

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES
ET FINANCIÈRES

Septembre 2020



Document rédigé le 25 septembre 2020

Le rebond de l'activité post-confinement est vigoureux mais les impacts de la crise n'ont sans doute pas fini de se manifester. La réponse massive des politiques monétaires et budgétaires devrait toutefois permettre un retour vers un niveau d'activité pré-Covid pour la fin de 2021. Les marchés financiers sont confrontés à une situation économique exceptionnelle mais aussi à des injections de liquidités exceptionnelles qui devraient limiter le risque de tensions des conditions financières et donc, de baisse des actifs risqués. Avec la forte baisse des taux longs américains, et plus généralement la baisse de la rémunération des actifs sans risque, les actifs risqués, actions et crédit, offrent encore aujourd'hui un supplément de rémunération très attractif.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

UNE ÉPIDÉMIE À REBONDISSEMENTS MAIS UN RECONFINEMENT MASSIF PEU PROBABLE

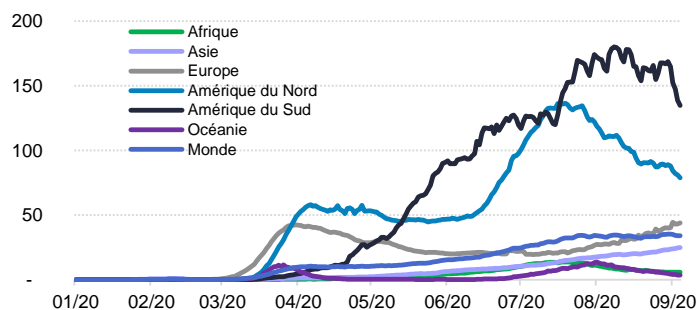
Près de neuf mois après son apparition en Chine, l'épidémie de Covid-19 continue de se développer. La situation globale masque toutefois des dynamiques différentes entre les continents. La sortie de confinement s'accompagne d'une reprise de l'épidémie en Europe et l'épidémie gagne du terrain en Asie, surtout en Inde. En revanche, la tendance est à l'amélioration en Amérique et l'Afrique et l'Océanie restent relativement épargnées.

Si la trajectoire de l'épidémie diffère d'un continent à l'autre, les mesures de confinement ont été assouplies un peu partout sur la planète. Des mesures de restrictions ont été réintroduites aux États-Unis et en Europe mais celles-ci sont pour l'instant ciblées et/ou localisées. Tant que le découplage entre le nombre de nouveaux cas et de nouveaux décès se poursuivra et que la tension sur le système hospitalier ne sera pas trop forte, un retour au confinement généralisé de l'Europe semble peu probable.

D'autant que les avancées sur les vaccins arrivent plus rapidement que prévu. Plusieurs candidats sont déjà entrés dans la phase finale des essais cliniques avant la commercialisation et l'Autorité américaine du médicament (FDA) a ouvert la voie à une autorisation en urgence avant la fin de ces essais. Les groupes pharmaceutiques américains et européens prévoient d'importantes quantités de production pour l'année prochaine.

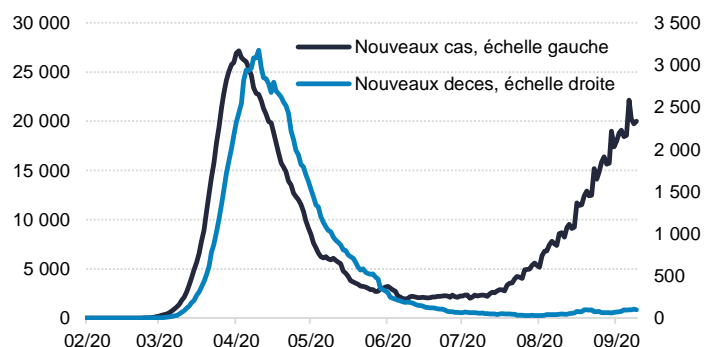
Graphique 1
COVID-19 : nouveaux cas quotidiens par millions d'habitants (moyenne sur une semaine)

Source : European Center for Disease Prevention and Control



Graphique 2
COVID-19 : nouveaux cas et nouveaux décès quotidiens dans la zone euro (moyenne sur une semaine)

Source : European Centre for Disease Prevention and Control



PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

REBOND VIGOUREUX DE L'ACTIVITÉ POST-CONFINEMENT

Le rebond post-confinement se déroule plus rapidement et plus fortement que ce qui était anticipé par le consensus. Les enquêtes affichent un rebond marqué sur les trois derniers mois dans les pays développés et dans les pays émergents. Après une période exceptionnelle, il est toutefois difficile de relier leurs niveaux à un niveau de croissance précis.

