

Des réponses sans précédent à une récession historique

L'économie mondiale est confrontée à trois chocs, en partie liés aux mesures de confinement destinées à endiguer l'épidémie : d'abord, un choc d'offre où la production ralentit fortement pour un grand nombre d'industries ou de services ; ensuite, un choc de demande où le consommateur, confiné, réduit drastiquement sa consommation – en particulier discrétionnaire – et se retrouve confronté au chômage à temps partiel ; enfin, un choc financier où l'augmentation de l'incertitude génère un fort accroissement du risque et, en conséquence, un durcissement des conditions de financement pour les agents économiques.

En conséquence, le PIB mondial se contracte, avec une ampleur sans précédent depuis la seconde guerre mondiale. Les dernières prévisions des institutions dépassent désormais nos anticipations présentées en avril. Le Fonds monétaire international table sur une contraction de l'économie mondiale de 3% en 2020, répartie de la manière suivante : les Etats-Unis devraient connaître une contraction de 5,9%, l'Europe devrait reculer de 7,5%. Enfin, les pays émergents devraient se contracter de 1%. Ces estimations restent cependant sujettes à révision, les stratégies de déconfinement, évolutives, ayant un impact immédiat sur les perspectives économiques.

Face à cette crise inédite, les réponses des autorités politiques et monétaires sont tout aussi historiques :

- ▶ sur le front monétaire, les Banques centrales ont très rapidement réagi à la détérioration des conditions économiques et financières. Aux Etats-Unis, la *Federal Reserve* a déployé très rapidement les outils d'intervention créés lors de la crise de 2008-2009. Résultat ? Son bilan s'élève à 6 600 milliards \$ (contre 4 200 milliards \$ à fin février) ! En Europe, la Banque centrale européenne a lancé un nouveau programme d'achats d'actifs – le *Pandemic Emergency Purchase Program* – pour un montant de 750 milliards €, susceptible d'être révisé à la hausse au cours de ces prochaines semaines ou mois ;
- ▶ sur le front budgétaire, les annonces sont également spectaculaires. L'administration du président Trump a mis en place deux programmes pour un montant cumulé de près de 2 500 milliards de dollars (13% du PIB américain) ; les gouvernements européens annoncent trois types de mesures : au niveau national, celles d'ordre budgétaire destinées à aider les agents économiques et celles destinées à garantir les prêts des entreprises ; au niveau européen, le Mécanisme européen de Stabilité est finalement activé pour aider les Etats en difficulté.

D'autres annonces sont probables au cours des prochaines semaines et des prochains mois en raison de l'ampleur de la contraction de l'activité et du risque de développement d'une spirale vicieuse où chocs d'offre et de demande s'auto-alimentent.

Des reprises à des rythmes différenciés selon les régions, les pays et les secteurs

La question désormais posée est celle de la forme de la reprise pour les trimestres à venir. Comme expliqué dans notre dernier flash, les économistes utilisent l'alphabet pour décrire les scénarios de reprise possibles (V, U, W, L). L'exercice de prévisions est d'autant plus complexe que la crise sanitaire est un paramètre exogène dont la durée a des impacts immédiats et potentiellement durables sur l'économie mondiale. L'observation du cas chinois est source d'enseignements multiples :

- ▶ d'abord, le déconfinement se fait de manière progressive. Des mesures de restriction des déplacements et des activités sont toujours en place ;
- ▶ ensuite, si l'outil de production industrielle peut repartir assez rapidement, comme l'indique le rebond de la confiance des entreprises dans le secteur manufacturier observé en mars, la reprise du secteur des services est plus graduelle ;
- ▶ enfin, le consommateur chinois n'a pas encore retrouvé ses habitudes d'antan. Plusieurs phénomènes sont ici à l'œuvre, entre constitution d'une épargne de précaution et modification des modes de consommation.

Ainsi, la reprise de l'économie mondiale au second semestre n'aura vraisemblablement pas un profil en V, avec des différenciations régionales et sectorielles fortes :

- ▶ l'économie américaine devrait repartir assez fortement dès le troisième trimestre de cette année, la reprise se prolongeant tout au long de l'année 2021 (au rythme de +3,4%) ;
- ▶ l'économie européenne rebondira plus mollement au troisième trimestre et plus modestement l'année prochaine (au rythme de +1,6%) ;
- ▶ l'économie chinoise, après une contraction historique au premier trimestre, rebondira pour atteindre une croissance escomptée de 6,5% en 2021.

