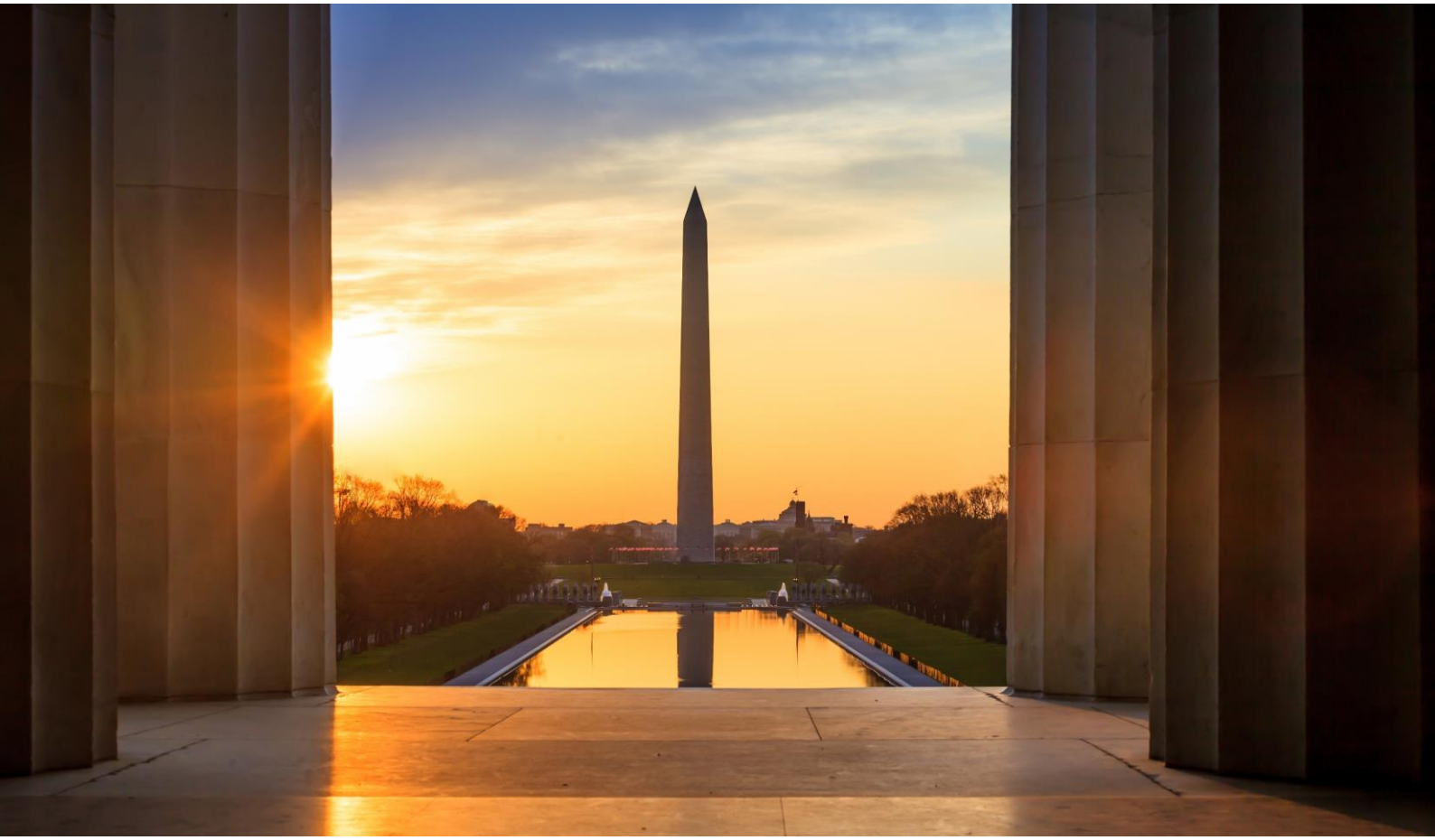
LAZARD
FRÈRES GESTION

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES

Janvier 2021



Lever de soleil sur le Lincoln Memorial, le Washington Monument et le Capitole, Washington D.C.
Source: ShutterStock