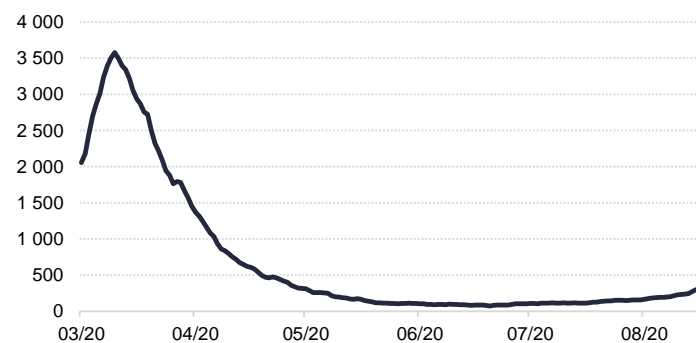
Si la reprise est vigoureuse, celle-ci se fait à plusieurs vitesses. Globalement, à l'image de ce que l'on voit aux États-Unis, la consommation globale est en baisse, ce qui cache des évolutions contrastées. La consommation de biens a rebondi, avec notamment une consommation de biens durables en nette hausse. En revanche, les services, prépondérants dans la consommation, sont encore en dessous des points hauts.

En France, certains secteurs connaissent une reprise rapide, avec même un effet rattrapage comme pour les biens durables. Les dernières estimations de l'INSEE font état d'une activité à 95% de la normale en juillet.

Pour l'instant, un retour de l'activité en Europe vers 97% en fin d'année est très probable.

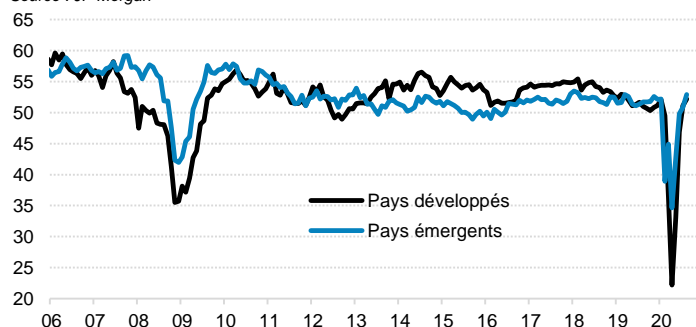
Graphique 3
COVID-19 : nombre quotidien de nouvelles hospitalisations en France (moyenne sur une semaine)

Source : data.gouv.fr



Graphique 4
PMI composite : composante production

Source : JP Morgan



EFFETS DURABLES DE LA CRISE VERSUS MAINTIEN DU SOUTIEN MASSIF DES ÉCONOMIES ?

Même si l'activité sera en fin d'année beaucoup plus proche de la normale que les niveaux exceptionnellement bas du printemps, la baisse d'activité sur un an restera l'équivalent d'une grosse récession.

Les impacts de cette crise n'ont sans doute pas fini de se manifester. La suspension des faillites dans un certain nombre de pays masque l'impact sur l'appareil productif et les conséquences sur l'emploi sont incertaines. En Europe, les dispositifs de chômage partiel ont permis de limiter la hausse du chômage mais la dégradation se poursuit malgré le rebond de l'activité. Aux États-Unis, sur les 13,5 millions de chômeurs en août, 6,2 sont mentionnés comme en chômage temporaire, avec le risque de basculer en chômage permanent.

