

LE THÈME DU MOIS

« Investment Phazer » : tendance baissière confirmée

ANNALISA USARDI, Économiste Senior, CFA

LORENZO PORTELLI, Responsable de la Recherche Cross Asset

Finalisé le 28/01/2020

L'essentiel

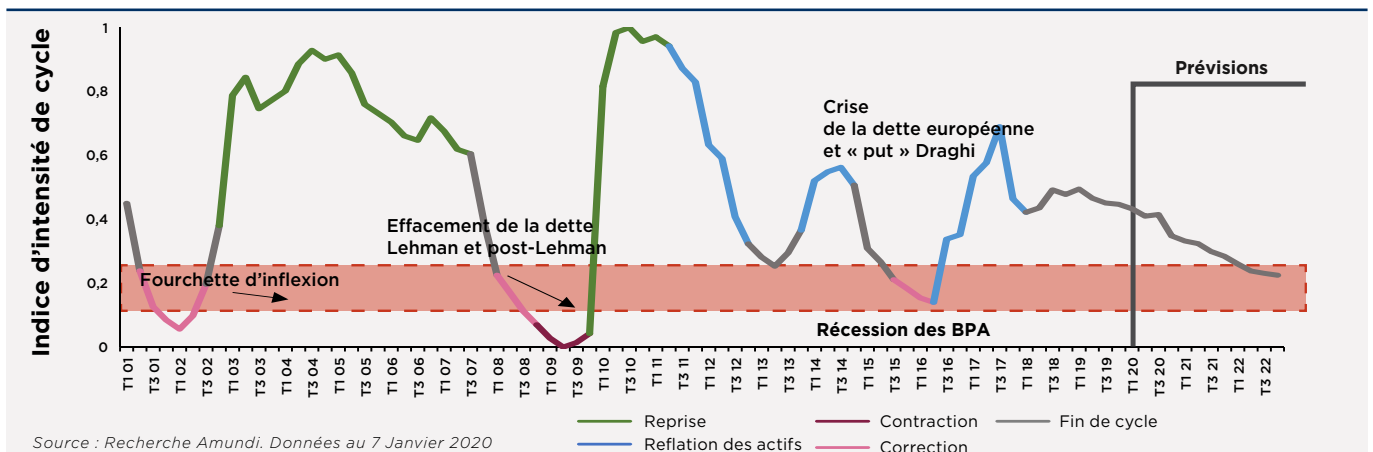
Si, à court terme, nous nous attendons à un soulagement temporaire résultant de surprises économiques positives et d'une actualité favorable sur les questions commerciales (si l'impact du coronavirus reste limité), à moyen terme, notre scénario économique confirme la fragilité du cycle des bénéfices. Les principales caractéristiques de ce cycle sont une croissance plus faible due à l'escalade de la guerre commerciale, des taux d'intérêt qui n'ont jamais été aussi bas en raison de politiques monétaires non conventionnelles et un marché du travail assez résistant grâce à la forte résilience du secteur intérieur.

Malgré ces spécificités, la poursuite d'une phase de fin de cycle reste envisageable en 2020, en revanche le scénario le plus probable pour la fin 2021 est celui d'une transition vers une phase de correction.

Croissance: la décélération aux États-Unis et la stabilisation en zone euro se confirment. Le cycle des bénéfices reste fragile

- La croissance du PIB réel devrait progressivement décélérer vers son potentiel aux États-Unis (1,8 % contre 2 % pour la Fed, T4/T4), le mix des relais de croissance se faisant moins diversifié. Nous maintenons notre conviction selon laquelle la consommation américaine enregistrera une année « moyenne » devenant ainsi le principal moteur de la croissance, tandis que les investissements ralentiront, en particulier ceux non résidentiels. Nous avons révisé à la hausse nos prévisions en matière d'investissements résidentiels par rapport à notre dernière mise à jour et ceux-ci ne devraient plus constituer un frein pour la croissance.
- Si la « normalisation » devait venir d'en haut aux États-Unis, le tableau est plus mitigé pour la zone euro où les performances de l'Allemagne et de l'Italie s'améliorent après leurs mauvais résultats de 2019, tandis que la France reste proche de son potentiel et que l'Espagne ralentit. Dans son ensemble, la zone euro devrait se stabiliser autour de son potentiel, mais pour l'heure, il y a peu de signes d'accélération. En effet, il se pourrait que le renversement de tendance dans l'escalade de la guerre commerciale ne soit pas suffisant pour dissiper les pressions pesant sur le secteur.

