

Et après l'été ?

Stratégie d'investissement mensuelle



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



Chris Iggo,
AXA IM Chief Investment Officer,
Core Investments

L'Europe peut-elle rester "en bonne posture" pendant longtemps ?

Pour reprendre les mots de Christine Lagarde, la zone euro est "en bonne posture" depuis peu. C'est une notion relative, bien sûr. Par rapport aux États-Unis, la pandémie est désormais beaucoup mieux contrôlée et les indicateurs en temps réel continuent, pour la plupart, à se normaliser à un rythme soutenu, ce qui contraste fortement avec les États-Unis où l'on signale désormais une rechute de l'activité. Cela s'est reflété dans les indices boursiers ces derniers temps, l'Europe connaissant un (rare) moment de surperformance. La situation reste cependant précaire. A court terme, nous nous concentrons sur trois risques.

Premièrement, bien que la réaccélération de la circulation du virus soit loin d'atteindre le rythme observé aux États-Unis, il existe quelques risques comme en témoigne la situation en Espagne, actuellement le point chaud en Europe. La tolérance au risque de ce côté de l'Atlantique est faible et les mesures de confinement – qui entraînent une perturbation de l'offre – ont tendance à être réimposées plus rapidement qu'aux États-Unis pour un rythme donné de propagation (les récentes nouvelles de Barcelone en sont un exemple). Les indicateurs en temps réel ont commencé à refléter une légère rechute de l'activité en Espagne, pouvant également suggérer que les citoyens européens pourraient réagir avec plus de prudence que les américains, ce qui est aussi important que la réaction des autorités publiques.

Deuxièmement, jusqu'à présent, la transmission de la politique monétaire a été rapide – ce qui se reflète dans les flux records de prêts accordés au secteur des entreprises depuis mars. Mais l'enquête de la Banque Centrale Européenne (BCE) sur les prêts bancaires suggère maintenant que les banques se préparent à resserrer leurs conditions de crédit, anticipant la fermeture de l'accès aux garanties d'État. Christine Lagarde a appelé les gouvernements à redéfinir leurs programmes pour éviter une telle déconvenue.

Troisièmement, le marché du travail est actuellement soutenu artificiellement par des mesures extraordinaires telles que des allocations de chômage à temps partiel très généreuses. Les enquêtes menées auprès des entreprises suggèrent qu'il y a de nombreux "licenciements sous-jacents", prêts à se concrétiser lorsque ces mesures gouvernementales seront réduites. Cela pourrait nuire aux dépenses de consommation même si pour le moment le rebond est plus fort que prévu.

Points clés

- L'Europe a récemment connu un (rare) moment de surperformance.
- Pourtant, étant donné l'abondance de défis à venir, l'Europe ferait bien de prévoir quelques "parachutes". Pour l'instant, en dépit de l'accord sur le FRR, les États-Unis en font toujours plus sur le front de la relance.
- Les actions ont bien performé malgré les inquiétudes concernant le virus, l'impact économique et d'autres incertitudes comme les élections américaines.
- Un coup de pouce budgétaire préélectoral aux États-Unis, une décélération dans le taux d'infection et le succès de la recherche d'un vaccin pourraient donner une nouvelle impulsion positive significative.
- Les bénéfices seront importants, notamment lorsque les attentes des analystes concernant un rebondissement commenceront à être confirmées par les entreprises elles-mêmes.

Face à ces risques, l'économie européenne a besoin d'un "parachute". C'est là que le contraste avec les États-Unis fonctionne en sens inverse. Le secrétaire au Trésor, M. Mnuchin, discute ouvertement de la possibilité d'une "remise générale" pour les petits prêts accordés dans le cadre du programme de protection des salaires (*Paycheck Protection Programme*), tandis que la Chambre a adopté un plan de relance supplémentaire représentant 8% du PIB en 2020 et 7% en 2021. En difficulté dans sa campagne – les sondages sont désormais largement favorables à Joe Biden – le président Donald Trump semble de plus en plus ouvert à certains aspects du plan économique proposé par la Chambre. Enfin, la Réserve Fédérale (Fed) a explicitement engagé une conversation sur le "contrôle de la courbe des taux" au cas où le renforcement de l'orientation prospective ne parvenait pas à contenir les attentes du marché.

En Europe, les plans nationaux de relance budgétaire semblent encore modestes. Heureusement, même si la négociation du Fond de Relance et de Résilience (FRR) de l'UE a été plus douloureuse que prévu, un accord a été trouvé, envoyant un signal politique puissant, notamment parce que le tabou de la mutualisation des dettes est maintenant brisé. Pour autant, le dispositif ne devrait donner lieu qu'à un stimulus supplémentaire de 3 à 4% du PIB cumulé sur sept ans. Cela ne change pas la donne sur le plan macroéconomique, et les budgets nationaux devront faire plus.

Depuis le début de la crise, les marchés ont oscillé entre se concentrer sur le risque de pandémie lui-même ou sur le soutien politique. Sur le premier plan, l'Europe continue de faire mieux que les États-Unis. Mais sur le second, les États-Unis restent en tête. Cela pourrait empêcher les marchés européens de continuer à surperformer.

