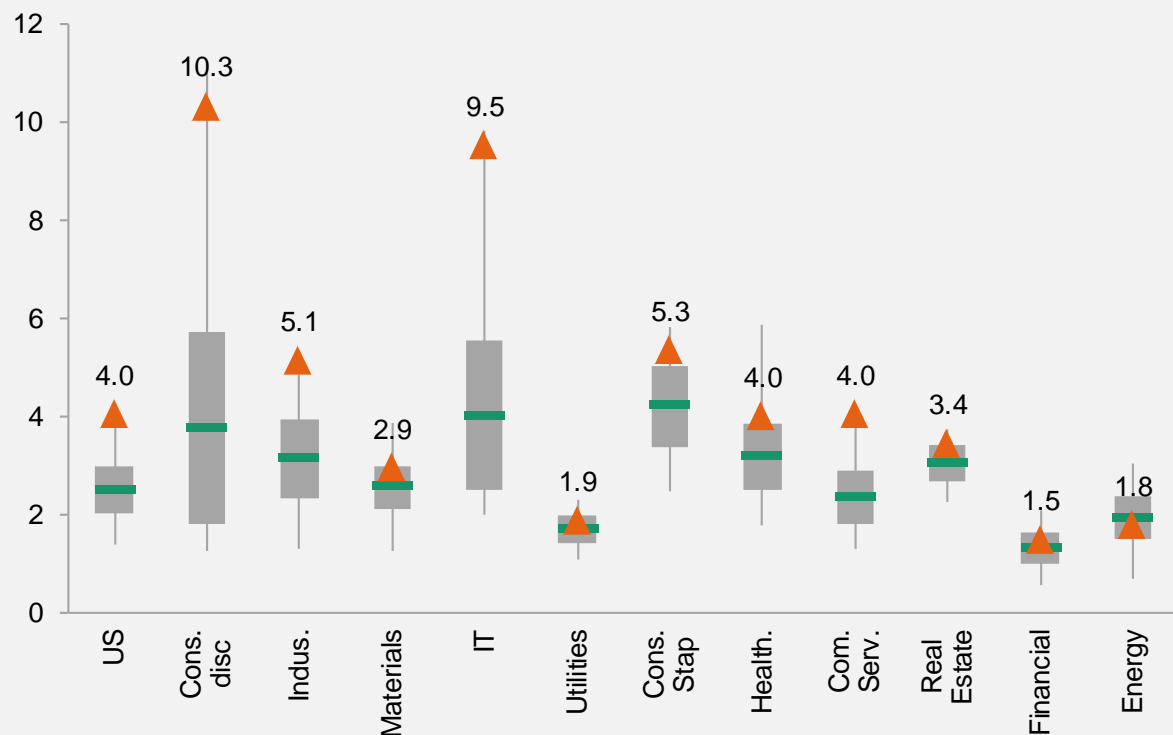


- » Les bénéfiques des entreprises européennes ont été beaucoup plus touchés par la crise de Covid mais devraient retrouver en 2021 leur niveau de 2019.