Deux autres scénarios restent possibles, l'un positif où les progrès technologiques et de la médecine permettent un endiguement permanent de la pandémie, favorisant une reprise en V de l'économie mondiale, l'autre négatif où le contrôle de la pandémie est plus difficile, produisant des impacts sur l'économie mondiale plus durables.

Notre politique d'investissement à court terme

Le rebond des actifs risqués, entamé au cours de la troisième semaine de mars, a été de très grande ampleur, en particulier pour les actions. A court terme (horizon 3 mois), nous réduisons le poids des actions et les sous-pondérons désormais dans les portefeuilles. Cette décision est motivée par le caractère asymétrique du profil rendement-risque des actions à court terme. En d'autres termes, l'espérance de gain au cours des prochaines semaines semblent inférieures au risque de baisse. En effet, le très fort rebond a généré une normalisation significative des valorisations de cette classe d'actifs : le *price earning ratio* (ratio cours sur bénéfices) du marché des actions mondiales s'élève désormais à 16, au dessus de sa moyenne de long terme ; la prime de risque reste attractive mais s'inscrit à des niveaux inférieurs à ceux constatés lors des crises de 2008 et de 2011. Ainsi, les valorisations n'offrent plus nécessairement de coussin de sécurité à de potentielles mauvaises nouvelles qui sont de deux ordres :

- ▶ d'une part, le scénario de reprise en V semble trop optimiste eu égard à cette situation extraordinaire, et ce, malgré les mesures de soutien historiques des autorités monétaires et politiques. Notre scénario central est celui d'une reprise progressive, aux formes différenciées ;
- ▶ d'autre part, les bénéfices des entreprises devraient être fortement sous pression au premier semestre et la reprise envisagée pour 2021 (une croissance supérieure à 20% pour les Etats-Unis et l'Europe) semble, là aussi, trop optimiste.

Ainsi, notre politique d'investissement se synthétise de la manière suivante :

- ▶ nous sous-pondérons désormais les actions et conservons notre préférence pour les Etats-Unis et dans une moindre mesure les marchés émergents. Nous restons sous-pondérés sur l'Europe qui souffre de la perspective d'un rebond plus faible de l'activité ;
- ▶ nous maintenons une large diversification sectorielle et privilégions toujours les valeurs de la technologie et de la santé, assises sur des tendances de croissance régulière de leurs chiffres d'affaires ;
- ▶ nous restons diversifiés sur la sphère des taux entre obligations d'Etat et d'entreprises et dette émergente ;
- ▶ enfin, et par voie de conséquence, nous augmentons le poids des liquidités dans les portefeuilles.

Le rôle « indispensable » des actions dans une allocation d'actifs de long terme

Au-delà du court terme, la crise sanitaire aura probablement de multiples répercussions, dont la plupart sont encore mal appréhendées. Sur le plan financier, elle rendra encore plus aiguë la problématique de la construction d'une allocation d'actifs. D'une part, la crise économique renforce la probabilité que les actifs sans risque – monétaire et obligations d'Etat, en € et en \$ - délivrent des rendements extrêmement faibles au cours de la prochaine décennie. En effet, les politiques monétaires demeureront probablement très accommodantes, vraisemblablement pendant plusieurs années, pour effacer la chute d'activité. D'autre part, elle rend indispensable les actifs dits risqués qui offrent des espérances de rendement positives (obligations d'entreprises, dette émergente) à très positives (actions) pour les prochaines années¹. Ainsi, à l'avenir, la recherche d'un rendement positif de l'épargne nécessitera l'intégration de la classe d'actifs actions dans la construction de son allocation d'actifs.

**Le département des Investissements,
Banque Neuflyze OBC**

Les performances passées ne préjugent pas les performances futures

¹ Les espérances de rendements des actifs risqués n'ont pas encore été revues depuis la crise sanitaire. Il est probable qu'elles n'évoluent guère pour les actions ; elles devraient être révisées à la hausse pour les obligations d'entreprises.

