THÉMATIQUE

"Write hard and clear about what hurts"

Ernest Hemingway

DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views

PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

L'alphabet ne suffit pas pour décrire la reprise

Les économistes ont souvent utilisé l'alphabet pour illustrer le profil de la reprise. Mais, une simple lettre ne saurait suffire, et, en définitive, la forme de la reprise dépendra de la durée de l'épidémie tandis que la désynchronisation des cycles mènera à une diversification géographique plus traditionnelle.

Quel profil de reprise : U, V, W, L, K ? Ou quelle autre ?

Les économistes ont souvent utilisé l'alphabet (latin) pour illustrer le profil de la reprise post-Covid-19. Les lettres V, U, L, W et plus récemment K ont été (et sont toujours) abondamment utilisées, souvent sans préciser l'horizon temporel de l'analyse ou ses hypothèses sous-jacentes en termes de durée de l'épidémie et en tout cas sans distinguer entre les variables économiques (parle-t-on de PIB, de PIB par habitant ou d'emploi ?).

Tâchons de clarifier les choses. En termes de PIB, le V illustre assez bien la reprise en Chine et plus généralement dans les économies d'Asie du Nord. Le U (ou la figure d'un bol) permet (par opposition au V) d'illustrer une reprise lente qui ne permet pas un retour rapide aux niveaux de PIB d'avant-crise. Le W fait allusion à la possibilité de double creux en cas de deuxième vague. Le L représente une perte définitive de production potentielle. Certains ont également fait référence au symbole de la racine carrée (c'est-à-dire un long plateau pour le PIB après le rebond technique observé au troisième trimestre) tandis que les poètes annoncent même un profil de reprise « en aile d'oiseau ». Enfin, la reprise en K correspond à une reprise marquée par une augmentation (définitive ?) des fragmentations existantes : une augmentation des inégalités avec des divergences sectorielles durables.

Le problème du K…

La lettre K vise à illustrer les tendances divergentes entre les régions, les pays, et les secteurs, dont certains se redressent et même prospèrent tandis que d'autres ne se redressent pas et pourraient même s'effondrer.

Cette tendance peut-être provisoire dans le monde de l'après-Covid-19 pourrait être lourde de conséquences pour les marchés financiers. En effet, il y a une différence significative entre un simple retard et une divergence sans grand espoir de rattrapage.

Pendant des décennies, le cycle économique mondial a connu des périodes de retard et d'avance entre l'Europe, l'Asie et les États-Unis. Toutefois, les régions et les secteurs sont liés les uns aux autres, tout comme les politiques budgétaires et monétaires et les marchés financiers. Un scénario en forme de K est une tout autre histoire, car des trajectoires de croissance nominale divergentes et prolongées pourraient rompre le lien entre les cycles économiques internationaux. Cela se traduirait à terme par des comportements de marché divergents, avec un impact spécifique sur les obligations et les devises.

Un deuxième aspect important du scénario en forme de K est que *les gagnants raflent tout*. En effet, les flux de capitaux suivent les segments à plus forte croissance. Ainsi, en l'absence de politiques de rééquilibrage, des bulles financières et une mauvaise allocation des ressources sont probables à

*« (Il faut) écrire de façon claire et précise sur ce qui fait mal »

THÉMATIQUE

long terme. Le K prolongé constitue un risque, car il ne peut pas être un scénario durable puisque, d'un point de vue politique, il est sous-optimal d'être témoin sans agir. Eh oui, les divergences fortes, mais temporaires évoquées par la lettre K rendront les stratégies de gestion factorielle moins efficaces et les investisseurs reviendront vers les stratégies classiques d'allocation géographique.

Une simple lettre ne saurait suffire

La crise du Covid-19 laissera des cicatrices d'autant plus persistantes et profondes que l'épidémie durera longtemps. Il existe des preuves empiriques que les épidémies avec un taux de mortalité élevé ont un impact direct sur la croissance potentielle (en raison du choc démographique) et peu d'impact sur les inégalités. À l'inverse, une « épidémie bénigne » comme celle du Covid-19 — dont le taux de mortalité est faible par rapport aux épidémies passées — n'a pas d'impact sur la démographie, mais tend à accroître les inégalités, ce qui peut indirectement peser sur la croissance potentielle. En fin de compte, c'est de la durée de l'épidémie (qui est une variable exogène) que dépendra la forme de la reprise et les lettres de l'alphabet peuvent s'avérer trompeuses. Notre hypothèse de travail est qu'aucun vaccin ni traitement ne sera disponible avant le second semestre 2021, ce qui laisse la porte grande ouverte à un profil de croissance erratique à court terme et tend finalement à confirmer notre scénario central d'une reprise lente, inégale et à plusieurs vitesses selon les pays et les secteurs.

Achevé de rédiger le 23/10/2020

Amundi | Research
ASSET MANAGEMENT

CROSS ASSET
INVESTMENT STRATEGY

Novembre 2020 # 11

Amundi Research Center

Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.mscibarra.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et règlementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437574452 RCS Paris www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Sensay

Directeur de la publication
BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

Rédacteur en chef
DEFEND Monica, *Responsable de la Recherche Groupe*

Avec la contribution de la Recherche Groupe
AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés*
BELLAICHE Mickael, *Stratégiste Taux*
BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*
BERTONCINI Sergio, *Stratégiste Senior Taux*
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*
HUANG Claire, *Macrostratégiste, Marchés Émergents*
CESARINI Federico, *Stratégiste Cross Asset*

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit
BERTINO Claudia, *Responsable d'Amundi Investment Insights Unit*
FIOROT Laura, *Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit*
DHINGRA Ujjwal, *Amundi Investment Insights Unit*

Conception et support
BERGER Pia, *équipe de Recherche*
PONCET Benoit, *équipe de Recherche*

Rédacteurs en chef adjoints
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*

DELBO' Debora, *Stratégiste Senior Marchés Émergents*
DROZDZIK Patryk, *Marchés émergents, Économiste*
GEORGES Delphine, *Stratégiste Taux*
HERVE Karine, *Marchés émergents, Économiste Sénior*
LEONARDI Michele, *Analyste Cross Asset*
MIJOT Eric, *Responsable de la Stratégie sur les Marchés Développés*
LETORT Valérie, *Stratégiste Taux*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*

LICCARDO Giovanni, *Amundi Investment Insights Unit*
PANELLI Francesca, *Amundi Investment Insights Unit*

Document à l'usage exclusif des clients professionnels, prestataires de services d'investissement et autres professionnels du secteur financier