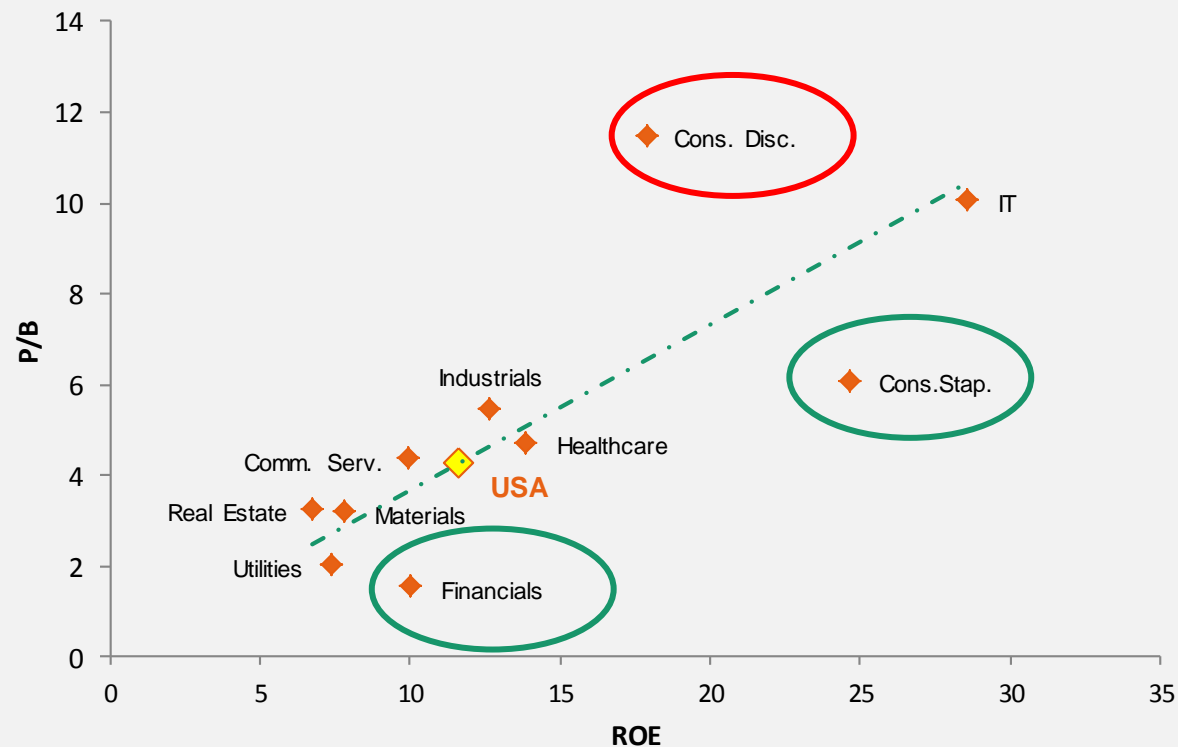


# Secteurs américains : des valorisations globalement cohérentes avec la profitabilité

Valorisation des secteurs US (P/BV)