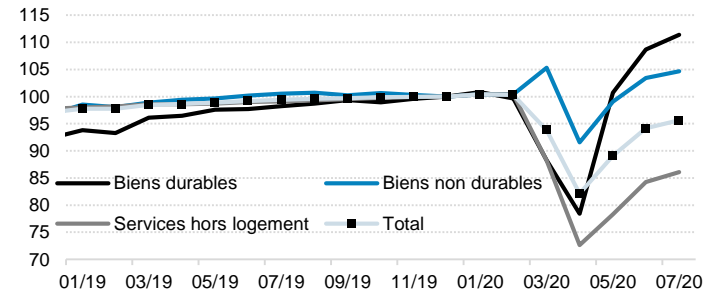
Si les effets finaux de la crise restent incertains, la réponse budgétaire et monétaire massive devrait permettre une poursuite du rebond de l'activité. Les annonces de Jerome Powell à Jackson Hole laissent anticiper un soutien durable de la politique monétaire américaine. De plus, la politique de maintien de taux bas dans les pays développés facilite le financement de niveaux de dettes publiques toujours plus élevés, une contrepartie de mesures budgétaires d'une ampleur totalement inédite.

Un durcissement budgétaire reste peu probable à court terme. Au contraire, les mesures sont renforcées, avec notamment une prolongation des dispositifs de chômage partiel et de nouveaux plans de relance. Les négociations autour d'un nouveau plan d'aide aux États-Unis se poursuivent mais sont actuellement dans l'impasse. Pour l'instant, ces dispositions constituent une réponse exceptionnelle à une crise exceptionnelle. Cependant, il est possible que nous soyons en train de basculer dans un nouvel environnement où la dépense publique est durablement plus élevée.

Pour les pays occidentaux, l'ensemble de ces mesures devrait permettre un retour vers les niveaux d'activité pré COVID fin 2021.

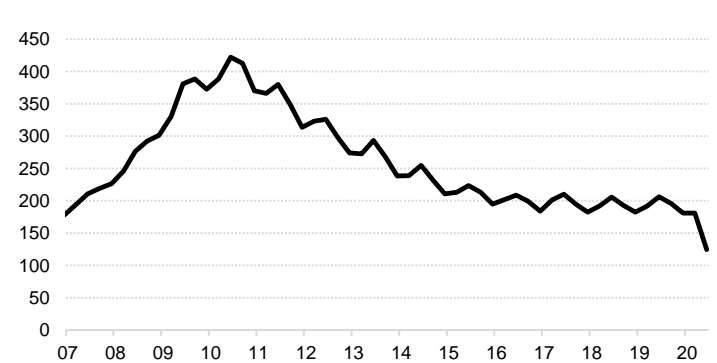
Graphique 5
États-Unis: consommation des ménages en volume base 100 en dec 2019

Source : Bloomberg



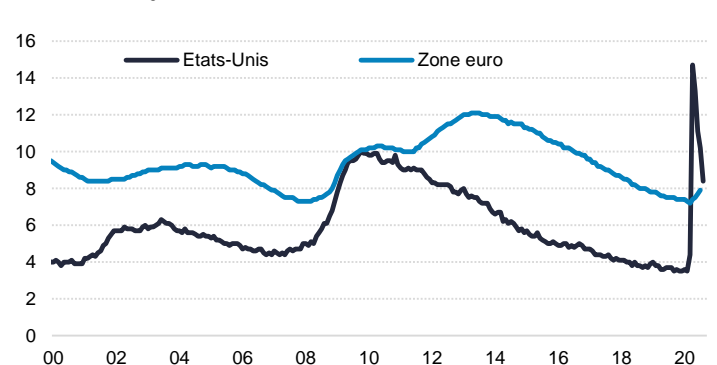
Graphique 6
États-Unis: nombre de faillites par trimestre, milliers

Source : Bloomberg



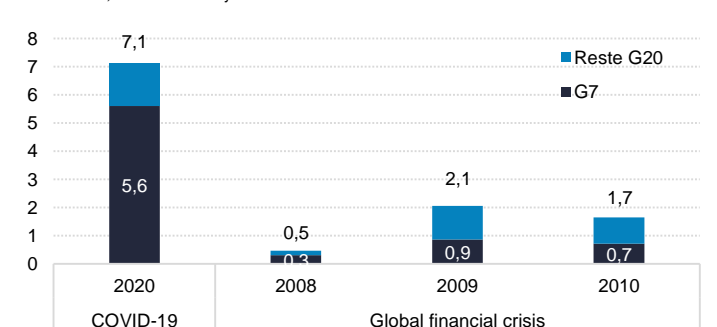
Graphique 7
Pays développés : taux de chômage

Source : Bloomberg



Graphique 8
Mesures budgétaires hors garanties et soutien de liquidité (pourcentage du PIB du G20)