Document rédigé le 25 janvier 2021

À court terme, l'activité reste soumise à l'évolution des restrictions sanitaires et donc à celle de l'épidémie. Cette situation va probablement durer encore quelques mois. La vaccination des personnes les plus à risque devrait ensuite permettre une levée des mesures de restriction et une accélération de la croissance au second semestre. Pendant ce temps, l'enjeu principal reste la préservation des bilans des agents économiques privés, ce qui passe par une poursuite du soutien budgétaire et monétaire en 2021. Dans ce contexte, les actifs risqués devraient continuer à surperformer face aux actifs sans risque. Le resserrement déjà important des spreads sur les catégories les plus risquées de crédit devrait amener une performance proche du portage pour celles-ci tandis que la prime de risque des marchés actions reste élevée et devrait leur permettre d'offrir de bonnes performances. La remontée des taux longs pourrait s'accompagner d'une rotation vers les segments les plus cycliques.

PERSPECTIVES ÉCONOMIQUES

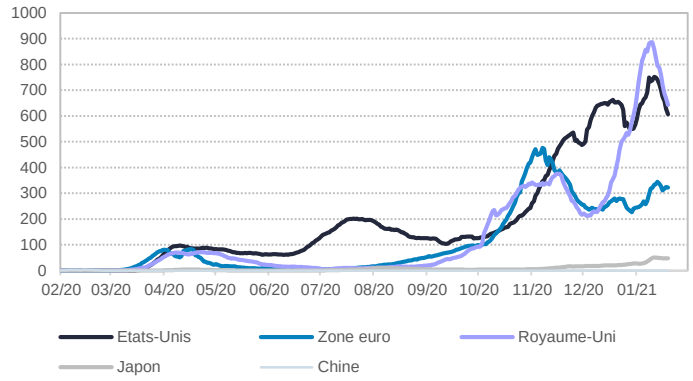
À COURT TERME, UNE ACTIVITÉ TOUJOURS SOUMISE AUX MESURES DE RESTRICTIONS SANITAIRES

Le regain hivernal de l'épidémie dans les pays occidentaux amène un renforcement des mesures de restrictions sanitaires qui pèse sur la croissance, même si celles-ci sont conçues de manière à limiter l'impact sur l'activité par rapport au printemps dernier.

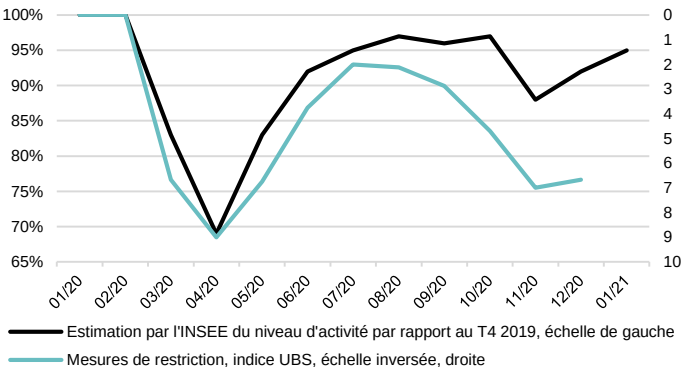
L'Europe est la zone la plus touchée par ces mesures, avec un impact économique qui se fait principalement sentir sur le secteur des services. Aux États-Unis, le niveau limité des restrictions réduit l'impact sur la croissance. Mais les chiffres de la consommation et de l'emploi montrent toutefois une perte de dynamisme au quatrième trimestre. La conjoncture est plus favorable en Chine, où les restrictions sont minimales ou prises localement.

Cette situation chaotique va probablement durer encore quelques mois. Ensuite, la hausse des températures devrait limiter la propagation du virus et surtout, les campagnes de vaccination devraient gagner en ampleur. Conjuguée à l'augmentation de la population déjà exposée au virus, la vaccination devrait permettre une levée des mesures de restriction et une accélération de la croissance durant la seconde moitié de l'année.

Graphique 1
COVID-19 : nouveaux cas quotidiens par million d'habitants (moyenne glissante sur une semaine)
Source : Johns Hopkins au 20/01/2021



Graphique 2
France : activité économique et mesures de restriction
Source : INSEE, UBS



QUEL IMPACT DE LA CRISE ?