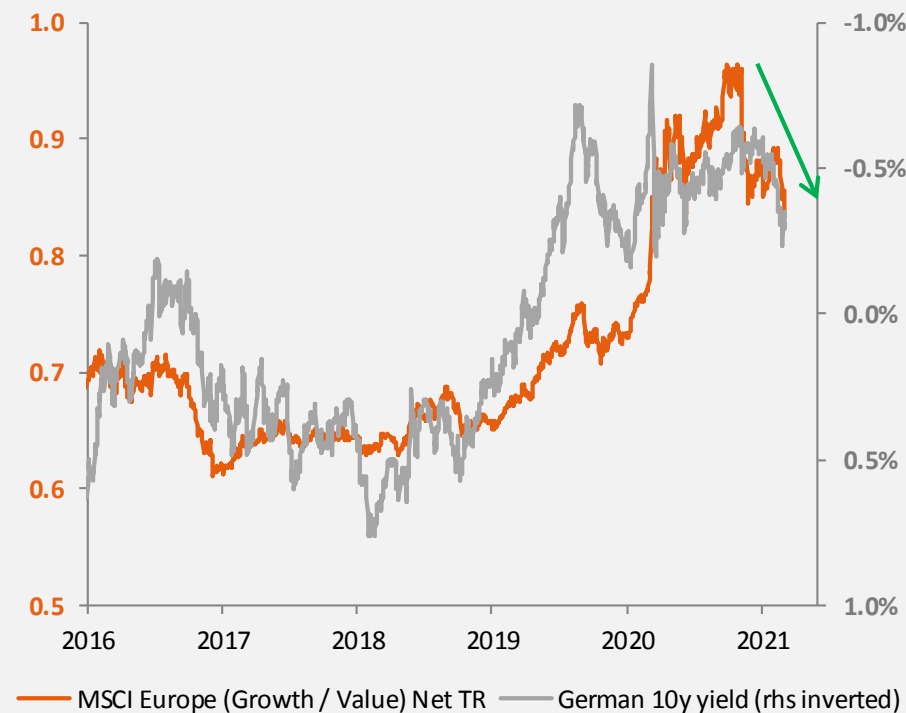
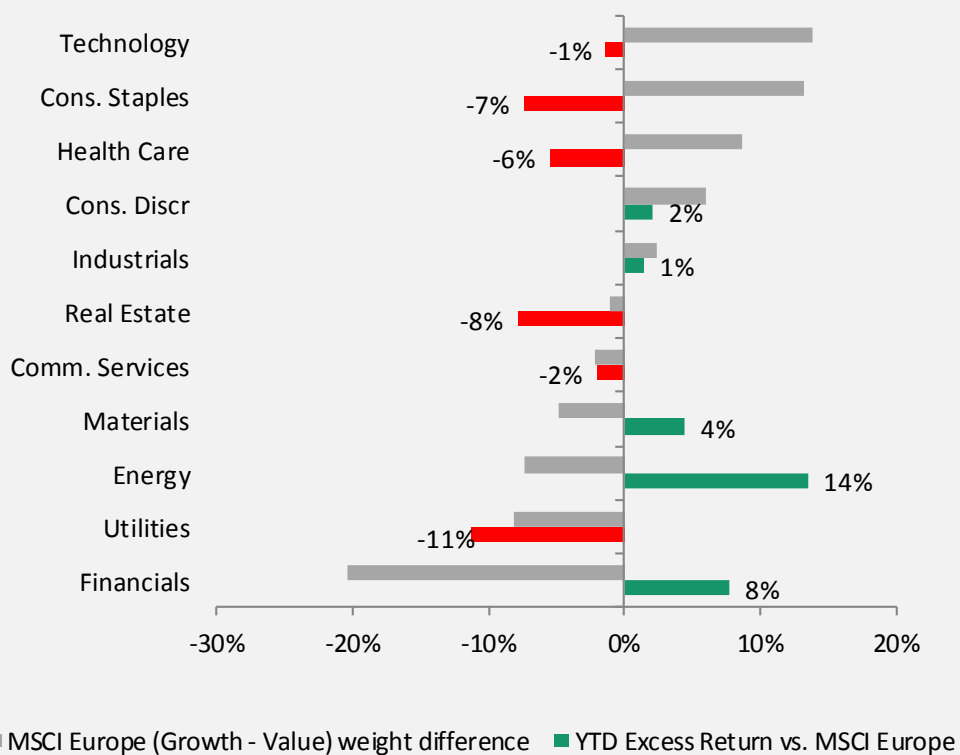
ROE vs P/B – Secteurs US



