LE THÈME DU MOIS

Contraction > reprise > fin de cycle : trois ans pour boucler la boucle

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions en fin 2019, avec des conséquences se prolongeant sur le moyen terme. Après une forte contraction en 2020, 2021 sera marquée par une « reprise » du cycle de croissance et des bénéfices accompagnée d'un rebond des actifs risqués, avant une normalisation et un retour en fin de cycle en 2022.



ANNALISA USARDI, *CFA*
Économiste Sénior



CESARINI FEDERICO
Stratégiste Cross Asset



LORENZO PORTELLI
Responsable de la Recherche Cross Asset

Contexte macroéconomique

Le temps passant, la pandémie s'est propagée à l'échelle mondiale, évoluant rapidement de choc exogène sur la dynamique commerciale provenant de la Chine, en un choc endogène d'effondrement de la demande dans la plupart des pays confrontés à des interruptions forcées de l'activité.

Alors que les différents scénarios relatifs à l'épidémie et aux mesures de confinement qui s'y rapportent suggèrent une reprise par à-coups, avec notamment un risque de revers en cas de seconde vague d'épidémie et de confinement, les économies sont confrontées à un double choc, à la fois intérieur et extérieur.

La croissance du PIB réel devrait chuter aux premier, deuxième et troisième trimestres 2020 en raison de la pandémie et de la mise à l'arrêt de l'économie mondiale.

Sur le front de l'inflation, les faibles prix du pétrole et les sombres perspectives de croissance mondiale laissent entrevoir un ralentissement de l'inflation à court terme, l'inflation sous-jacente étant freinée par l'élargissement des écarts de production et l'inflation globale étant plombée par la baisse des prix du pétrole et des matières premières.

En raison de la spécificité des retombées économiques de la crise, des mesures budgétaires, monétaires et financières ciblées sont déployées pour soutenir les ménages et les entreprises à l'échelle des pays.

Partout dans le monde, les politiques monétaires ont réagi avec célérité face à l'urgence en s'attaquant à la situation avec de nouveaux outils pour assurer la liquidité des marchés et du système financier. La Réserve Fédérale a ramené son principal taux directeur à zéro, en mobilisant toute sa puissance de feu sur les taux d'intérêts qu'elle a abaissés de 150 points de base au total, tout en satisfaisant aux besoins budgétaires considérables grâce à un programme d'assouplissement quantitatif illimité (QE). La BCE, agissant par étapes, a finalement présenté un ensemble de mesures solides. Elle a agi sur la base d'objectifs préannoncés, en fournissant d'importantes liquidités au système financier, en augmentant considérablement son nouveau programme d'assouplissement quantitatif qui plafonne *de facto* les spreads intra-UEM et en soutenant les besoins de financement plus élevés des gouvernements.

La réponse budgétaire a été conséquente dans la plupart des économies avancées et de nombreux pays émergents ont également commencé à annoncer des mesures de soutien budgétaire importantes pour les secteurs qui ont été touchés. Ces mesures visent à réduire l'impact sur les ménages et les entreprises les plus durement touchés, tout en préservant les liens et les activités économiques au moment même où la pandémie leur impose une mise à l'arrêt. La dimension des dispositifs dépend de la marge de manœuvre budgétaire disponible au niveau national, bien que dans la zone euro, un effort plus coordonné commence progressivement à se mettre en place.

Prévisions à moyen terme de l'*Investment Phazer*: une contraction, suivie d'une reprise soutenue par des politiques coordonnées de grande ampleur et, finalement, une fin de cycle ou une reflation des actifs, si les banques centrales continuent à faire croître leurs bilans. La première phase se caractérise par une préférence pour la liquidité, les emprunts d'État, les obligations IG protégées par les banques centrales et l'or.

LE THÈME DU MOIS

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions fin 2019…

La prochaine étape consistera à se positionner sur les actions émergentes (premier entré, premier sorti), sur les métaux de base et sur la dette HY, dès que le cycle des bénéfices commencera à rebondir, tandis que la dernière étape consistera à se repositionner plus largement sur les actions des pays développés et sur l'ensemble des segments du crédit.