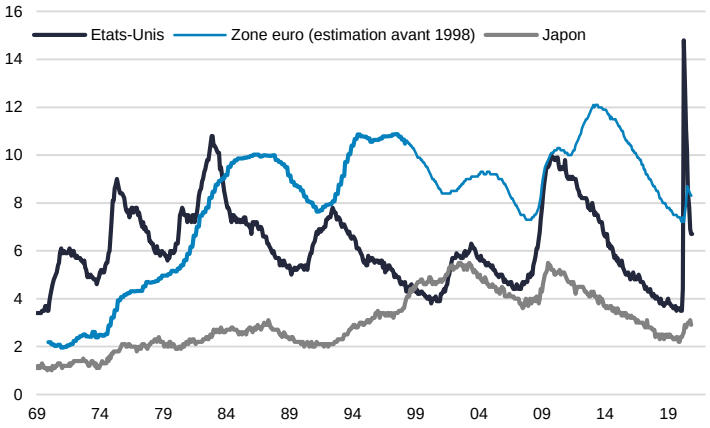
En attendant, l'enjeu principal pour les autorités est d'éviter que la crise sanitaire ait un impact durable sur l'activité. Cela pourrait être le cas dans un scénario de destruction de capacités de production, par les faillites ou les licenciements, de baisse du stock de capital, en raison d'un investissement moindre, ou encore de comportement plus prudent des agents économiques pour réparer des bilans abimés. Pour l'instant, la capacité de rebond des économies semble avoir été bien préservée.

Le niveau de faillites est sur un niveau très faible aux États-Unis et il en va de même en France. Une augmentation du nombre de faillites est très probable mais le mouvement sera accompagné par les pouvoirs publics. L'évolution du chômage est également rassurante. En Europe, le chômage est resté très en dessous des niveaux qui prévalaient après la crise de 2008-2009, grâce notamment au renforcement du chômage partiel, et il a nettement baissé aux États-Unis, après une forte hausse initiale.

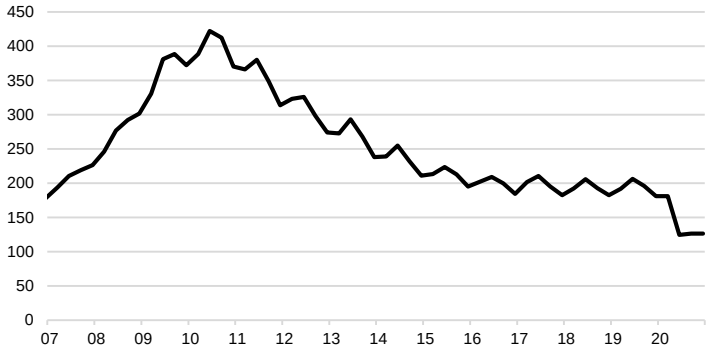
L'investissement des entreprises fait preuve de résistance avec des commandes de biens d'investissement qui ont nettement rebondi depuis leur point bas du printemps et des intentions d'investissement bien orientées. La situation financière des entreprises ne s'est pas particulièrement dégradée mais d'importantes divergences entre pays et entre secteurs sont observées.

Les bilans des ménages ont été préservés grâce aux transferts publics massifs, en particulier aux États-Unis où la réponse à la crise a été d'une ampleur exceptionnelle. Pour les ménages américains, les transferts déjà reçus ont largement dépassé la baisse des revenus d'activité et viennent s'ajouter à l'épargne forcée liée à la baisse de la consommation. Ces transferts sont pour l'instant essentiellement conservés sous la forme de dépôts qui diminuent d'autant l'endettement net. Grâce aux importants transferts, les ménages les moins riches ont vu leur patrimoine net augmenter fortement, plus que le seul effet richesse des ménages plus aisés. Paradoxalement, la situation des ménages américains est donc aujourd'hui plus favorable qu'elle ne l'était avant la crise sanitaire.

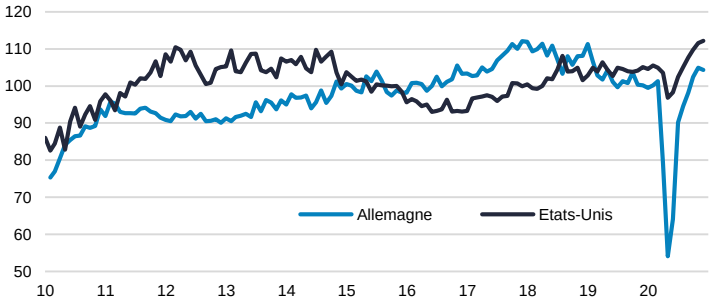
Graphique 3
Pays développés : taux de chômage
Source : Bloomberg



