

Une nouvelle étape dans les actions politiques, mais les marchés restent à la recherche d'un catalyseur "réel"



Pascal BLANQUE
CIO Groupe



Vincent MORTIER
CIO Adjoint Groupe



Monica DEFEND
Responsable de la
Recherche Groupe

- **Où en est-on dans la crise et que regarder** : les investisseurs sont passés d'une sous-estimation de la gravité de la crise (marchés porteurs) à une escalade globale (avec la mise en place aux des États-Unis de mesures d'urgence) qui a entraîné des perturbations sur les marchés et une réaction excessive. Nous sommes toujours dans cette phase de surréaction et elle devrait se poursuivre pendant un certain temps car l'actualité est dense. **Il est important de considérer la Chine et l'Italie comme des indicateurs avancés de ce à quoi les pays peuvent s'attendre.** Les indicateurs macroéconomiques, sans surprise, seront très faibles, comme nous l'avons vu dans les chiffres des ventes au détail et de la production industrielle en Chine pour janvier et février. Il sera vital que l'activité reprenne après les mesures de confinement. Là encore, la Chine est notre indicateur de référence. L'Italie sera cruciale pour évaluer l'impact et la durée de la crise en Europe, suivie par les Etats Unis. Il est encore trop tôt pour constater de grandes améliorations; **les deux prochaines semaines seront cruciales pour observer les effets des mesures de confinement et pour estimer la durée potentielle de la contraction de l'économie.** Toute surprise positive (ou négative) en ce sens va faire évaluer le sentiment du marché. De plus, la reprise de l'activité en Chine permettra de mesurer le risque de retour de l'épidémie.
- **Réponse politique**: pour la première fois depuis 2008, les autorités perçoivent la nécessité d'une action mondiale coordonnée, comme en témoigne la déclaration du G7 dans laquelle les dirigeants ont décrété qu'ils "feraient tout ce qui est nécessaire" pour soutenir l'économie mondiale. Au niveau national, les responsables politiques annoncent des mesures d'accompagnement et budgétaires pour soutenir leurs économies et leurs dépenses de santé, tandis que les principales banques centrales sont intervenues pour fournir des facilités de liquidité, des programmes d'assouplissement quantitatif et des baisses de taux d'intérêt. La décision de la BCE de lancer un nouveau PEPP temporaire (Pandemic Emergency Purchase Programme) d'un montant de 750 Mds€ est juste la dernière d'une série de mesures visant à contrer le risque pesant sur les perspectives de la zone euro induit par l'épidémie de coronavirus et à préserver la stabilité financière de la zone euro, en évitant la fragmentation du système financier de l'UE qui a caractérisé la crise de l'euro. Nous ne sommes pas encore au terme de cette phase d'intervention de la Banque centrale : **nous nous attendons à davantage de la part des banques centrales et des politiques fiscales.** L'objectif du policy mix est de garantir que les économies survivront à des blocages nationaux temporaires et de préserver la stabilité financière. Une dette plus élevée sera finalement le résultat final de cette crise, et la monétisation de la dette la solution la plus vraisemblable. **L'absence de limite du QE et les taux zéro sont là pour durer, sinon éternellement du moins pendant très longtemps. L' "hélicoptère money" est devenue une réelle possibilité, mais il s'agira d'un nouveau saut dans l'inconnu.** Il y a aussi une opportunité pour la zone euro dans cette crise. Contrairement à la crise de l'euro, le coronavirus touche tous les pays. L'incitation à renforcer le cadre institutionnel de la zone euro et à se diriger vers les émissions de dette commune est plus forte que par le passé : nous sommes maintenant dans un moment "maintenant ou jamais" pour la zone euro.
- **Perspectives de marché** : c'est un moment où "il est trop tard pour vendre et trop tôt pour acheter". Vendre maintenant pourrait nuire à la capacité des investisseurs à atteindre leurs objectifs à long terme. Les marchés vont rester volatils à la recherche d'un catalyseur "réel" pour rebondir (exemple: un signal clair de confinement en Europe à l'heure d'une action fiscale et monétaire coordonnée, ou la découverte d'un traitement médical). **Dans ce contexte, nous restons prudents à l'égard des actifs risqués et nous nous**