La pandémie a modifié le cycle des régimes financiers que nous envisagions fin 2019…

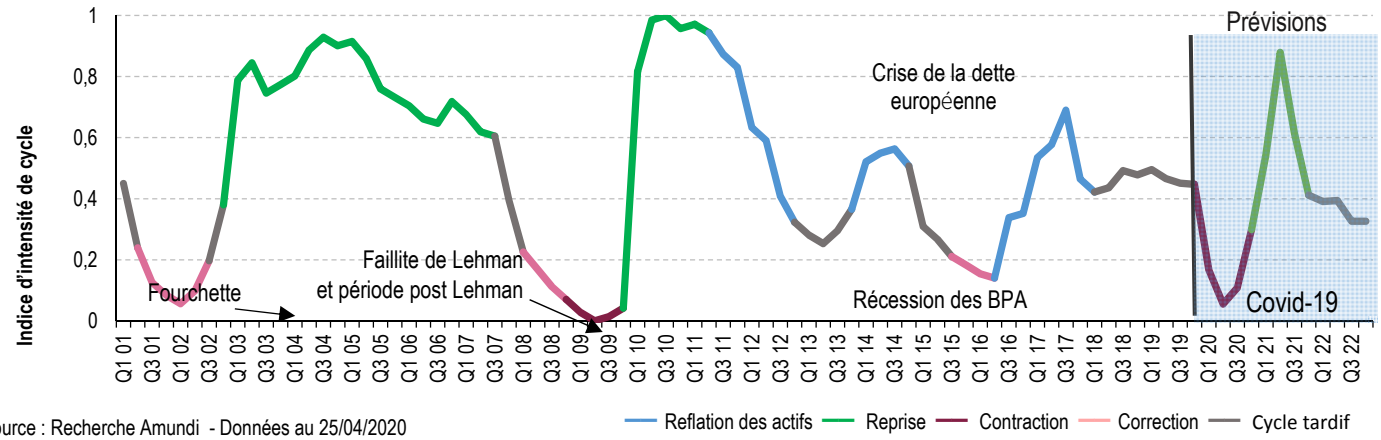
Notre évaluation macro-économique nous amenait à prévoir un régime financier de « contraction », mais les répercussions de la pandémie persisteront à moyen terme (trois ans), altérant le cycle financier jusqu'en 2022. En 2021, nous assisterons à une phase de « reprise » de la croissance et à un cycle de bénéfices soutenu par un soulagement de l'activité économique (ce qui altère nos prévisions antérieures d'un ralentissement économique accompagné d'une récession des bénéfices en 2021). En 2022, nous tablons sur une normalisation et une fin de cycle. Si les banques centrales maintiennent leur positionnement accommodant (principalement par l'expansion de leurs bilans), nous pourrions même passer à un régime de reflation des actifs (semblable à celui observé entre 2013 et 2017).

… alors qu'actuellement les prix, les multiples et les valorisations des actifs risqués ne tiennent pas compte du recul des bénéfices sur lequel nous tablons désormais pour 2020. La prochaine saison de publication des résultats est très incertaine, mais sera cruciale pour évaluer les dommages causés par le Covid-19 à l'économie réelle. Nous anticipons un effondrement au premier semestre 2020, suivi d'une reprise partielle au second semestre 2020 sous l'effet d'un assouplissement progressif des mesures de confinement dans le monde. La conséquence ultime devrait être une profonde récession des bénéfices. Dans notre scénario central, nous prévoyons une baisse de -25 % des BPA du S&P 500 en 2020 (la durée des périodes de confinement étant déterminante), suivie d'un rebond de même ampleur dans les 12 mois suivants. La nature hors normes de cette récession, la plus importante et la plus rapide depuis la grande dépression, devrait entraîner une reprise plus rapide que ce qui a généralement été constaté dans le passé. **La résilience des bénéfices et le sentiment des marchés aideraient les actions à enregistrer de nouveaux records en 2021-2022 sans pour autant que les valorisations ne soient trop tendues.** Les BPA d'exploitation devraient se montrer plus résistants et plus élevés en 2021 qu'avant le confinement de l'économie mondiale. Nous anticipons un redressement du S&P 500 d'environ 25 % en 2021, en parallèle du rebond des bénéfices. Nous estimons que l'indice pourrait également continuer à progresser en 2022, mais au rythme plus normal d'environ +8 %. Le risque est, par conséquent, orienté à la hausse et les performances moyennes (post correction du premier trimestre 2020) sur un horizon de trois ans devraient avoisiner les 10 %. Ce scénario, qui combine un rebond des BPA et de nouveaux records du S&P 500, est cohérent avec les rebonds passés consécutifs aux corrections des marchés actions et les ratios cours/bénéfices anticipés devraient se rapprocher de la médiane historique des ratios cours/bénéfices réalisés. De plus, les marchés ne seront pas chers en termes de valeur relative, car les taux d'intérêt devraient rester bas aidant le crédit à offrir de bonnes performances ajustées du risque.