Source : FMI, données au 12 juin



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

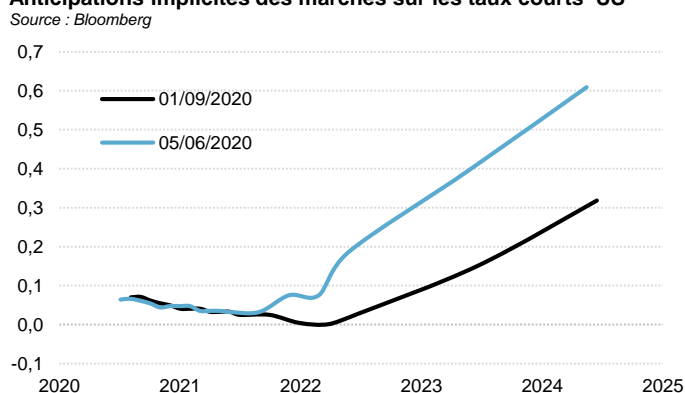
DES BANQUES CENTRALES HYPERACTIVES SUR LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

La politique monétaire devrait rester accommodante pour encore quelque temps. Les déclarations de Jerome Powell ont repoussé les anticipations de remontée des taux à plus de quatre ans. Pour sa part, la BCE s'est engagée à poursuivre les achats effectués dans le cadre du PEPP jusqu'à fin juin 2021, ce qui représente un rythme encore soutenu d'achat. La Fed n'a pas fixé de limite à ses achats.

Si les taux courts devraient rester bas, une remontée des taux longs n'est pas à exclure. Le changement de politique de la Fed crée un biais inflationniste à moyen terme, qui n'est pas compensé par la courbe actuelle des taux. Néanmoins, si les taux venaient à dérapier, la Fed pourrait mettre en place une politique de contrôle de la courbe des taux, similaire à ce que fait le Japon.

Sur le compartiment des obligations d'entreprises, l'écrasement des taux souverains fait que les marges de crédit restent encore élevées. Dorénavant, les banques centrales ciblent aussi les conditions de crédit en achetant des obligations émises par les entreprises, ce qui limite le risque d'emballement.

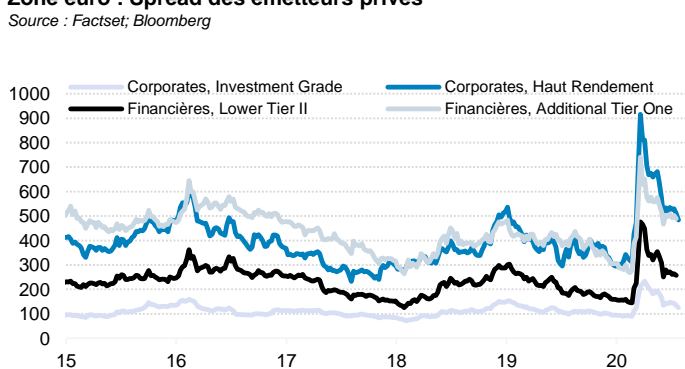
Graphique 9
Anticipations implicites des marchés sur les taux courts US



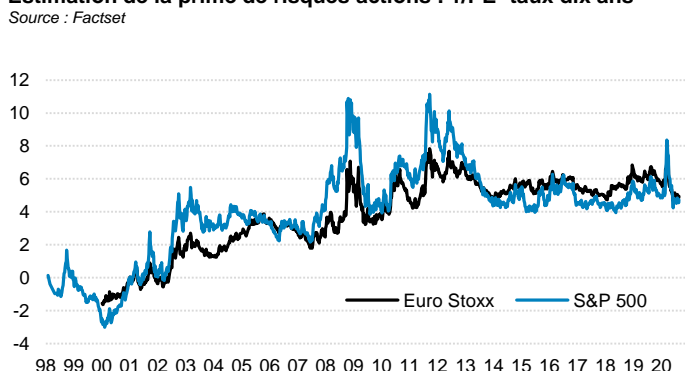
Graphique 10
Etats-Unis : estimation de la prime de terme à dix ans



Graphique 11
Zone euro : Spread des émetteurs privés



Graphique 12
Estimation de la prime de risques actions : 1/PE- taux dix ans



DES MARCHÉS ACTIONS DÉRAISONNABLES ?