# Rotation des actions en faveur des titres « value »

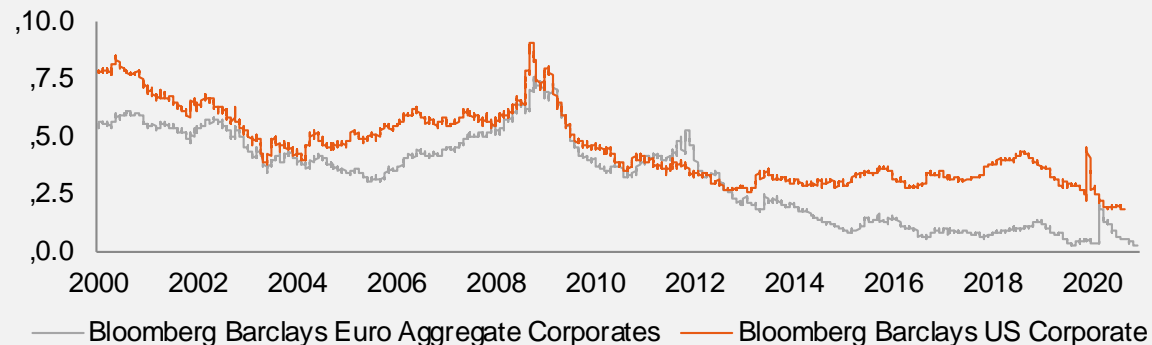


Plus de rattrapage à prévoir



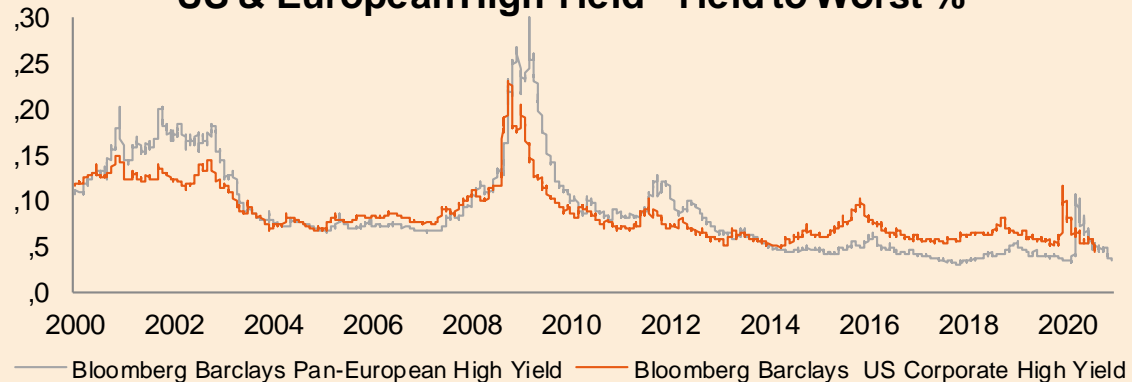
# Au sein du crédit, la quête du rendement se poursuit

## US & European Invest. Grade - Yield to Worst %



Les spreads sont revenus à des niveaux historiquement bas, ne laissant que peu de place à l'appréciation...

## US & European High Yield - Yield to Worst %





# Or : un environnement plus tendu sur le court terme

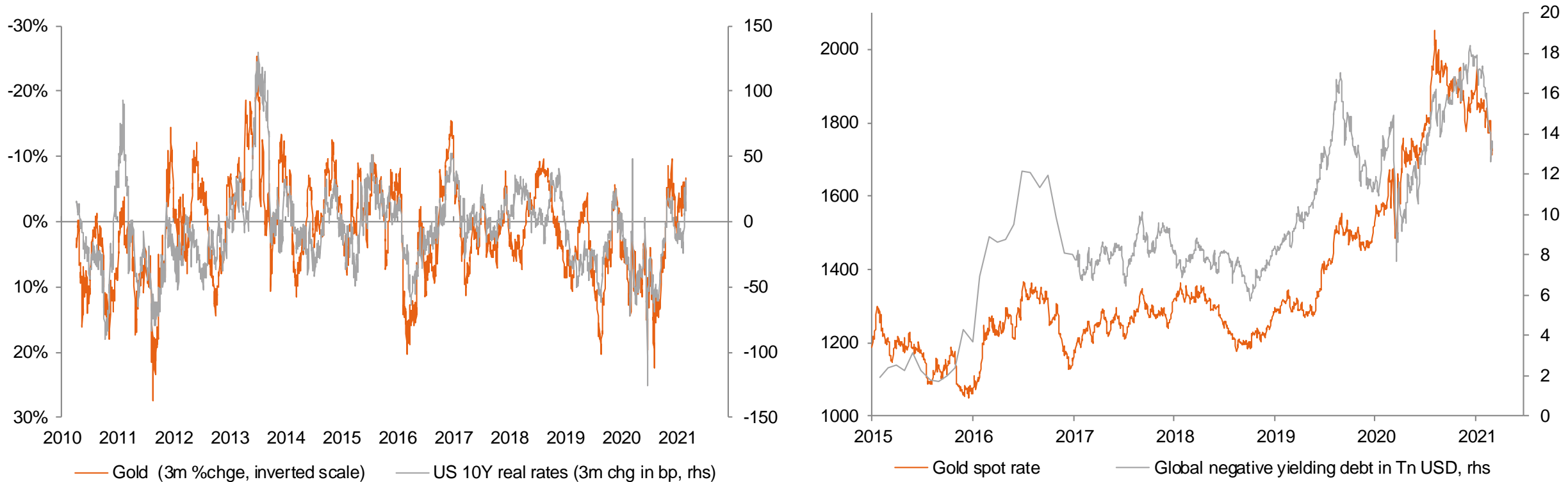


## Ce que l'on a observé...

Une forte **corrélation négative** avec la variation des taux réels (à -0.9)