LE THÈME DU MOIS

1/ Prévisions à moyen terme : Investment Phazer prospectif

Une contraction, suivie d'une reprise soutenue par des politiques coordonnées de grande ampleur et, finalement, un cycle tardif ou une reflation des actifs, si les banques centrales continuent à faire croître leurs bilans.



Source : Recherche Amundi - Données au 25/04/2020

Cartographie des régimes financiers d'après l'« Investment phazer »

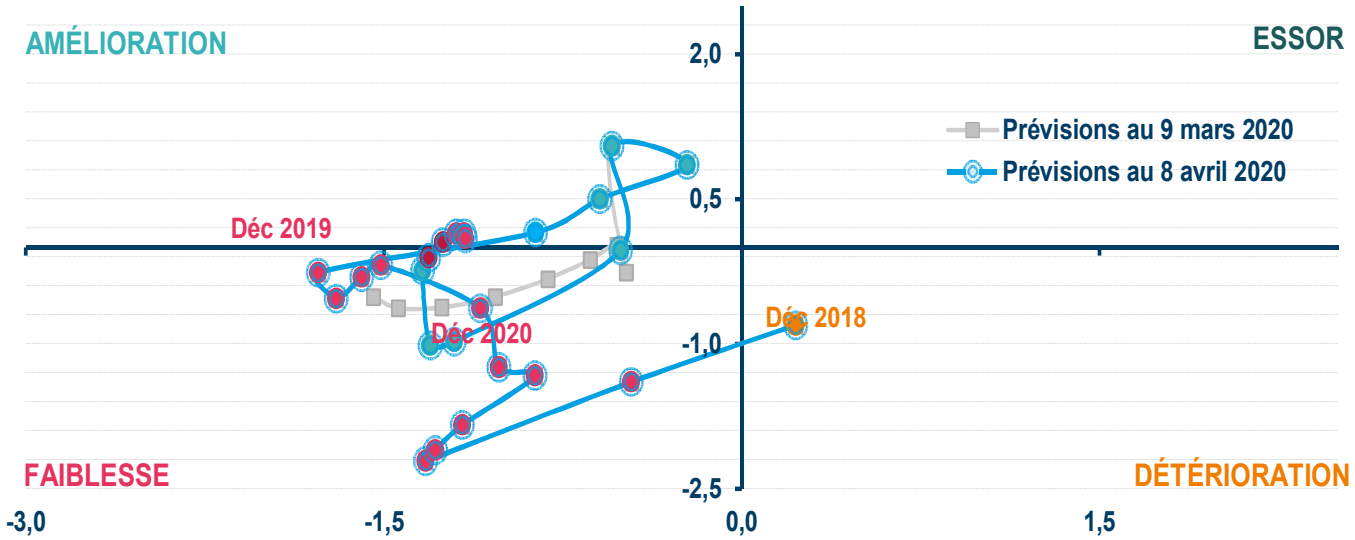
Régimes financiers	Comportement des paramètres macroéconomiques				Conséquences en matière d'investissement	
	Croissance	Inflation	Politique monétaire	Conditions financières	Conclusions Cross Asset	Préférences Cross Asset
Ralentissement	• Croissance inférieure à la tendance • Croissance des BPA inférieure à la tendance	• IPC, IPP inférieurs à la tendance • Chute en GA du CSU	• Politique monétaire souple conventionnelle • Croissance du bilan des BC aux niveaux tendanciels	• Les conditions financières commencent à devenir plus dures	• Actions mondiales pénalisées • Préférence pour le crédit IG plutôt que HY • L'or constitue une bonne couverture • Hausse de la volatilité	• Emprunts d'État • Or • Investment Grade
Contraction	• Croissance nettement inférieure à la tendance • Chute des BPA	• Inflation nettement inférieure à la tendance	• Banques centrales très accommodantes • Croissance excessive du bilan des BC	• Conditions financières durcies	• Crédit et actions mondiales peu attractifs • Refuge dans la qualité • Manque de confiance • Volatilité élevée	• Liquidités • Or • Emprunts d'État
Reflation des actifs	• Croissance en phase avec la tendance • Croissance des BPA supérieure à la tendance	• Inflation inférieure à la tendance	• Banques centrales très accommodantes • Croissance excessive du bilan des BC	• Conditions financières souples	• Hausse des actions internationales • Chute des rendements obligataires • La plupart des actifs se comportent bien • La volatilité reste faible	• Actions internationales • Haut rendement • Matières premières
Reprise	• Croissance nettement supérieure à la tendance • Forte croissance des BPA	• IPC, IPP supérieurs à la tendance • Croissance du CSU en GA supérieure à la tendance	• Politique monétaire conventionnelle sévère	• Conditions financières souples	• Les actifs risqués sont les plus attractifs • Rebond des matières premières et des actions émergentes • Volatilité élevée	• Haut rendement • Métaux de base • Actions ME
Cycle tardif	• Croissance légèrement supérieure à la tendance • Consolidation des BPA	• L'inflation se rapproche de la cible	• Correction des Banques centrales (moins accommodantes)	• Conditions financières souples	• Hausse des rendements obligataires • Consolidation des actions internationales • Rotation du HY vers les actions • Hausse de la volatilité	• Actions MD • Investment Grade • Haut rendement