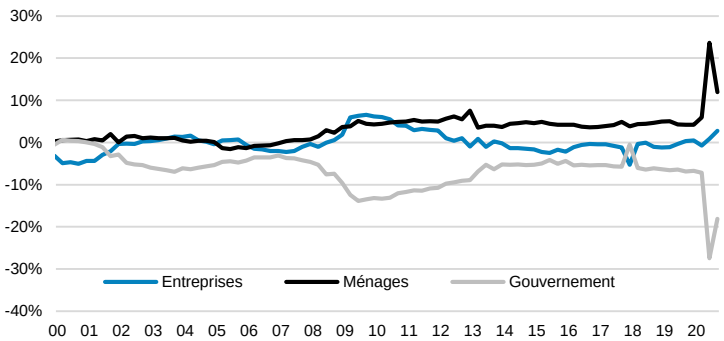
Graphique 4
États-Unis : nombre de faillites par trimestre, milliers
Source : Bloomberg



Graphique 5
Commandes de biens d'investissement hors éléments volatils, base 100 en 2015
Source : Bloomberg



Graphique 6
États-Unis : épargne financière nette des agents économiques (% du PIB, annualisé)
Source : Bloomberg



VERS UN REBOND DE L'ACTIVITÉ PLUS FORT QU'ATTENDU ?

Les soutiens monétaires et budgétaires vont rester très importants sur les douze à dix-huit prochains mois.

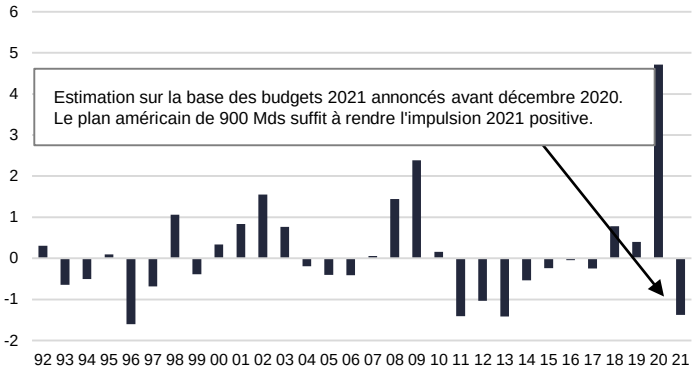
Aux Etats-Unis, la majorité démocrate au Congrès va permettre la mise en œuvre de nouvelles mesures de relance qui s'annoncent massives, avec en contrepartie une probable augmentation des impôts sur les sociétés. Le soutien budgétaire pourrait être moins important dans la zone euro mais un durcissement de la politique budgétaire n'est pas à l'ordre du jour. La clause dérogatoire du Traité de Stabilité et de Croissance va sans doute s'appliquer jusqu'en 2022. Pour le moment, aucune institution internationale n'appelle à une réduction rapide du soutien, alors que cette question s'était posée très tôt après la Grande Crise Financière de 2008.

Le changement de paradigme qui semble s'opérer du côté de la politique budgétaire est également valable pour la politique monétaire, avec des banques centrales qui s'orientent vers des politiques durablement plus accommodantes. Globalement, il n'est pas question de remonter les taux d'intérêt et les achats de titres vont se poursuivre.

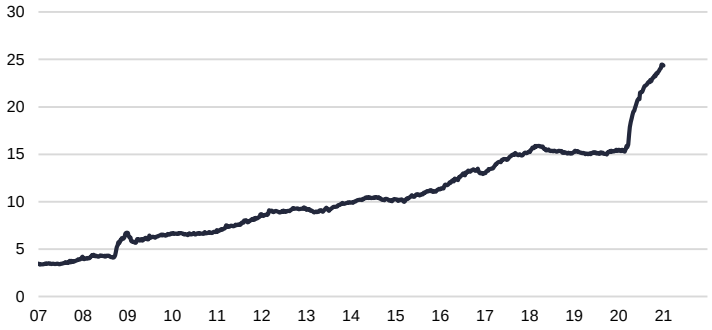
Dans cet environnement, l'utilisation de l'épargne accumulée et la demande latente liée aux confinements peuvent générer une forte accélération de la croissance cette année. D'autant que le troisième trimestre 2020 a montré qu'une fois les restrictions levées, l'activité redémarre fortement.