concentrons fortement sur la liquidité. Sur les marchés du crédit, les taux de défaut devraient augmenter et une nouvelle vague de dégradation est probable, en particulier parmi les entreprises américaines notées BBB, qui pourraient tomber en territoire High Yield (HY). Au niveau sectoriel, **l'énergie sera la plus touchée au sein des émetteurs HY américains** car, dans le même temps, les prix du pétrole s'effondrent. Néanmoins, il est encore possible d'élargir les spreads, **mais lorsque le calme sera revenu, il y aura des opportunités pour des business modèles robustes.** Il sera essentiel de se concentrer sur les entreprises dotées de fondamentaux solides pour faire face à cette phase. Sur les marchés actions, la baisse est probablement inhabituelle et d'une ampleur extrême, mais elle ne sera pas aussi durable que celle de 2008-09. **Nous conservons une vue constructive sur la fin de l'année, anticipant une forte reprise des prix de marché et une amélioration des conditions économiques.**

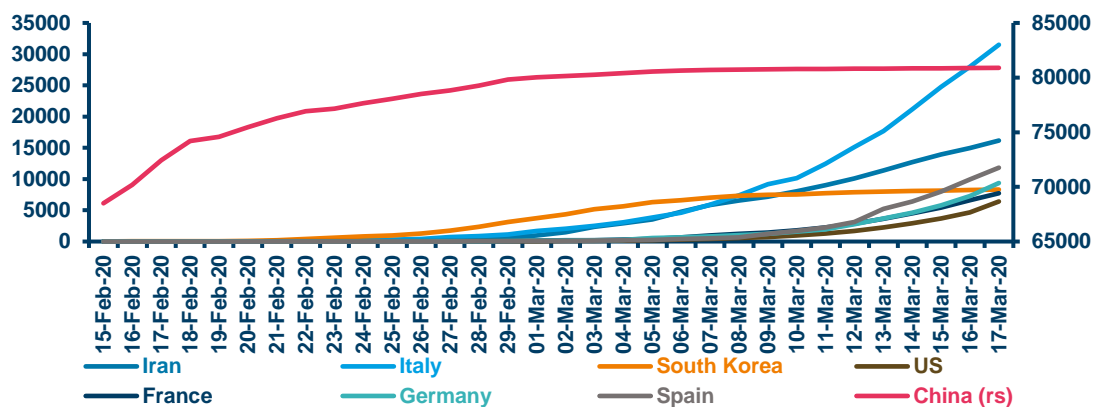
L'évolution de la crise

Par nature, toute épidémie est un choc contagieux et réversible. Toutefois, dans le cas du coronavirus actuel qui s'est propagé, on ne sait toujours pas comment le virus peut être contenu et quand viendra le pic. **Le centre de la pandémie est désormais passé de l'Est à l'Ouest et il touche davantage de pays dans l'hémisphère Nord.** La Chine et la Corée du Sud semblent avoir maîtrisé la propagation du virus et cela semble être plus généralement le cas en Asie, où les pays étaient souvent mieux préparés à affronter les maladies épidémiques, en ayant fait l'expérience dans un passé récent.

L'Europe se dirige aujourd'hui vers un arrêt complet et pour la première fois introduit des restrictions aux frontières pour contenir la propagation du virus (dans une sorte de repli nationaliste). Les Etats-Unis commencent aussi à faire face à la crise. Les prochaines semaines seront essentielles pour évaluer si les mesures de confinement fonctionnent en Europe, en particulier en Italie, qui est actuellement confrontée à la situation la plus critique ayant été le premier pays occidental à faire face à la pandémie. Toutefois, cela ne signifiera pas nécessairement un retour à la normalité, mais plutôt un assouplissement partiel des mesures les plus extrêmes, qui pourrait au moins alléger la pression sur certains secteurs de l'économie. Ensuite il y aura une seconde vague à affronter. **Les recherches visant à trouver un vaccin et un traitement médical pour le virus avancent et cela pourrait être le véritable tournant pour potentiellement doper le sentiment du marché, mais les avancées médicales en ce sens sont limitées au moment de la rédaction du présent document.**

“Les deux prochaines semaines sont essentielles pour évaluer si les mesures de confinement fonctionnent en Italie et en Europe, et pour déterminer à quel point la contraction économique sera faible et pendant combien de temps elle durera.”