Attractivité relative de l'or **challengeée** par la **hausse des rendements obligataires**

Pic des **obligations à rendement négatif** À mi-décembre

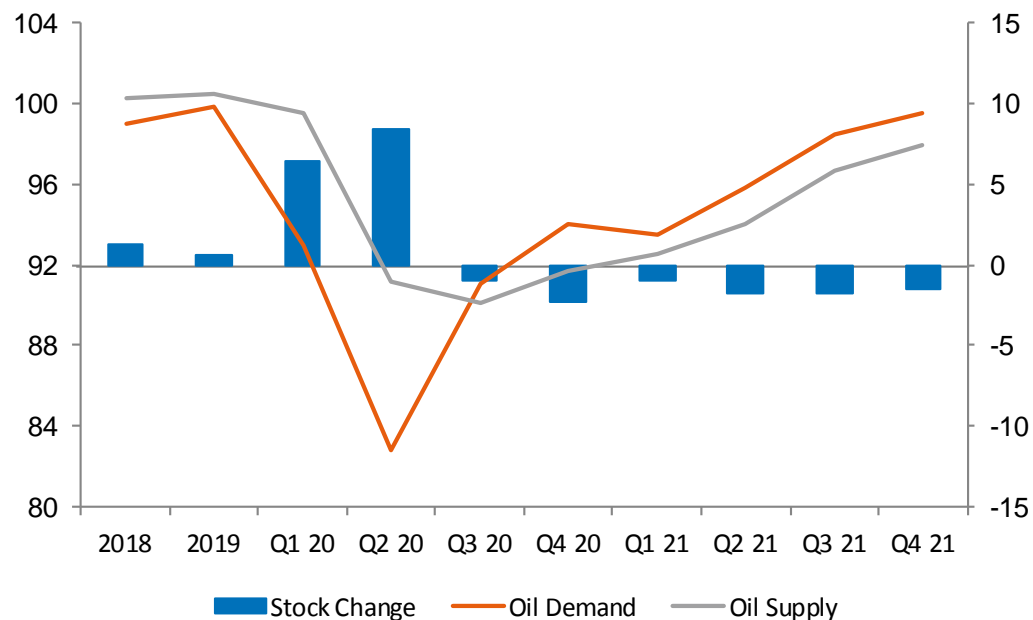


© All rights reserved

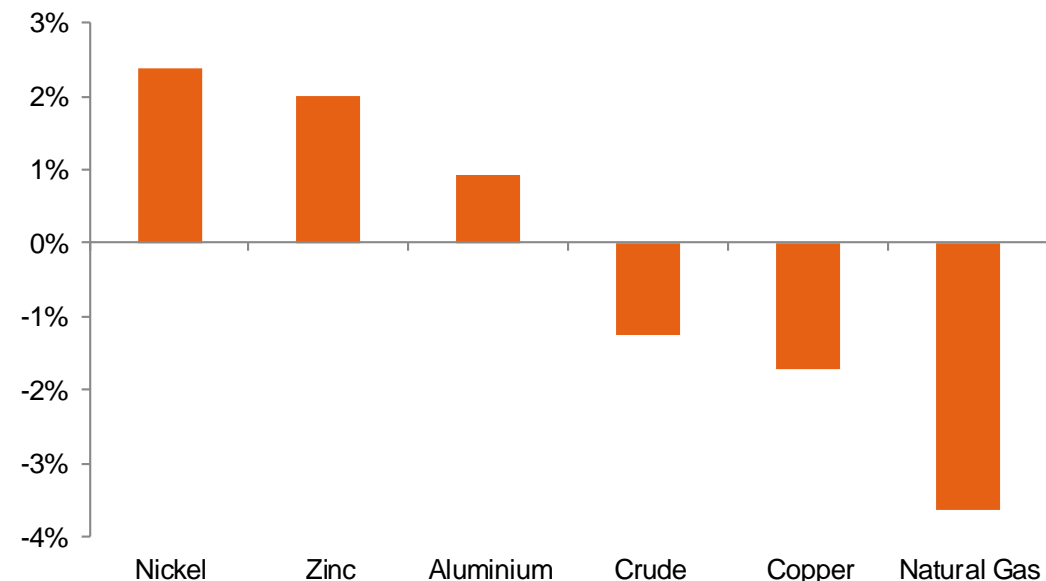
Sources: Bloomberg®, Candriam Cross Asset Strategy