LE THÈME DU MOIS

2/ / Vision à court terme : dynamique économique mondiale composite

Dynamique économique : évolutions de l'investment phazer

Dans une perspective à plus court terme, la pandémie a déclenché une séquence de « détresse ». Notre indice composite de la dynamique économique (Composite Economic Momentum Index - CEMI) est tombé dans le quart « Faiblesse » après l'effondrement des données prospectives en Asie et s'est encore aggravé lorsque la pandémie s'est déclarée en Europe. Les révisions à la baisse des bénéfices par action (BPA), qui atteignent des plus bas historiques, laissent peu d'espoir d'amélioration en 2020. Ceci est cohérent avec le régime financier de contraction signalé par l'Investment Phazer.

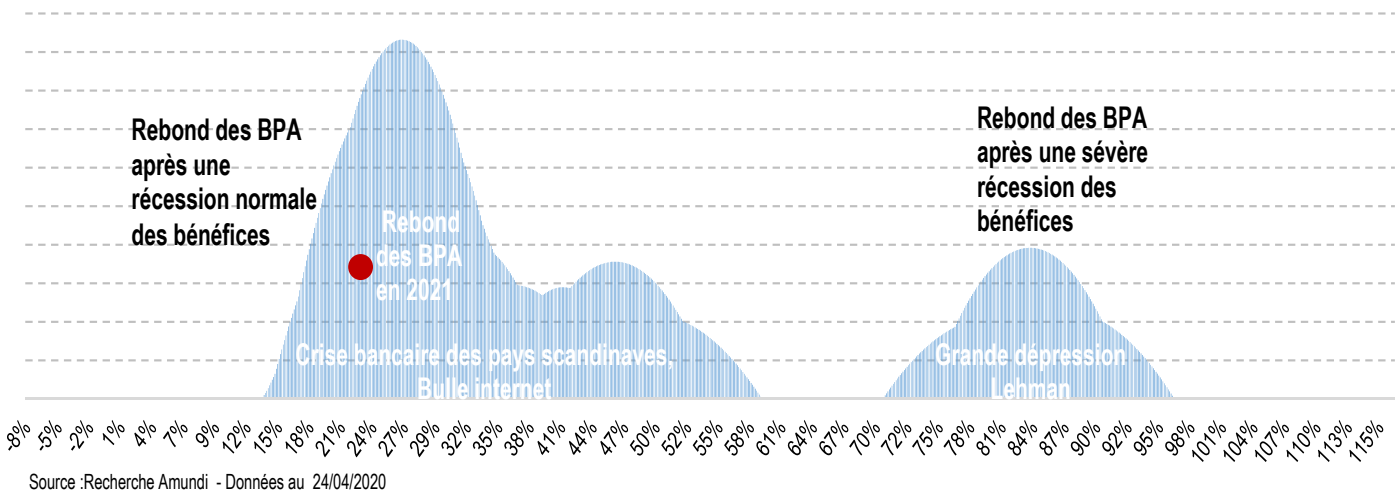


Source: Recherche Amundi - Données au 10/04/2020

L'indice du dynamisme économique mondial est un indicateur propriétaire d'Amundi basé sur quatre paniers régionaux (États-Unis, zone euro, Japon et ME) et sur les variables suivantes : révisions des bénéfices, taux d'intérêt à 10 ans, indicateurs avancés, IPC en GA, enquêtes PMI, indice de surprise économique et indice de surprise de l'inflation. Nous tenons compte du niveau et de la dynamique (variation) de l'indice afin de définir quatre cycles économiques : **Essor :** niveau en hausse et dynamique positive ; **Détérioration :** niveau en hausse et dynamique négative ; **Faiblesse :** niveau en baisse et dynamique négative ; **Amélioration :** niveau en baisse et dynamique positive.

3/ L'ampleur de la reprise des bénéfices en 2021 dépendra du niveau de leur faiblesse en 2020

D'un point de vue empirique, les rebonds des BPA sont bimodaux et articulés autour de deux pivots liés à l'ampleur des récessions précédentes. Aux États-Unis, une récession des bénéfices de l'ordre de -25 % est suivie d'un rebond d'une ampleur comparable. Nous pensons que ce schéma se confirmera en 2020-2021. D'ailleurs, des pertes plus importantes (inférieures à -50 %) ont historiquement été suivies d'un rebond d'environ 85 %.