Le triomphe de la reprise

Dans l'ensemble, cependant, les investisseurs en actions continuent de bénéficier de rendements élevés. Si les évolutions à court terme peuvent répondre aux subtilités du processus d'élaboration des politiques et du flux d'informations, la force dominante derrière la hausse des marchés est la conviction que le monde se redressera, tant sur le plan économique que sur celui de la pandémie. Il s'agit d'une psychologie importante qui contribue à expliquer l'apparente déconnexion entre la dynamique du marché et les valorisations d'une part, et les insécurités créées par la pandémie d'autre part.

L'espoir de rendements supérieurs pour les investisseurs en actions alors que le monde s'adapte à la réalité post-pandémique ne doit cependant pas être teinté de complaisance. L'économie mondiale a été et continue d'être fortement touchée. Il y a déjà moins d'emplois et ce n'est que le début. Les élections américaines vont créer une incertitude politique à moyen terme. Le virus pourrait refaire surface à l'approche de l'hiver. Nous n'avons pas encore pleinement assimilé dans quelle mesure la mondialisation sera modifiée et quelles en seront les conséquences.

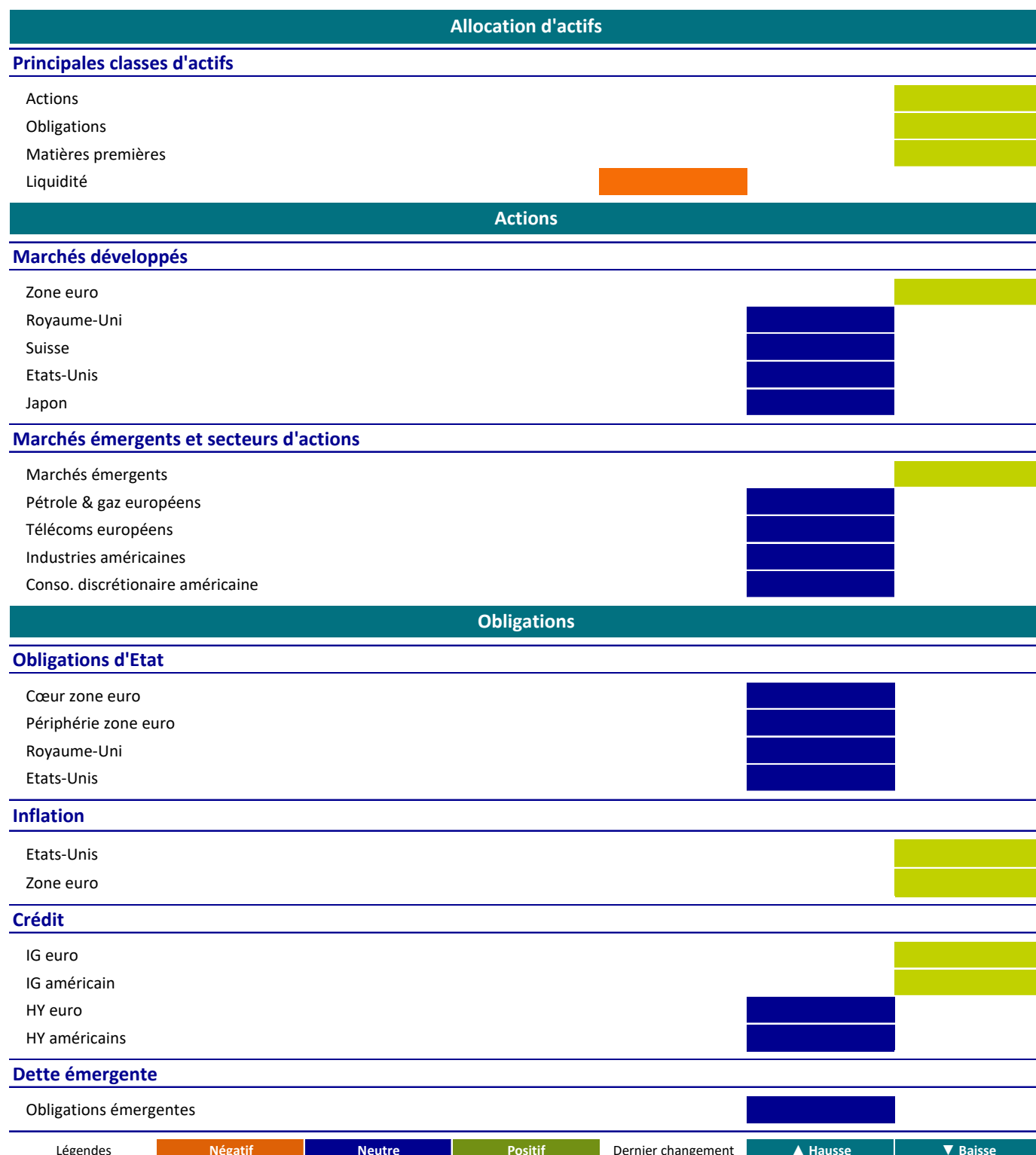
Les mois à venir pourraient toutefois soutenir les marchés. L'accord européen, l'impulsion budgétaire préélectorale aux États-Unis, les avancées dans la recherche d'un vaccin et le pic potentiel du taux d'infection seraient des facteurs positifs. Il convient de rappeler que les rendements de la plupart des indices boursiers sont restés négatifs depuis le début de l'année. Le choc du premier trimestre a propulsé les rendements obligataires au-dessus de ceux de la plupart des stratégies d'actions. Aujourd'hui encore, le rendement total d'un indice du Trésor américain à partir de la fin 2019 est bien supérieur aux rendements de la plupart des stratégies d'actions. À moins d'un grave retournement de la croissance ou de la crise sanitaire, il est peu probable que cette surperformance des titres obligataires se poursuive. Les investisseurs auront du mal à obtenir des rendements supérieurs à un chiffre dans la plupart des secteurs obligataires, tandis que la détention d'actions offre une exposition à la hausse en cas de reprise.