La tendance baissière se confirme : phase de fin de cycle en 2020 avant une probable transition vers une phase de correction en 2021



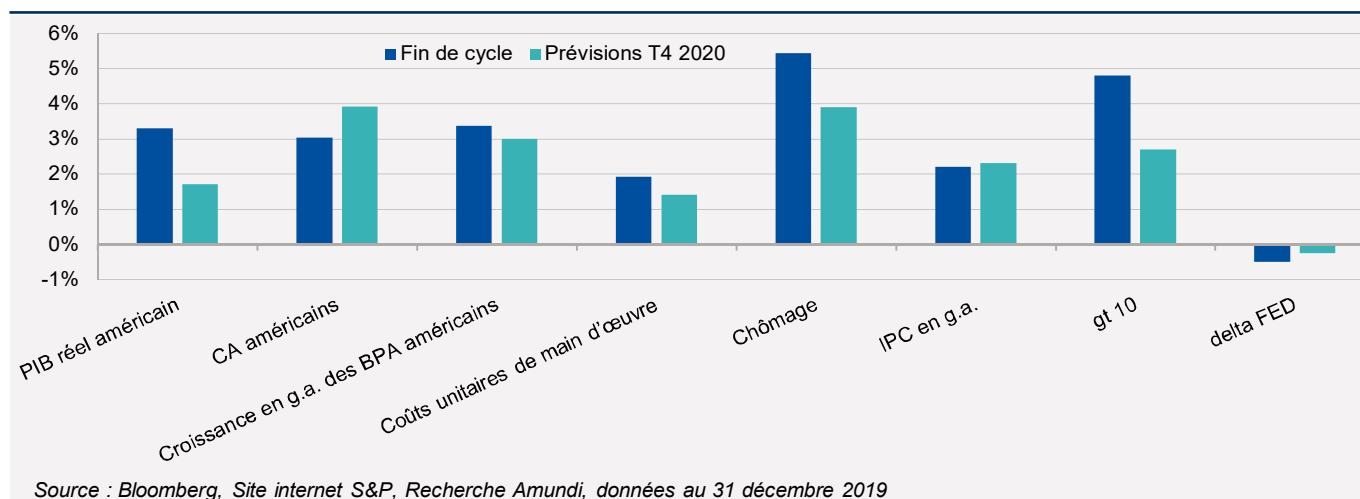
- Malgré un bref répit, les bénéfiques sont encore en phase finale du cycle. Un rebond du commerce mondial sera nécessaire pour prolonger la croissance jusqu'en 2021. Les marges, qui ont été le principal facteur de croissance des BPA au cours de la dernière décennie, pourraient se trouver sous pression en raison de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre et des niveaux d'endettement élevés, notamment dans les entreprises américaines.

Inflation: la dynamique des prix devrait conserver son élan positif en 2020 aux États-Unis et en zone euro