Avertissement

Copyright 2013 ABN AMRO Bank N.V. («ABN AMRO»), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / P.O. box 283, 1000 EA Amsterdam, Pays-Bas. Tous droits réservés. La présente documentation a été préparée par la Banque Neulifize OBC supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution et l'Autorité des Marchés Financiers en liaison avec la Société de gestion ABN AMRO Investment Solutions supervisée par l'Autorité des Marchés Financiers. Les données relatives aux valeurs ont été fournies par l'Investment Advisory Centre (IAC) d'ABN AMRO Bank NV soumise à la supervision de la De Nederlandsche Bank (DNB) et de l'Autorité Financière Markten et les services de Morningstar.

Cette documentation est exclusivement fournie à titre informatif et ne constitue pas une offre ou une recommandation d'achat ou de vente ou une incitation à s'engager dans un quelconque investissement ni un conseil en investissement. En tout état de cause les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. De même, aucun élément de la Documentation ne constitue un conseil financier, juridique, fiscal ou autre ni ne saurait fonder une décision de placement ou une autre décision. Elle repose sur des informations considérées comme fiables, mais aucune garantie n'est donnée quant à son exactitude, fiabilité ou son exhaustivité compte tenu, notamment, des délais de mise à jour, de traitement et de contrôle à effectuer. Bien que nous nous efforcions d'actualiser les informations et opinions contenues dans la présente documentation à intervalles raisonnables, des raisons d'ordre réglementaire ou de conformité peuvent nous en empêcher.

Les opinions, prévisions, suppositions, estimations, valorisations dérivées et objectifs de cours fournis dans la présente Documentation sont seulement valables à la date indiquée et peuvent être modifiées à tout moment sans notification préalable. Les références à des placements dans la présente Documentation peuvent ne pas être appropriées ou ne pas convenir pour les objectifs d'investissement, la situation financière, les connaissances, l'expérience ou les besoins individuels spécifiques des destinataires et ne sauraient remplacer un conseil professionnel avisé. Tout cours d'un titre ou instrument financier indiqué dans la présente Documentation fait référence au cours à la date indiquée et aucune garantie n'est donnée qu'il soit possible de réaliser une transaction à ce cours. Ni ABN AMRO, ni la Banque Neulifize OBC, ni ABN AMRO Investment Solutions ni quiconque ne saurait être tenu pour responsable d'un quelconque dommage direct, indirect, tels que pertes financières, manque à gagner, perte quelconque résultant d'une erreur ou d'une information découlant de quelque manière que ce soit des informations contenues dans la présente documentation. La présente Documentation est destinée uniquement aux destinataires désignés. Toute présentation, reproduction, copie de même que toute transmission (par voie électronique ou par tout autre moyen), de tout ou partie de son contenu à quelque fin que ce soit est interdite sans consentement explicite préalable d'ABN AMRO, de la Banque Neulifize OBC ou ABN AMRO Investment Solutions. La présente documentation est exclusivement destinée à être distribuée à la clientèle privée ou clientèle de détail. Toute distribution à des clients privés/de détail, dans un pays dans lequel le distributeur serait soumis à des conditions d'enregistrement ou de licence auxquelles il ne répond pas en l'occurrence, est interdite. Documentation fait ici référence aux données d'analyse sous toutes leurs formes et notamment, sans s'y limiter, les documents imprimés, documents informatiques, présentations, courriers électroniques, SMS ou WAP.

Restrictions de distribution en vertu de la réglementation américaine

► Ni ABN AMRO Bank N.V. ni la Banque Neulifize OBC ni ABN AMRO Investment Solutions ne sont une société de Bourse au sens de l'U.S. Securities Exchange Act de 1934, tel qu'amendé («Loi de 1934») et au sens des législations applicables dans les différents Etats des Etats-Unis. Ni ABN AMRO Bank N.V. ni la Banque Neulifize OBC ou ABN AMRO Investment Solutions ne sont non plus un conseiller en placement enregistré au sens de l'U.S. Investment Advisers Act de 1940, tel qu'amendé («Advisers Act» et conjointement avec la Loi de 1934, les «Lois») et au sens des législations applicables dans les différents Etats des Etats-Unis. Sauf exception spécifique aux termes des Lois, les services de courtage ou de conseil en placement fournis par ABN AMRO Bank N.V., la Banque Neulifize OBC ou ABN AMRO Investment Solutions y compris (sans s'y limiter) les produits et services décrits dans la présente, ne sont par conséquent destinés aux citoyens ou résidents américains et assimilés, en vertu de la réglementation américaine («US Person»). Ni la présente Documentation, ni aucune copie de celle-ci ne pourra être envoyée, introduite ou distribuée aux Etats-Unis ou à une US Person.