Covid-19 Nombre cumulé de cas par pays



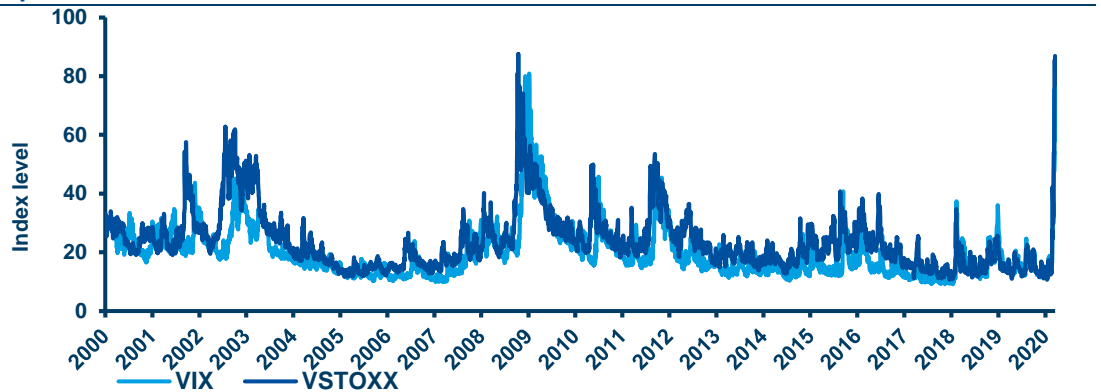
Source : Amundi sur données Bloomberg, au 17 mars 2020.

"La volatilité s'est finalement réveillée, atteignant de nouveaux records à une vitesse qui n'avait jamais été atteinte auparavant".

Réaction brutale des marchés : le marché du crédit est sous surveillance

Nous avons observé ces dernières semaines **des niveaux extrêmes de volatilité sur les marchés actions**, similaires à ceux observés lors de la grande crise financière de 2008 (GFC), voire plus élevés dans certains cas.

Les indices de volatilité VIX et VStoxx sont revenus à des niveaux jamais atteints depuis 2008



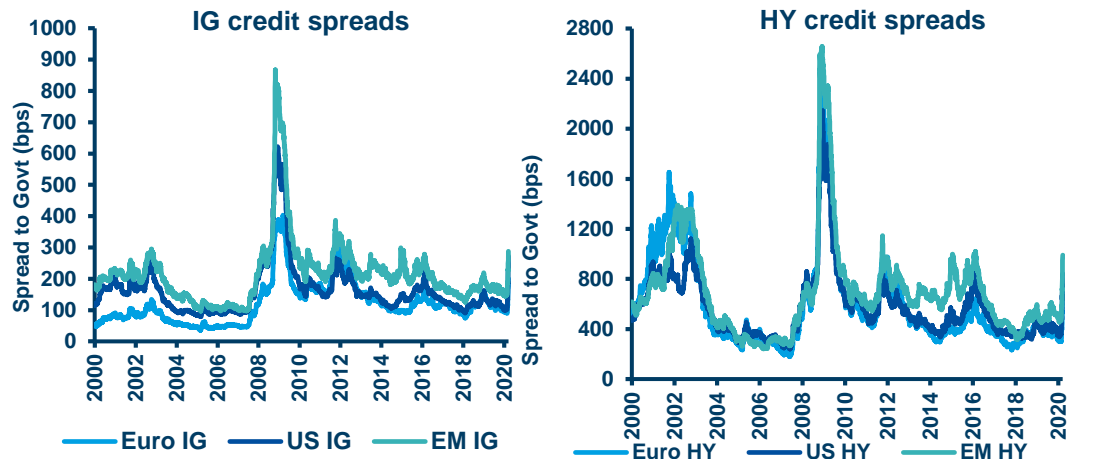
Source : Amundi sur données Bloomberg, au 17 mars 2020. VIX est un indicateur de la volatilité implicite du S & P 500, VStoxx est une mesure de la volatilité implicite de l'Eurostoxx 50.

