

Le virus est encore là

Stratégie d'investissement mensuelle



Gilles Moëc,
AXA Group Chief Economist,
Head of AXA IM Research



Chris Iggo,
AXA IM Chief Investment Officer,
Core Investments

Davantage de contaminations, toujours plus de stimulus

Une divergence est apparue au sein des économies avancées entre les États-Unis et l'Europe sur le front de la pandémie. Il est vrai que l'on continue de découvrir des « clusters » importants dans la zone euro et que le bond du taux de reproduction (RO) du virus en Allemagne appelle à la prudence, mais dans l'ensemble, la tendance au ralentissement se poursuit. Aux États-Unis, la ré-accélération s'étend chaque semaine à un plus grand nombre d'États et l'augmentation des hospitalisations suggère que ce n'est pas un sous-produit de la multiplication des tests.

Si la réticence des autorités politiques à retarder la réouverture de l'économie américaine est évidente, le vrai défi réside dans l'accumulation de décisions décentralisées par les entreprises elles-mêmes de revenir vers des formes de confinement, ou du comportement des consommateurs qui pourraient maintenir une attitude très prudente dans le cours du déconfinement. Cela devrait affecter l'équilibre des risques autour de la forme de la reprise. L'opinion générale est que chaque pays se dirigera – avec certains décalages d'un pays à l'autre – vers une pause de la pandémie au cours du troisième trimestre, alors que l'accent a été mis sur le risque d'une "deuxième vague" l'hiver prochain. Le risque est maintenant que la réouverture au troisième trimestre soit plus lente ou moins efficace que prévu.

Pourtant, la résistance des actifs risqués dans une telle configuration est frappante. Jusqu'à présent, les décideurs politiques ont toujours été en mesure de réagir aux secousses du marché par des mesures de relance plus importantes. Par exemple, la semaine dernière, la Réserve Fédérale (Fed) a annoncé qu'elle commencerait à intervenir sur le marché secondaire des obligations d'entreprises, ce qui a provoqué une nouvelle ruée sur le marché. En réalité, ce plan avait déjà été annoncé au préalable lors de la réunion du 23 mars, mais certains investisseurs ont pu craindre que la Fed se contente des mesures actuelles (soutenir indirectement le marché des obligations d'entreprises en achetant des fonds négociés en bourse). Une dépêche de Bloomberg selon laquelle l'administration Trump travaillait sur un plan de relance budgétaire de mille milliards de dollars axé sur l'investissement dans les infrastructures – apportant ainsi un soutien à plus long terme que la réponse d'urgence actuelle – a également aidé.

Les responsables politiques européens font preuve de plus de retenue. Le succès de la dernière opération ciblée de refinancement à plus long terme de la Banque Centrale Européenne rappelle l'extraordinaire soutien de la politique monétaire, mais la poussée budgétaire

Points clés

- La divergence entre les États-Unis et l'Europe sur le front pandémique est de plus en plus flagrante
- A cet écart répond la différence d'ampleur du stimulus offert par les politiques économiques
- L'interdépendance entre la lutte contre le virus, de l'orientation de la politique économique et de la normalisation de la conjoncture est la clé pour que les marchés restent positifs
- Nous avons besoin de voir la reprise des profits prendre le relais des flux vers les actifs risqués.

est, dans l'ensemble, plus timide qu'aux États-Unis. Nous attendons un accord politique sur le fonds de « relance et de résilience » de l'UE en juillet, mais de nombreux détails techniques épineux devront encore être réglés et nous ne prévoyons pas beaucoup de versements effectifs pour 2021.

Les marchés comptent sur la puissance de feu illimitée de la politique économique. Jusqu'à présent, ils ont eu raison, mais nous envisageons avec une certaine inquiétude l'automne 2020. D'ici là, de nombreuses mesures de soutien d'urgence doivent expirer. Les gouvernements pourraient alors passer à des mesures de relance à plus long terme (par exemple, des dépenses d'infrastructure), ce qui pourrait laisser la demande exposée pendant quelques mois. Nous partons du principe que d'ici là, la pandémie sera bien maîtrisée dans toutes les économies avancées, ce qui réduirait la nécessité d'un soutien direct aux revenus. Si ce n'est pas le cas, nous devrions nous préparer à une nouvelle "secousse".

Prudence !