A court terme, le principal risque pour la reprise semble être celui d'une inefficacité des vaccins contre les nouvelles souches de la Covid-19. A moyen terme, le niveau exceptionnel de création monétaire et la remontée des cours des matières premières posent le risque d'une accélération de l'inflation.

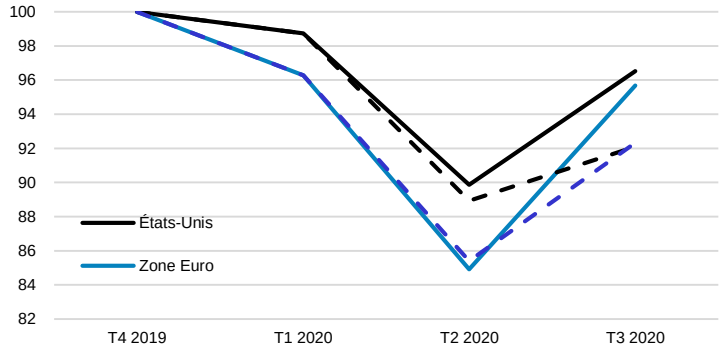
Graphique 7
OCDE : impact budgétaire des mesures de relance
Source : OCDE



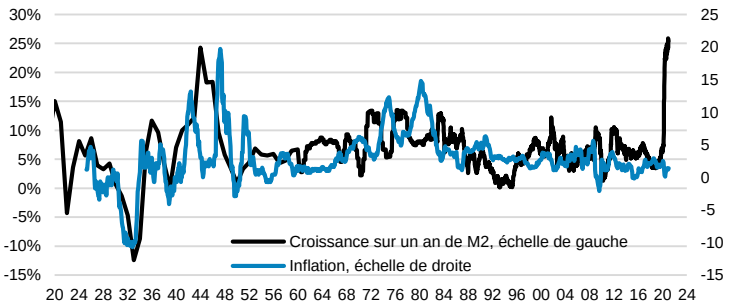
Graphique 8
Bilan des principales banques centrales des pays développés Fed, BCE, BoJ, BoE, BoC, Riksbank (tn USD)
Source : Bloomberg



Graphique 9
PIB en volume, base 100 au T4 2019 réalisé et prévisions à fin mai en pointillés
Source : Bloomberg



Graphique 10
États-Unis : croissance de la masse monétaire M2 sur un an et inflation
Source : source: Òscar Jordà, Moritz Schularick, and Alan M. Taylor 2017, Macrofinancial history and the new business cycles facts, Bloomberg



PERSPECTIVES FINANCIÈRES

Dans ce contexte, les actifs risqués devraient continuer à surperformer face aux actifs sans risque.

MARCHÉS OBLIGATAIRES : REMONTÉE DES TAUX LONGS AUX ETATS-UNIS ET SOUTIEN DU CRÉDIT PAR LES BANQUES CENTRALES

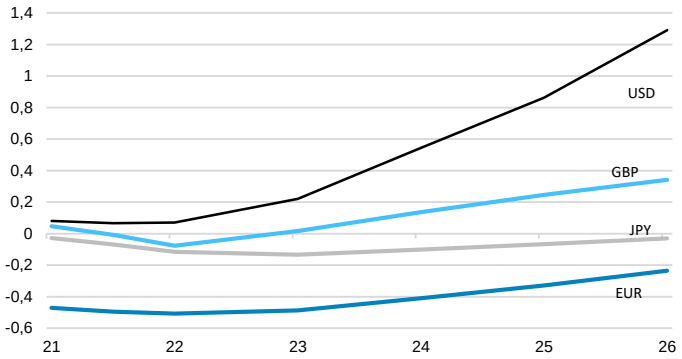
Le consensus attend le maintien de taux bas pour au moins quatre ans. Même en cas de nette amélioration de la situation, des remontées de taux par les banques centrales semblent inimaginables d'ici 2022. Cela ne veut pas dire pour autant que les taux longs ne peuvent pas augmenter.

Les taux d'intérêt réels sont encore plus bas qu'ils ne l'étaient avant le Taper Tantrum de 2013 et le différentiel entre les taux longs et les taux courts est encore très en dessous des niveaux les plus hauts atteints par le passé. En cas de trop forte tension des taux longs, la mise en place d'une politique de contrôle de la courbe n'est pas à exclure mais la Fed laissera probablement une pente non négligeable afin de soutenir le secteur financier.