"Le mantra d'aujourd'hui est « quoi que nous fassions en espérant que cela fonctionne », ce qui n'est pas totalement rassurant pour les marchés financiers, malgré les énormes mesures mises en place".

La volatilité latente s'est finalement réveillée et les fonds "risk parity" ainsi que les stratégies de vente automatique ont entraîné une hausse de la volatilité. Les investisseurs ont vendu les actions, la classe d'actif la plus liquide, déclenchant un mouvement de baisse extrêmement rapide. Pourtant, **il ne s'agit pas d'une crise financière mais d'une crise économique**. Après la GFC, le système bancaire est désormais plus solide et les **responsables politiques adoptent une approche "quoiqu'il en coûte" pour éviter que cela ne se transforme également en crise financière**. Le chemin pourrait ne pas être simple, et les marchés pourraient avoir le sentiment qu'il s'agit plutôt d'une situation "quoi que nous fassions en espérant que cela fonctionne" et donc ne pas se sentir rassurés.

Le crédit est le domaine qu'il faut le plus surveiller, pour évaluer la contagion potentielle vers une crise financière, avec peut-être des implications plus profondes. Les spreads sur les marchés du crédit se sont également fortement élargis, mais ils restent à des niveaux beaucoup plus faibles par rapport aux extrêmes de la crise du crédit de 2008 à ce jour.

Élargissement des spreads de crédit, mais pas assèchement du crédit



Source: Amundi sur données Bloomberg, au 17 mars 2020. Les données se rapportent aux indices ICE BofA par région.

“Les marchés du crédit sont à surveiller, car une dégradation extrême des conditions financières pourrait entraîner une spirale de défauts, pouvant nuire à la reprise économique à venir”.

S'il est vrai que les conditions financières se sont considérablement durcies (et c'est ce que les banques centrales combattent en ce moment), **nous ne voyons pas pour l'instant les conditions extrêmes sur les marchés du crédit** qui se sont produites pendant la crise de 2008, lorsque la crise financière a été le déclencheur d'une profonde récession économique mondiale. Ce point est essentiel, car tout assèchement de la liquidité et du crédit pourrait se traduire par une augmentation rapide du nombre de défauts, entraînant une hausse du chômage et un nouvel impact économique négatif.

De nouvelles frontières pour les décideurs politiques

Nous pensons que la forte incertitude et le niveau élevé de volatilité vont perdurer pendant un certain temps. **C'est un moment où il est trop tard pour vendre et trop tôt pour acheter.** Les marchés vont rester volatils à la recherche d'un catalyseur pour rebondir (un signal clair d'endiguement en Europe en cette période de politiques budgétaire et monétaire coordonnées, ou la découverte d'un traitement médical).

Les responsables politiques agiront pour éviter que la crise ne soit pas trop marquée et tenteront **d'éviter que la reprise attendue en forme de U (avec une phase de contraction prolongée) ne se transforme en récession en forme de L.** Pour ce faire, il est essentiel d'éviter une spirale de la crise de l'économie réelle vers une crise financière et un retour sur l'économie réelle, car celle-ci pourrait être profonde et très prolongée.