Nous venons d'entrer dans la période des résultats du deuxième trimestre aux États-Unis et les premiers résultats sont positifs. Le consensus prévoit un retour à une croissance positive en glissement annuel du bénéfice par action (BPA) d'une année sur l'autre au début de 2021, sur la base de ce que nous avons déjà constaté lors du rebondissement de l'activité économique. Toutefois, ces prévisions sont encore fragiles car les entreprises ont peu de visibilité sur la façon dont la reprise se déroulera. Les attentes des analystes doivent être confirmées par les entreprises elles-mêmes. Lorsque nous commencerons à obtenir cette confirmation, les doutes sur la capacité du marché boursier à rester élevé commenceront à s'estomper.

Le fait que les marchés soient en hausse par rapport à ce que nous savons déjà suggère que quelque chose de bien pire se produise pour nous faire repartir dans une tendance baissière. Cela pourrait bien sûr être quelque chose d'aussi simple qu'une deuxième vague consécutive de Covid et un nouveau confinement pour une grande partie de l'économie mondiale. Il est très peu probable que l'activité économique revienne aux niveaux de début avril, mais la crainte d'un tel scénario pourrait suffire à faire baisser les marchés de manière significative à un moment donné. Pour l'instant, heureusement, les signaux ne vont pas dans ce sens.

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

Allocation d'actifs recommandée



Source : Recherche AXA IM – Au 22 juillet 2020

Résumé des prévisions

Croissance du PIB réel (%)	2019*		2020*		2021*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Monde	2.9	-4.1		5.7		
Economies avancées	1.7	-6.2		5.6		
Etats-Unis	2.3	-4.5	-5.6	5.0	4.4	
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	-10.7	5.4	6.5	
Espagne	2.0	-9.1	-9.1	7.7	6.7	
Japon	0.7	-5.8	-5.3	3.3	2.6	
Royaume-Uni	1.4	-10.7	-9.0	7.0	6.1	
Suisse	0.9	-4.9	-6.0	3.5	4.7	
Economies émergentes	3.6	-3.0		5.8		
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	-0.7	4.5	3.3	
Reste de l'Asie émergente	4.4	-1.3		6.5		
LatAm	0.1	-6.5		6.5		
Brésil	1.1	-7.4	-6.5	8.3	3.3	
Mexique	-0.1	-6.8	-8.3	7.0	3.1	
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	-4.2		3.3		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 22 juillet 2020

Inflation IPC (%)	2019*		2020*		2021*	
	AXA IM	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	
Economies avancées	1.5	0.6		1.1		
Etats-Unis	1.8	0.8	0.8	1.6	1.8	
Zone euro	1.2	0.4	0.3	0.7	1.1	
Japon	0.5	0.1	-0.3	-0.1	0.0	
Royaume-Uni	1.8	0.7	0.9	1.5	1.3	
Suisse	0.4	-0.3	-0.7	0.3	0.3	
Autres économies avancées	1.8	1.4		1.9		

Source : Datastream, FMI et Recherche Macro AXA IM – 22 juillet 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		28-29 juil	4-5 nov	26-27 janv	27-28 avril
	Taux	0-0,25	15-16 sept	15-16 déc	16-17 mars	15-16 juin
Zone euro - BCE	Dates		16 juil	29 oct	21 janv	22 avril
	Taux	-0,50	10 sept	10 déc	11 mars	10 juin
Japon - BoJ	Dates		21-22 juil	28-29 oct	20-21 janv	26-27 avril
	Taux	-0,10	16-17 sept	17-18 déc	18-19 mars	17-18 juin
Royaume-Uni - BoE	Dates		6 août	5 nov	4 fév	6 mai
	Taux	0,10	17 sept	17 déc	18 mars	24 juin
			inch (0,10)	inch (0,10)	inch (0,10)	inch (0,10)

Source : Recherche Macro AXA IM - Au 22 juillet 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