Une « secousse » dans le processus de reprise serait inquiétante, en particulier pour les marchés actions. De nombreux indices sont dans la région des 10% en-dessous des pics pré-virus – le Nasdaq et l'indice S&P *Growth* étant même passés au-dessus de ces valeurs. Sur certains points les valorisations des actions semblent stressées. Les dividendes ont été réduits dans tous les secteurs et les dernières estimations du consensus des bénéfices par action pour les 12 prochains mois sont entre 20 à 35% inférieures aux récentes estimations de pic. Pourtant, les multiples de niveau du marché ont augmenté. En d'autres termes, les investisseurs paient plus pour moins de bénéfices à court terme.

Nous avons constamment souligné l'importance des mesures politiques mises en place. La réduction des taux sans risques et la diminution des spreads de crédit des entreprises expliquent en grande partie la performance du marché depuis son creux du 23 mars. La solidité du contexte du crédit – en particulier aux États-Unis, mais aussi en Europe – a permis le bon fonctionnement des marchés du crédit. Il est important de noter que les émissions ont augmenté de 100% par rapport à la même période en 2019. Les entreprises ont levé des fonds pour contrer l'impact de la baisse des revenus sur leurs bilans. En d'autres termes, le fonctionnement des marchés du crédit et la baisse du coût du financement ont réduit le risque d'insolvabilité pour de nombreuses entreprises.

Les entreprises qui restent en activité peuvent contribuer à la reprise des bénéfices lorsqu'elle se concrétisera. Acheter des actions aujourd'hui, revient à acheter une option d'achat sur les bénéfices futurs. Les ratios cours/bénéfices atteignent toujours un sommet lorsque le marché est au plus bas et ils baissent lorsque les bénéfices commencent à être révisés à la hausse.

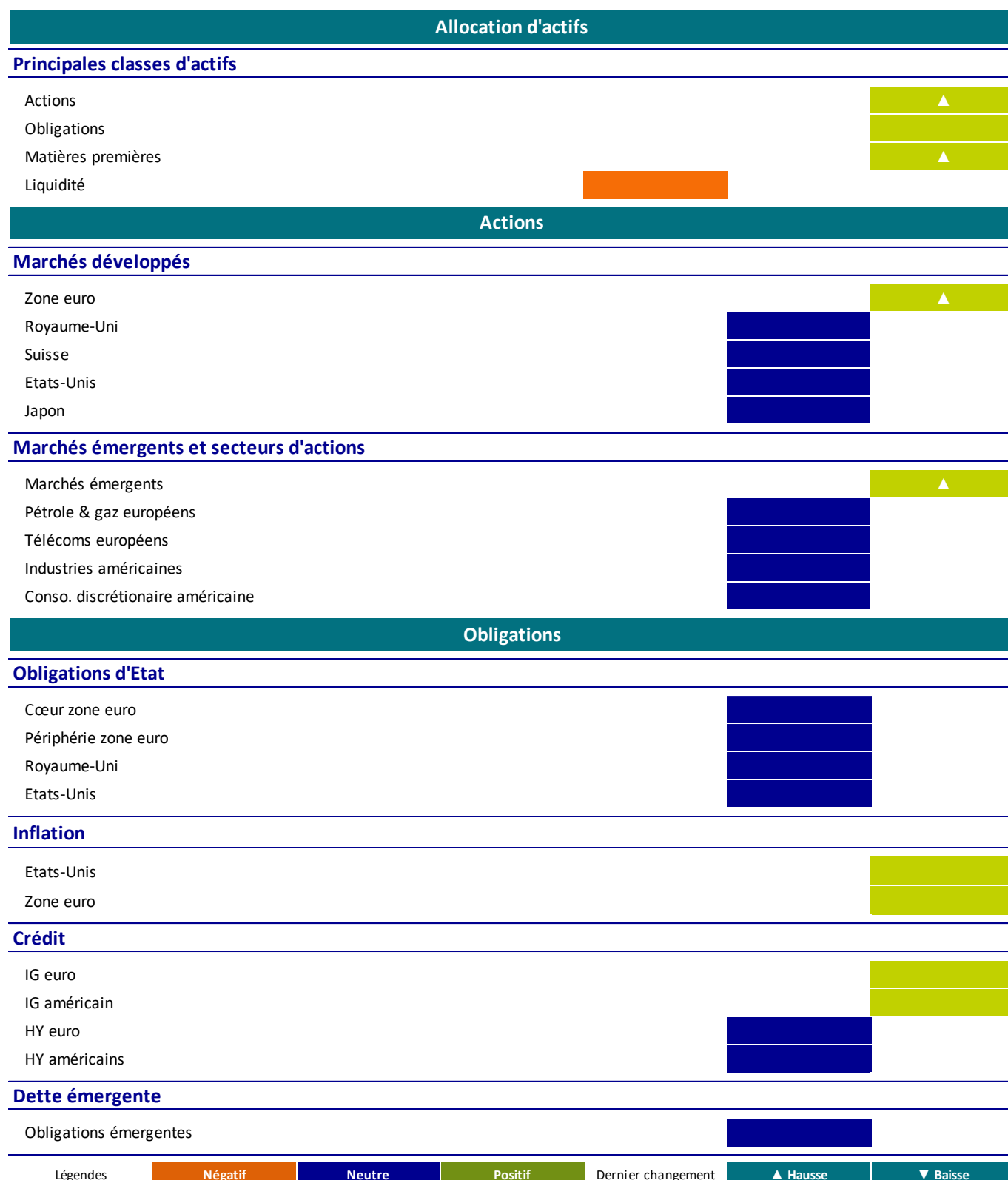
La réduction des rendements obligataires et des spreads de crédit ne peut pas aller plus loin dans le soutien de la valorisation des actions. Nous devons voir un retournement du cycle des bénéfices, qui est très dépendant de la reprise macroéconomique générale. Les analystes prévoient provisoirement une certaine amélioration des chiffres pour l'année prochaine, le consensus à 18 mois du S&P500 étant supérieur de 12% au consensus à 12 mois. Cependant, les entreprises elles-mêmes sont encore réticentes à fournir beaucoup d'indications, c'est pourquoi nous nous joignons aux avertissements quant à l'optimisme des analystes.