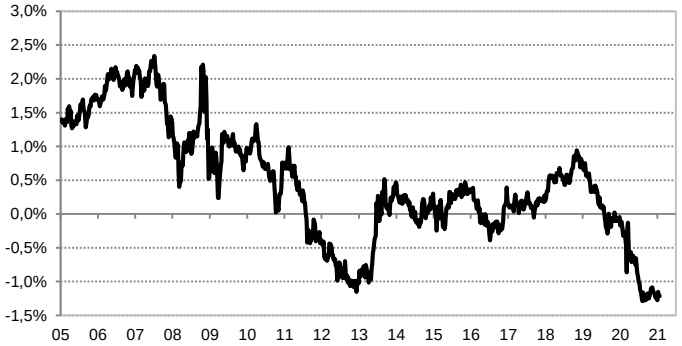
D'autre part, outre le montant supplémentaire d'émissions lié aux nouvelles mesures de soutien budgétaires, le marché devra également sans doute absorber un rééquilibrage de la maturité moyenne de la dette émise, le Trésor ayant émis beaucoup de dette à très court terme l'année dernière. Les taux longs européens pourraient également remonter, par contagion, mais dans une moindre mesure.

Dans ce contexte de taux d'Etat très bas, le compartiment du crédit reste attractif. Les marges de crédit se rapprochent de leur point bas des dernières années mais le supplément de rendement offert par les segments les plus risqués reste intéressant, avec une performance qui devrait être proche du portage. Le haut rendement devrait assurer des performances significativement supérieures au cash et les achats des banques centrales limitent le risque d'écartement des spreads.

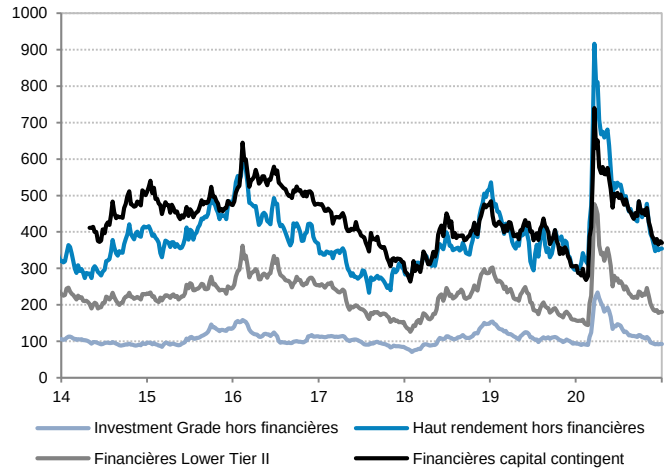
Graphique 11
Anticipations de taux courts Courbe OIS
Source : Bloomberg



Graphique 12
États-Unis : taux sur les obligations à dix ans - swap d'inflation à dix ans
Source : Bloomberg



Graphique 13
Zone euro: spread des émetteurs privés (points de base)
Source : Factset



MARCHÉS ACTIONS : VERS UNE POURSUITE DE LA HAUSSE ?

Le niveau élevé de la prime de risque des actions devrait leur permettre d'offrir de bonnes performances dans un contexte de rebond de l'activité et de relance budgétaire.

Les indices ont déjà bien remonté mais la volatilité implicite demeure élevée. Cela montre que les investisseurs n'ont pas totalement abandonné toute inquiétude quant à l'évolution des marchés et qu'en dépit de niveaux élevés, les marchés ne sont probablement pas encore entrés dans une phase d'euphorie.

Nous privilégions les actions européennes et émergentes aux actions américaines, le potentiel de rebond des résultats et les valorisations relatives nous semblant plus favorables sur ces marchés. D'autant que les actions émergentes pourraient bénéficier de la remontée des prix des matières premières, tandis que les probables augmentations d'impôts pénaliseraient les plus grosses capitalisations boursières américaines.

La poursuite du mouvement haussier sur les taux constituerait un puissant facteur de soutien pour les valeurs dites value qui sont les plus exposées à la reprise de l'activité et qui présentent une valorisation relative très favorable. La décote des petites capitalisations par rapport aux grandes capitalisations pourrait également constituer une opportunité d'achat.