- La dynamique des prix devrait conserver son élan positif en 2020 aux États-Unis et en zone euro, même s'il existe des disparités évidentes entre les pays quant à leur proximité par rapport à l'objectif de la banque centrale. L'inflation globale aux États-Unis devrait augmenter dans la première moitié de 2020 pour ensuite décélérer jusqu'en 2021, mais l'indicateur d'inflation préféré de la Fed, l'indice PCE sous-jacent des prix, ne convergera que progressivement vers la cible de 2 %. Cette tendance haussière progressive sera soutenue par un écart de production positif, le chômage se situant bien en dessous du NAIRU (taux de chômage non accélérateur d'inflation) tandis que les coûts unitaires de main-d'œuvre continuent de croître, bien qu'à un rythme plus lent qu'en 2019. Les prix de production devraient également augmenter, en raison, notamment, de l'impact des droits de douane imposés plus tôt. Le risque de réduction des marges qui en résulte pourrait entraîner certaines augmentations des prix finaux, qui seront néanmoins acceptables pour les consommateurs dont les salaires continuent d'augmenter.
- Dans la zone euro, la dynamique de l'inflation reste légèrement orientée à la hausse tout en demeurant loin de l'objectif de la BCE. En effet, si le marché du travail reste globalement solide, la croissance des salaires ne suit pas les mêmes tendances partout et les perspectives d'inflation restent faibles et inégales d'un pays à l'autre. En termes consolidés, les salaires continueront d'augmenter à un rythme légèrement plus lent qu'en 2019, mais cette hausse sera compensée par certaines améliorations de la productivité, de sorte que les coûts unitaires de main-d'œuvre augmenteront, mais, là encore, plus lentement qu'en 2019 (bien que toujours au-dessus de la moyenne des cinq dernières années). La croissance des prix à la production devrait rester légèrement inférieure à son rythme de 2019. Dans l'ensemble, l'inflation sous-jacente devrait rester soutenue, mais dérivera peu à peu de son objectif, pour finalement s'en éloigner de manière considérable, car l'économie croît à un rythme égal, voire légèrement inférieur à son potentiel.

Les principales caractéristiques de ce cycle sont une croissance plus faible due à l'escalade de la guerre commerciale, des taux d'intérêt qui n'ont jamais été aussi bas en raison de politiques monétaires non conventionnelles et un marché du travail assez résistent grâce à la vigueur du secteur domestique des services

Prévisions internationales vs valeurs de référence de l'« Investment Phazer »



- Nous n'anticipons pas de mouvement significatif sur le plan budgétaire. Aux États-Unis, selon le CBO (Congressional Budget Office), le déficit devrait atteindre 4,6 % du PIB (contre 4,5 % en 2019), la dette publique passant de 78,9 % à 80,7 %. En zone euro, un effort budgétaire important et coordonné est difficilement envisageable à l'heure actuelle, à moins d'un important repli de l'économie. Nous prévoyons toutefois un assouplissement dans les pays disposant d'une plus grande marge de manœuvre budgétaire, comme l'Allemagne et les Pays-Bas. Dans l'ensemble, selon les estimations de la Commission européenne, les objectifs de déficit

cumulé en 2020 devraient se situer autour de 0,9 % du PIB (contre 0,8 % en 2019), ce qui conduirait à un nouvel assouplissement (si l'on considère le changement de solde structurel, passant de -0,1 % en 2019 à -0,2 % du PIB potentiel). Le ratio de la dette publique par rapport au PIB (ZE19) passera de 86,4 % du PIB à 85,1 % selon les estimations de la Commission européenne. Si l'on considère les évolutions récentes, en Allemagne, le budget 2020 annonce une relance budgétaire de 0,75 % (mesurée par la diminution de l'excédent structurel) grâce à un large éventail de mesures fiscales et de dépenses. Toutefois, ces derniers temps, l'Allemagne n'a pas toujours su atteindre ses objectifs d'expansion budgétaire et la CE ne table que sur une augmentation de 0,4 %. Le budget britannique sera dévoilé le 11 mars et pour l'instant, les estimations basées sur les annonces de dépenses de septembre, le changement prévu des règles budgétaires (la nouvelle règle prévoit un budget courant équilibré et jusqu'à 3 % du PIB en dépenses d'investissement) et les promesses électorales des conservateurs laissent entrevoir un plan de relance budgétaire d'un peu moins de 1 % du PIB. Au Japon, un important programme de relance économique (220 milliards d'euros) a été annoncé pour prévenir une contagion du ralentissement économique mondial. Celui-ci répond également au besoin urgent de remplacer les infrastructures qui ont dépassé leur durée de vie utile et devrait permettre d'augmenter le PIB de 0,7 % au cours des deux prochaines années. Les marchés émergents s'orientent peu à peu vers un régime budgétaire plus expansionniste. En décembre, certaines lois budgétaires ambitieuses ont été approuvées pour 2020 et l'Indonésie, les Philippines et l'Inde ont annoncé des plans de dépenses plus importants. Le budget indien sera publié le 1er février - les données budgétaires publiées jusqu'à présent pour l'exercice 2020 sont décevantes et ne suffisent pas à couvrir les besoins de dépenses supplémentaires.