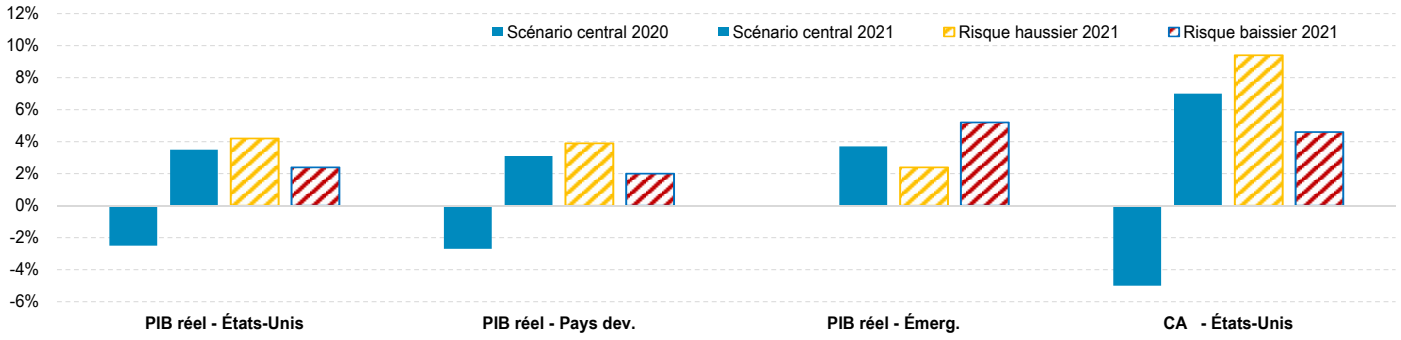


Source :Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

LE THÈME DU MOIS

4/ Croissance : scénario central et scénarios alternatifs

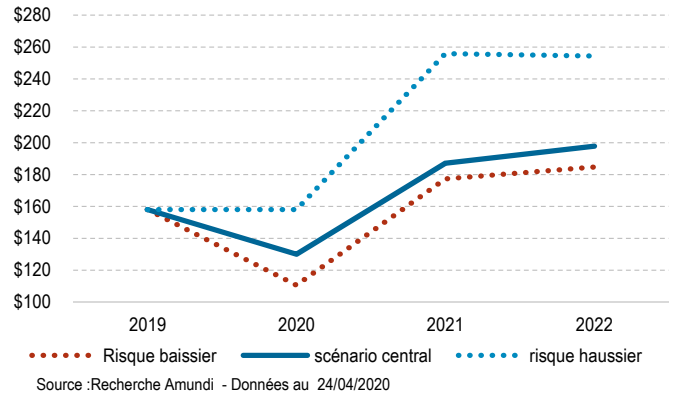
La croissance devrait repartir en 2021 pour atteindre son potentiel aux États-Unis et dans les économies développées, mais restera inférieure au potentiel dans les économies émergentes. Les perspectives restent incertaines, mais nous nous attendons à une amélioration de la situation à terme.



Source :Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

5/ Simulation des bénéfices cumulés du S&P 500

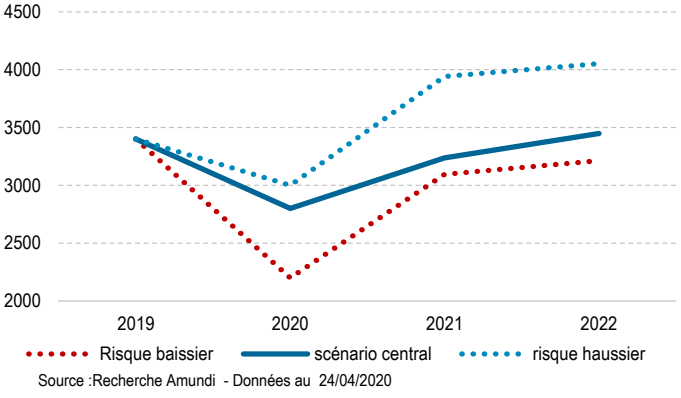
En 2021, les BPA de l'indice S&P 500 devraient bien résister et progresser au-delà de leur niveau d'avant la mise à l'arrêt de l'économie mondiale.



Source :Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

6/ Simulation de l'évolution du S&P 500

Nous anticipons un redressement du S&P 500 de 25 % en 2021 en parallèle d'un rebond des bénéfices ainsi qu'une poursuite de cette tendance en 2022, mais au rythme plus normal d'environ +8 %. Le risque est orienté à la hausse.