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 Etats-Unis, soit la banque centrale des Etats-Unis.

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

OIS : L'Overnight Indexed Swap est une norme de référence de taux d'intérêt sur le plan international. L'OIS concerne principalement les opérations d'échange de taux référencées sur une maturité quotidienne.

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.

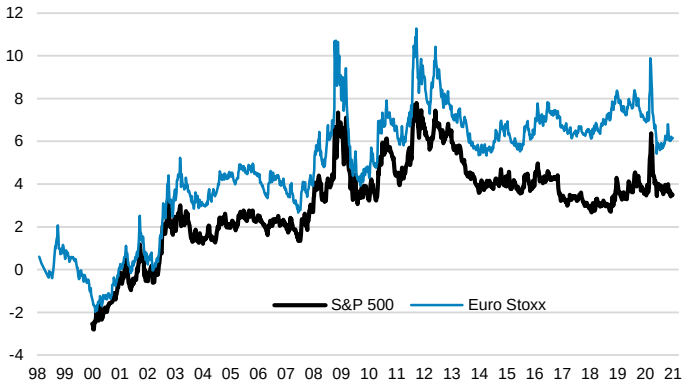
PIB : Le produit intérieur brut est l'indicateur économique qui permet de quantifier la valeur totale de la « production de richesse » annuelle effectuée par les agents économiques résidant à l'intérieur d'un territoire.

Prime de risque actions: La prime de risque actions est le retour sur investissement supplémentaire offert par une action par rapport à un investissement sans risque. Ce rendement supplémentaire rémunère l'investisseur pour sa plus grande prise de risque.

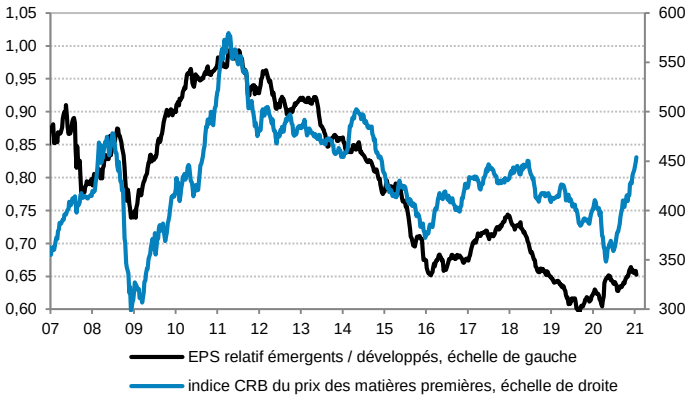
Swap : Le swap ou contrat d'échange est un produit dérivé financier. Il s'agit d'un contrat d'échange de flux financiers entre deux parties, qui sont généralement des banques ou des institutions financières.

Taper Tantrum: L'expression "taper tantrum" décrit la hausse des rendements du Trésor américain en 2013, résultant de l'annonce par la Réserve fédérale (Fed) d'une future réduction progressive de sa politique d'assouplissement quantitatif.

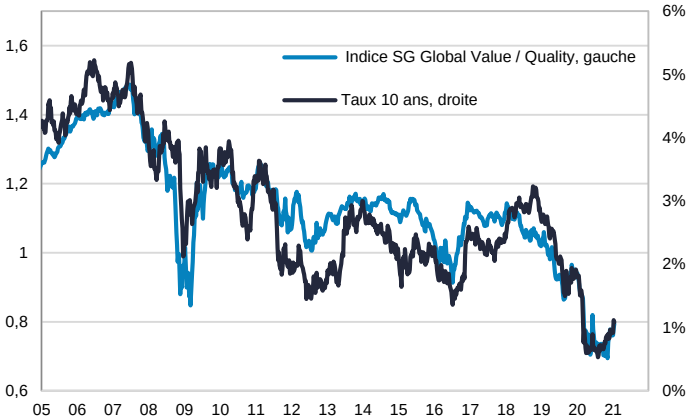
Graphique 14
Estimation de la prime de risques actions : 1/PE- taux dix ans
Source : Factset



Graphique 15
Résultats prospectifs MSCI EM / MSCI World et prix des matières premières
Source : Bloomberg



Graphique 16
Performance relative globale des valeurs Value / Qualité
Source : Bloomberg



L'opinion exprimée ci-dessus est datée du mois de janvier 2021 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.