Les politiques monétaires restent concentrées sur le soutien à la croissance

Dans les marchés développés (MD), nous attendons des banques centrales qu'elles maintiennent leur orientation accommodante actuelle, qui est favorable à la croissance et rendue possible par les perspectives globalement faibles en matière d'inflation. Dans les principaux marchés émergents (ME), les banques centrales maintiendront leur politique d'assouplissement, mais les évolutions récentes sur le front de l'inflation dans certains pays pourraient limiter leur marge de manœuvre.

- **MD** : la Fed conservera son orientation accommodante malgré sa décision de se baser davantage sur les chiffres entrants et nous envisageons une nouvelle baisse des taux en 2020, pour assurer des conditions financières accommodantes et maintenir la croissance américaine sur de bons rails. Dans la zone euro, le QE2 de la BCE vient de commencer et, à moins d'une détérioration significative de la situation macroéconomique, aucune nouvelle mesure d'envergure ne devrait être prise dans l'immédiat, compte tenu notamment de la revue stratégique qui est en train d'être menée. Au Royaume-Uni, si l'économie se redresse et qu'elle évolue conformément aux projections du Comité de politique monétaire, il est fort probable que les taux resteront inchangés au cours des 12 prochains mois. Enfin, au Japon, nous tablons sur une baisse des taux de 10 points de base au cours des 12 prochains mois.
- **ME** : le positionnement accommodant de la PBoC se poursuit conformément aux attentes, avec un recours à tous les outils jugés nécessaires et la banque centrale maintiendra ce positionnement malgré la publication des derniers chiffres plus élevés que prévu de l'inflation globale. En Inde, les indicateurs de l'activité économique intérieure ont commencé à faire apparaître un tableau mitigé, avec quelques lueurs d'espoir dans un environnement économique globalement déprimé, tandis que l'inflation a surpris à la hausse, ce qui exigera probablement une nouvelle révision à la hausse du scénario central de la RBI et retardera encore toute décision sur les taux directeurs à court terme. Un nouvel assouplissement de la BCB était largement attendu compte tenu des progrès constructifs réalisés sur le plan des réformes (réforme des retraites notamment). Comme annoncé précédemment par la BCB, le stade actuel du cycle économique exige la prudence dans l'examen d'éventuels changements du niveau de stimulation. En Russie, l'inflation a reculé et la CBR a évoqué la possibilité d'une nouvelle baisse de son taux directeur au premier semestre 2020. L'inflation étant bien maîtrisée, nous envisageons un total de deux baisses de 25 points de base au cours des douze prochains mois.

Amundi Research Center

Top-down

Asset Allocation

Bottom-up

Corporate Bonds

Fixed Income



Foreign Exchange

Money Markets

Equities

Retrouvez l'ensemble
de notre expertise
sur le site :

research-center.amundi.com

Monetary Policies

Forecasts

Investment Strategies

Quant

Emerging Markets

Sovereign Bonds

Private Equity

Real Estate **High Yield**

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.msclub.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 réglementaires 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 1086 262 605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock/Getty Images Plus - Alexander Spatari

Directeur de la publication**BLANQUÉ Pascal**, CIO Groupe**Rédacteur en chef****DEFEND Monica**, Responsable de la Recherche Groupe**Rédacteur en chef adjoint****BOROWSKI Didier**, Responsable Global Views**Conception et support****BERGER Pia**, équipe de Recherche**PONCET Benoît**, équipe de Recherche