Le contexte nous semble toujours porteur pour les marchés actions. Malgré les fortes révisions en baisse des prévisions de résultats, la chute des taux d'intérêts fait que la rémunération du risque actions reste élevée. En outre, la phase de fortes révisions en baisse des résultats est derrière nous.

A court terme, certains risques sont à surveiller : des statistiques économiques moins bonnes (après une période exceptionnelle dans un contexte de réouverture de l'économie) ; l'absence d'accord sur un nouveau plan de relance aux États-Unis (possible trou d'air sur l'activité) ; une sortie sans accord du Royaume-Uni ; les élections aux États-Unis (risque d'élection serrée et de désaccord sur les résultats) ; les tensions entre la Chine et les États-Unis.

Mais à moyen terme, le potentiel des marchés actions nous semble être supérieur aux autres classes d'actifs. Face à des obligations dont le rendement est tiré à la baisse par l'action des banques centrales, le rendement des actions semble plus raisonnable. Par ailleurs, la perspective d'un vaccin pourrait redynamiser l'économie et donc les marchés dans un contexte de forte relance budgétaire.

Si le niveau actuel des marchés actions est élevé, il se justifie dans un environnement de forte relance budgétaire et monétaire et de maintien des taux bas. Une accélération de l'inflation, forçant les banques centrales à remonter les taux, bouleverserait l'équilibre actuel, mais elle ne semble pas d'actualité. L'ampleur des mesures prises en fait un scénario envisageable sur les prochaines années.

Glossaire :

INSEE : L'Institut National de la Statistique et des Études Économiques est chargé de la production, de l'analyse et de la publication des statistiques officielles en France.

BCE : Banque Centrale Européenne.

PEPP : Programme d'achats d'urgence pandémique, plan d'achats de dettes sur les marchés visant à faire baisser les coûts de financement des États, des entreprises et des ménages.

Fed : La réserve fédérale des États-Unis, soit la banque centrale des États-Unis.

Indices PMI : les indices PMI (Purchasing Manager's Indices) sont des indicateurs de confiance qui synthétisent les résultats des enquêtes menées auprès des directeurs d'achats des entreprises.

Prime de terme : la prime de terme reflète la rémunération supplémentaire que les investisseurs perçoivent au titre du risque de duration, celui-ci étant lié à la durée de vie moyenne de l'instrument.

PE : Le price-earnings ratio (PER, ou P/E) désigne un indicateur utilisé en analyse boursière. Il permet d'évaluer la valeur d'un titre par rapport aux prix des titres de sociétés du même secteur.

Révisions des prévisions de résultats : souvent révisées lorsque quelque chose de nouveau se produit dans l'entreprise et que les analystes pensent que ces changements pourraient affecter les bénéfices futurs de l'entreprise. Une hausse des estimations de bénéfices après révision est généralement considérée comme un signe haussier, tandis qu'une baisse des estimations de bénéfices après révision est considérée comme un signe baissier.

Graphique 13

Euro Stoxx : nombre net de révisions des prévisions de résultats

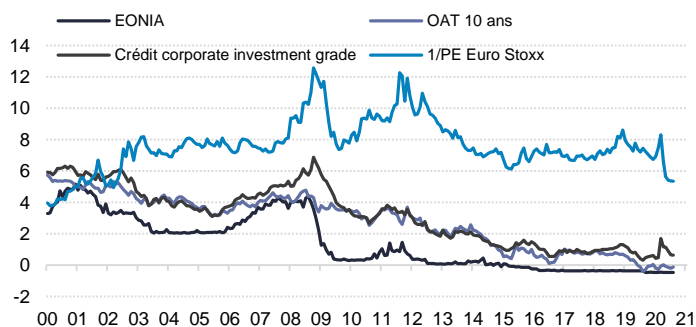
Source : Factset



Graphique 14

Rendement à maturité ou équivalent des différentes classes d'actifs

Source : Factset, Bloomberg



Graphique 15

Etats-Unis : anticipations d'inflation au 04 septembre (implicite dans les swaps d'inflation)

Source : Bloomberg



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de septembre 2020 et est susceptible de changer. Données les plus récentes à la date de publication.

**SUIVEZ
& PARTAGEZ**

l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
www.lazardfreresgestion-tribune.com



Twitter
@LazardGestion



LinkedIn
Lazard Frères Gestion

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.