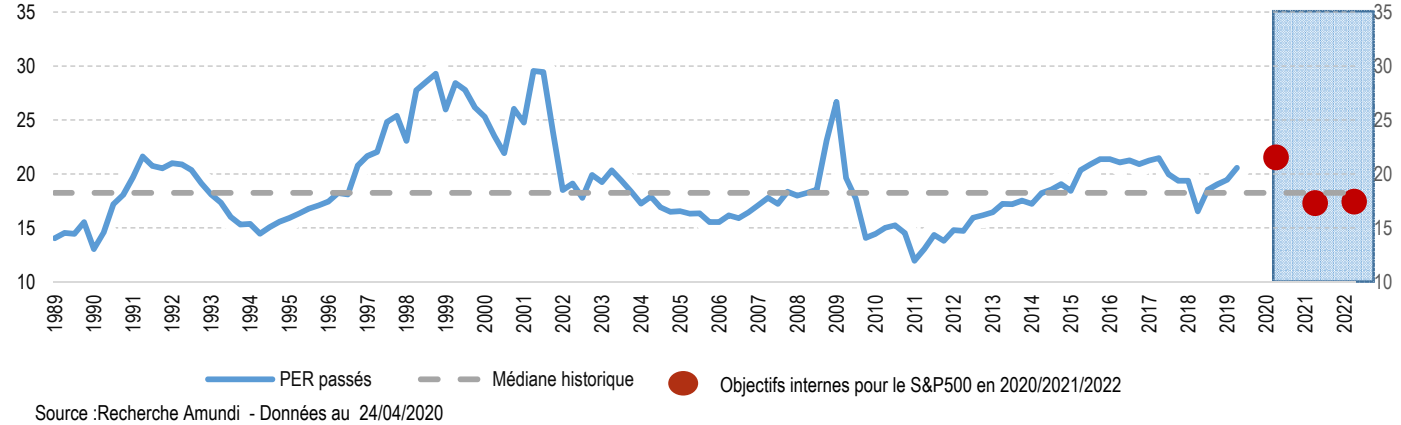


Source :Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

Note méthodologique : la simulation des BPA sur 12 mois s'appuie sur les modèles de génération basés sur la séquence de phases identifiées par AIP, l'outil interne d'Amundi Research. Les baisses et les hausses sont calculées selon les simulations de distribution basées sur le scénario central.

7/ Ratios cours/bénéfices du S&P 500 (historique et objectifs)

En combinant nos projections relatives aux BPA et aux niveaux du S&P500, nous nous attendons à ce que les PER reviennent à la médiane historique. En cohérence avec les tendances observées dans le passé, un pic est probable à l'issue du rebond, une fois que le marché des actions se sera redressé.



Source :Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

Le PER du S&P500 (réel) est défini comme le ratio entre le niveau du S&P500 et la médiane historique des BPA réalisés sur 1 an : médiane historique des PER du S&P 500 (réel), échantillon : 1989-2019

LE THÈME DU MOIS

Répercussions sur le marché du travail : la clé pour évaluer l'ampleur du choc sur la demande

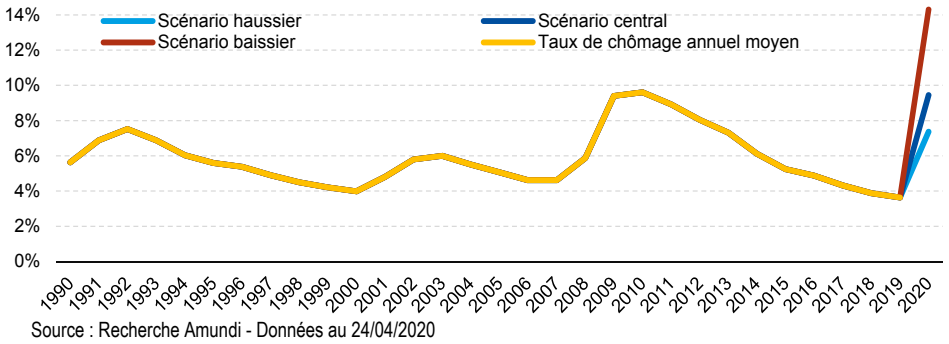
Alors que les différents scénarios relatifs à l'épidémie et aux mesures de confinement qui s'y rapportent suggèrent une reprise par à-coups, avec notamment un risque de revers en cas de seconde vague d'épidémie et de confinement, les économies sont confrontées à un double choc, à la fois intérieur et extérieur. Sur le plan intérieur, les principales préoccupations sont liées à la vulnérabilité du marché du travail, avec des incidences sur le revenu disponible, les dépenses et les modes d'épargne à court et à long terme. En outre, il subsiste une grande incertitude quant à l'évolution des investissements, tandis que les perturbations des chaînes de production locales et internationales affecteront la dynamique des importations/exportations ainsi que le commerce mondial dans son ensemble.