À un moment donné, les primes de risque du crédit atteindront leur niveau le plus bas. Nous n'en sommes probablement pas loin dans les principaux marchés « *investment grade* », où les spreads de taux ont retrouvé au moins les deux tiers de leur niveau pré-pandémique. Nos équipes de crédit s'attendent à de nouvelles baisses modestes des spreads, mais les gros mouvements sont derrière nous. L'essentiel devrait être de maintenir les gains déjà réalisés sur le marché des actions et maintenant des rendements positifs jusqu'en 2021. Cela signifie que la reprise doit rester les rails et que l'orientation actuelle de la politique économique doit être maintenue afin de permettre aux entreprises de bénéficier d'une reprise des ventes.

L'élan positif apporté par les politiques économiques a joué un rôle dans la reprise des actions jusqu'à présent et celle-ci est elle-même alimentée par la combinaison du poids des liquidités qui entrent sur les marchés risqués et du flux d'information. C'est là que réside le risque. Si notre scénario central ne se matérialise pas et que certaines des tendances récentes des taux d'infection aux États-Unis et dans les marchés émergents entraînent une réévaluation générale des perspectives macroéconomiques, un recul important des actions pourrait être constaté. L'interdépendance de la lutte contre le virus, du soutien des politiques économiques et de la hausse de l'activité est au cœur des perspectives du marché. Une déception sur l'un de ces facteurs compromettrait les rendements des investisseurs et nécessiterait probablement des engagements politiques encore plus importants pour stabiliser les marchés et la confiance. À l'autre extrême, une percée dans la recherche d'un vaccin constituerait une surprise positive pour les marchés et les attentes des investisseurs.

[Télécharger la présentation détaillée de
notre Stratégie d'Investissement de juin \(en anglais\)](#)

Allocation d'actifs recommandée



Source : Recherche AXA IM – Au 23 juin 2020

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2019*		2020*		2021*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Monde	2.9	-2.9		6.1		
Economies avancées	1.7	-6.1		5.5		
Etats-Unis	2.3	-4.5	-4.0	4.6	3.9	
Zone euro	1.3	-7.1	-7.9	5.9	6.2	
Allemagne	0.6	-5.2	-6.3	4.4	5.2	
France	1.3	-8.5	-8.2	8.1	6.7	
Italie	0.3	-9.3	-9.9	5.4	6.3	
Espagne	2.0	-9.1	-9.1	7.7	6.7	
Japon	0.7	-5.8	-3.3	3.3	2.1	
Royaume-Uni	1.4	-9.1	-5.4	8.5	4.7	
Suisse	0.9	-4.9	-3.3	3.5	3.6	
Economies émergentes	3.6	-1.1		6.5		
Asie	5.2	0.5		7.2		
Chine	6.1	2.3	1.4	8.0	8.1	
Corée du Sud	2.0	-2.8	-1.0	4.5	3.4	
Reste de l'Asie émergente	4.4	-1.3		6.5		
LatAm	0.1	-6.5		6.5		
Brésil	1.1	-7.4	-5.5	8.3	3.5	
Mexique	-0.1	-6.8	-7.6	7.0	2.7	
Europe émergente	2.1	-6.6		5.7		
Russie	1.3	-6.1	-3.8	3.7	3.0	
Pologne	4.1	-5.0	-3.1	5.4	4.3	
Turquie	0.9	-5.6	-2.2	6.5	4.5	
Autre EMs	1.5	-2.5		4.0		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 23 juin 2020