# Matières premières : des contraintes d'offres différentes

L'offre du pétrole augmente mais devrait rester en dessous du niveau de croissance de la demande en 2021



Matières premières – équilibre offre – demande en % de la demande en 2021



# Messages clés



## Reprise attendue ...

... plus globale et plus solide

Des marchés en transition vers une normalisation



## Hausse de l'incertitude sur les politiques monétaires

Mais des taux plus élevés et une pentification de la courbe restent compatibles avec une hausse des actions tant que la croissance économique accélère



## La hausse des taux sera limitée par...

... l'intervention des banques centrales et la disparition progressive de l'argument: "Il n'y a pas d'alternative"

La crédibilité des banques centrales est essentielle pour entrer dans un régime de croissance



## Nouveau leadership pour les titres «value»

Favorisant les titres européens et les flux entrants d'actions



## Positionnement pour un "reflation trade"

Positif sur les actions européennes, bancaires, small cap, matières premières; négatif sur les obligations gouvernementales

Implications pour l'allocation d'actif



## Une approche équilibrée

Se positionner pour la suite: consommation non cyclique (US, Europe), les gagnants de long terme (Ecologie, actions domestiques chinoises, Dax, Santé)

Ce document est publié pour information uniquement, il ne constitue pas une offre d'achat ou de vente d'instruments financiers, ni un conseil en investissement et ne confirme aucune transaction, sauf convention contraire expresse. Bien que Candriam sélectionne soigneusement les données et sources utilisées, des erreurs ou omissions ne peuvent pas être exclues a priori. Candriam ne peut être tenue responsable de dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce document. Les droits de propriété intellectuelle de Candriam doivent être respectés à tout moment; le contenu de ce document ne peut être reproduit sans accord écrit préalable.

**Attention :** les performances passées, les simulations de performances passées et les prévisions de performances futures d'un instrument financier, d'un indice financier, d'une stratégie ou d'un service d'investissement ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas garanties.

Les performances brutes peuvent être influencées par des commissions, redevances et autres charges. Les performances exprimées dans une autre monnaie que celle du pays de résidence de l'investisseur subissent les fluctuations du taux de change, pouvant avoir un impact positif ou négatif sur les gains. Si ce document fait référence à un traitement fiscal particulier, une telle information dépend de la situation individuelle de chaque investisseur et peut évoluer.

Candriam recommande aux investisseurs de consulter sur son site [www.candriam.com](http://www.candriam.com) les informations clés pour l'investisseur, le prospectus et tout autre information pertinente avant d'investir dans un de ses fonds y inclue la valeur liquidative des fonds. Ces informations sont disponibles en anglais ou dans une langue nationale pour chaque pays où le fonds est autorisé à la commercialisation.



## BUREAUX DE REPRÉSENTATION

---

AMSTERDAM  
DUBAI  
FRANCFORT  
GENÈVE  
ZURICH  
MADRID  
MILAN  
NEW YORK

## CENTRES DE GESTION

---

LUXEMBOURG  
BRUXELLES  
PARIS  
LONDRES