Une préoccupation majeure concerne l'impact des mesures de confinement sur l'emploi. En effet, de nombreux actifs occupant des emplois temporaires ou des activités dites de « proximité » risquent de voir leur emploi supprimé ou leur temps de travail réduit. Aux États-Unis, l'augmentation des demandes d'allocations chômage depuis la mise en place des premières mesures de confinement est sans précédent, et a balayé en quelques semaines tous les emplois créés au cours d'une décennie d'expansion économique. Pour l'économie américaine, cela devrait se traduire par une augmentation du taux de chômage, qui pourrait atteindre temporairement entre 14 et 20 %, avant de revenir à des taux plus modérés à mesure que l'économie redémarre. Nous anticipons un taux de chômage moyen d'environ 10 % aux États-Unis en 2020. Celui-ci devrait ensuite converger progressivement vers le taux NAIRU. Toutefois, avant de pouvoir observer un renversement de la tendance du chômage, il faudra d'abord qu'un rebond des bénéfices des entreprises se concrétise.

En zone euro, dans l'espoir d'éviter une recrudescence du chômage, les gouvernements nationaux ont élaboré des plans extraordinaires destinés à un nombre élargi d'entreprises qui acceptent de ne pas licencier leurs employés, mais plutôt de réduire leur temps de travail, le gouvernement compensant une partie de la perte de revenus des employés. Une telle approche revêt une importance toute particulière dans la zone euro, où la capacité du marché du travail à s'adapter au cycle baissier et à se redresser par la suite pourrait être plus lente. Le plan allemand de Kurzarbeit (chômage partiel) constitue une référence idéale et la capacité des pays membres à reproduire efficacement ce modèle, sera inversement proportionnel à la probabilité que le chômage dépasse les niveaux observés après la crise de 2008 ou après celle de la dette souveraine. Si leur efficacité n'était que partielle et en cas de forte contraction de l'activité, conformément à notre scénario central, nous pourrions assister à une hausse du chômage comprise entre 8,5 % et 25 %, selon les pays, les points de départ d'avant la crise étant différents. Les marchés du travail les plus vulnérables, tels que celui de l'Espagne ou de l'Italie, pourraient payer plus cher une mise en œuvre inefficace de ces dispositifs de protection des travailleurs.

Projections du chômage aux États-Unis selon différents scénarios

Aux États-Unis, l'augmentation des demandes d'allocations chômage depuis la mise en place des premières mesures de confinement est sans précédent et a balayé en quelques semaines tous les emplois créés au cours d'une décennie d'expansion économique.



Source : Recherche Amundi - Données au 24/04/2020

Le choc sur la demande dans les régions où le marché du travail est moins flexible en raison d'une plus grande protection des salariés, comme c'est le cas dans la zone euro, pourrait se concrétiser plus tard, retardant d'autant la reprise économique. C'est pourquoi nous saluons la mise en place de SURE, un instrument de solidarité, approuvé par la Commission européenne, qui vise à apporter un soutien temporaire et à atténuer les risques de chômage.

Achevé de rédiger le 24/04/2020

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research & Macro strategy

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

Mai 2020 #05

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

Crédit photo : ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - itsskin

Directeur de la publication
BLANQUÉ Pascal, *CIO Groupe*

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

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

Avec la contribution de la Recherche Groupe
AINOUZ Valentine, *CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés*
BELLAICHE Mickael, *Strategiste Taux*
BERARDI Alessia, *Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique*
BERTONCINI Sergio, *Responsable de la Recherche Taux et Change*
BLANCHET Pierre, *Responsable Investment Intelligence*
BOROWSKI Didier, *Responsable Global Views*
HUANG Claire, *Macrostrategiste, Marchés Émergents*
CESARINI Federico, *Stratégiste Cross Asset*
DELBO' Debora, *Strategiste Senior Marchés Émergents*
GEORGES Delphine, *Strategiste Taux*
HERVE Karine, *Marchés émergents, Économiste Sénior*
PERRIER Tristan, *Analyste Global Views*
PORTELLI Lorenzo, *Responsable de la Recherche Cross Asset*
USARDI Annalisa, *CFA, Économiste Senior*
VARTANESYAN Sosi, *Marchés émergents, Économiste Senior*

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

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

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