Inflation IPC (%)	2019*		2020*		2021*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Economies avancées	1.5	0.5		1.2		
Etats-Unis	1.8	0.5	0.8	1.7	1.8	
Zone euro	1.2	0.4	0.4	0.7	1.3	
Japon	0.5	0.1	-0.1	-0.1	0.2	
Royaume-Uni	1.8	0.6	1.0	1.0	1.6	
Suisse	0.4	-0.3	-0.5	0.3	0.5	
Autres économies avancées	1.8	1.4		1.9		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 23 juin 2020

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Résumé des prévisions

Politique des banques centrales

Dates de réunions et prévisions de révisions (taux en % / QE en Mds)

		Actuel	3T - 20	4T - 20	1T - 21	2T - 21
Etats-Unis - Fed	Dates	0-0,25	28-29 juil	4-5 nov	26-27 janv	
			15-16 sept	15-16 déc		
	Taux		inch (0-0,25)	inch (0-0,25)	inch (0-0,25)	inch (0-0,25)
Zone euro - BCE	Dates	-0,50	16 juil	29 oct	21 janv	22 avr
			10 sept	10 déc	11 mar	10 juin
	Taux		inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)	inch (-0,50)
Japon - BoJ	Dates	-0,10	21-22 juil	28-29 oct		
			16-17 sept	17-18 déc		
	Taux		inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)	inch (-0,10)
Royaume-Uni - BoE	Dates	0,10	6 août	5 nov	4 fév	6 mai
			17 sept	17 déc	18 mar	24 juin
	Taux		inch (0,10)	inch (0,10)	inch (0,10)	inch (0,10)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 23 juin 2020

Les performances passées ne préjugent pas de performances futures.

Notre recherche est disponible sur internet :



Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

www.axa-im.com/insights

AVERTISSEMENT

Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et ne constitue ni une recherche en investissement ni une analyse financière concernant les transactions sur instruments financiers conformément à la Directive MIF 2 (2014/65/UE) ni ne constitue, de la part d'AXA Investment Managers ou de ses affiliés une offre d'acheter ou vendre des investissements, produits ou services et ne doit pas être considérée comme une sollicitation, un conseil en investissement ou un conseil juridique ou fiscal, une recommandation de stratégie d'investissement ou une recommandation personnalisée d'acheter ou de vendre des titres financiers. Ce document a été établi sur la base d'informations, projections, estimations, anticipations et hypothèses qui comportent une part de jugement subjectif. Ses analyses et ses conclusions sont l'expression d'une opinion indépendante, formée à partir des informations disponibles à une date donnée.

Toutes les données de ce document ont été établies sur la base d'informations rendues publiques par les fournisseurs officiels de statistiques économiques et de marché. AXA Investment Managers décline toute responsabilité quant à la prise d'une décision sur la base ou sur la foi de ce document. L'ensemble des graphiques du présent document, sauf mention contraire, a été établi à la date de publication de ce document. Du fait de sa simplification, ce document peut être partiel et les informations qu'il présente peuvent être subjectives.

Par ailleurs, de par la nature subjective des opinions et analyses présentées, ces données, projections, scénarii, perspectives, hypothèses et/ou opinions ne seront pas nécessairement utilisés ou suivis par les équipes de gestion de portefeuille d'AXA Investment Managers ou ses affiliés qui pourront agir selon leurs propres opinions. Toute reproduction et diffusion, même partielles de ce document sont strictement interdites, sauf autorisation préalable expresse d'AXA Investment Managers.

Rédacteur : AXA Investment Managers – Tour Majunga, La Défense 9, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux. Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826.

© AXA Investment Managers 2020

AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France

Société anonyme immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 393 051 826