Autres restrictions de distribution

► Sans préjudice de ce qui précède, les produits et services décrits dans la présente documentation ne sont pas destinés à être offerts, vendus et/ou distribués aux personnes se trouvant dans des pays dans lesquels (en raison de la nationalité de ces personnes ou pour d'autres raisons) l'offre, la vente et/ou distribution des produits ou la publication ou la mise à disposition de cette Documentation est interdite ou illégale. Les personnes qui entrent en possession de la présente Documentation ou d'une copie de celle-ci sont tenues de s'informer sur les éventuelles restrictions légales applicables à sa distribution ainsi qu'à l'offre, à la vente et/ou à la distribution des produits et services qui y sont décrits et de se conformer auxdites restrictions. ABN AMRO ne saurait être tenue responsable d'un quelconque dommage ou d'une quelconque perte découlant de transactions et/ou services contraires aux restrictions susmentionnées.

Critères relatifs au respect d'objectifs sociaux, environnementaux et de qualité de gouvernance.

► ABN AMRO Bank N.V. s'assure dans la mesure du possible de la fiabilité des critères. Toutefois, ces informations ne sont pas auditées et peuvent faire l'objet de modifications. ABN AMRO décline toute responsabilité pour les dommages découlant de l'utilisation (directe ou indirecte) de ces critères ou indicateurs. Les critères ou indicateurs ne constituent pas, à eux seuls, une recommandation relative à une société spécifique ni une offre d'achat ou de vente de placements. Il convient de noter que les critères ou indicateurs constituent une opinion relative à une période donnée sur la base de différentes considérations de développement durable. L'indicateur de développement durable n'est qu'une indication prenant en compte les critères de développement durable d'une société dans son secteur.

Conflits d'intérêts dans les entreprises citées

► ABN AMRO peut détenir une part importante des actions ou un intérêt financier significatif dans la dette de sociétés dont les titres sont visés dans la présente Documentation. ABN AMRO peut tenir actuellement un marché pour les titres de ces sociétés et procéder par ailleurs à l'achat et à la vente des titres de ces sociétés en qualité de mandant et percevoir une rémunération pour ses services de banque d'investissement de la part de ces sociétés ou filiales au cours des 12 derniers mois. Toute publication dans la présente fait référence à ABN AMRO et ses filiales, y compris ABN AMRO Incorporated, réglementée aux Etats-Unis par le NYSE, la NASD et la SIPC.

► ABN AMRO ou ses dirigeants, administrateurs, participant à des programmes d'avantages sociaux ou collaborateurs, y compris les personnes qui ont participé à l'élaboration ou la publication de la présente Documentation, peuvent de temps à autre détenir des positions longues ou courtes sur des titres, des warrants, des contrats à terme, des options, des produits dérivés ou d'autres instruments financiers mentionnés dans la présente documentation. ABN AMRO peut à tout moment proposer et fournir des services de banque d'investissement, de banque commerciale, de crédit, de conseil et autres, aux émetteurs de tout titre évoqué dans la présente Documentation. ABN AMRO peut prendre connaissance d'informations non incluses dans la présente documentation dans le cadre de l'offre et de la fourniture de tels services et peut avoir agi sur la base desdites informations avant ou immédiatement après la publication de la présente documentation. Cette dernière année, ABN AMRO peut avoir agi en qualité de chef de file ou de co-chef de file pour le placement public de titres émis par des émetteurs évoqués dans la présente.

Protection des données personnelles

► La Banque Neulifize OBC a collecté vos coordonnées électroniques dans un but de communiquer de manière pédagogique sur notre analyse des perspectives économiques et sur les opportunités possible en terme d'investissement sur les marchés. Elle s'appuie sur la base légale de l'intérêt légitime lui permettant de vous faire bénéficier du retour d'expérience de tous nos professionnels en terme de solutions patrimoniales à titre privé et professionnel. Nous vous invitons à prendre connaissance de la notice de protection des données personnelles disponible sur notre site internet rubrique "protection des données". Nous vous rappelons que vous avez des droits et notamment un droit d'opposition à la prospection commerciale que vous pouvez exercer à tout moment en utilisant l'adresse mail NOBC.INFORMATIONDROITDACCES@fr.abnamro.com