- **Les banques centrales (CB) mettent tout en œuvre** : celles-ci ont déjà fait beaucoup et nous nous attendons à ce qu'elles en fassent encore plus. Les investisseurs ne devraient pas sous-estimer la force de frappe des CB quant à leur capacité d'assouplir les conditions financières et de fournir de la liquidité aux entreprises. La BCE, après une erreur politique la semaine dernière, a prouvé son engagement à préserver la stabilité financière dans la zone euro et a fait un geste audacieux le 18 mars avec le nouveau programme temporaire d'achat d'urgence (PEPP), le programme d'achat d'obligations d'entreprises et d'État, portant le montant global de l'assouplissement quantitatif à plus de 1 000 milliards € pour 2020. Dans le nouveau programme, il y a aussi des nouvelles importantes: l'extension aux obligations d'État grecques et l'extension aux billets de trésorerie non financiers présentant une qualité de crédit suffisante, ainsi que la facilité des normes de collatéral, conformément à ce qui a été annoncé par la Fed la veille. Le programme est extrêmement flexible, ce qui

“Les responsables politiques feront tout ce qui est en leur pouvoir pour éviter qu'une reprise en forme de U ne devienne une contraction prolongée en forme de L.”

permet "une certaine souplesse dans la répartition des flux d'achat dans le temps, entre les classes d'actifs et les juridictions, les achats pourront dépasser la limite de 33% du ratio émetteur/émission. La BCE envisagera de réviser (ces limites) si nécessaire". Le message que la BCE a lancé aux marchés est clair : la puissance de feu de la BCE peut être illimitée. La Fed, en plus d'une baisse agressive de ses taux d'intérêt à zéro, a relancé un programme d'assouplissement quantitatif massif ainsi que la facilité de financement des billets de trésorerie, une mesure qui n'a pas été utilisée depuis la GFC. Dans les pays émergents, les banques centrales ont également baissé leurs taux. **Par conséquent, les taux devraient rester extraordinairement bas : la fin de la crise se traduira par une dette nettement plus élevée. La répression financière va se poursuivre, pour maintenir la soutenabilité de cette bulle de la dette.**

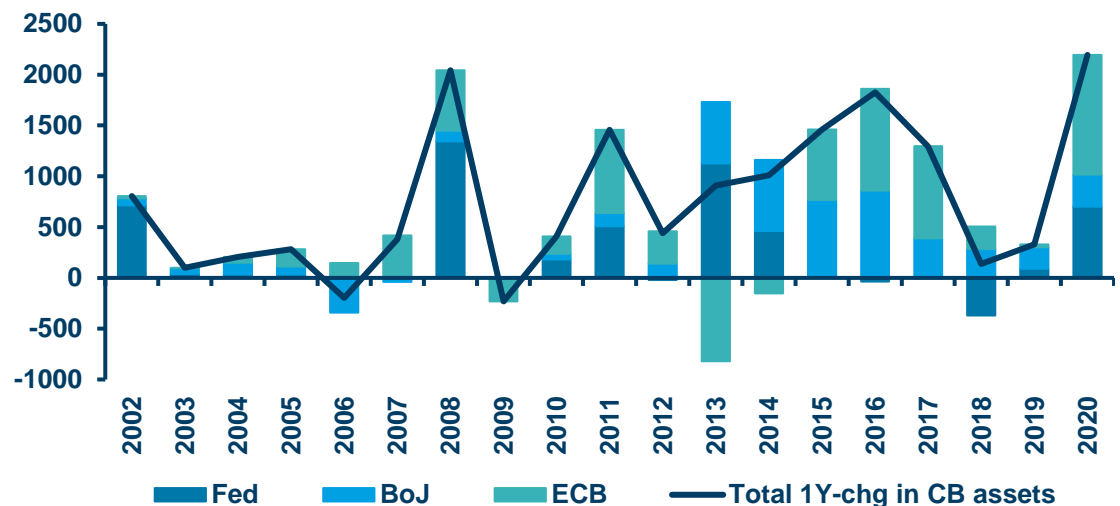
Principales banques centrales des pays développés et mesures de supervision bancaire pour lutter contre la crise

Central bank	Rate cuto (bp)	QE additional	Banking supervision	Other measures
Federal Reserve	150	\$700bn	Full capital usage	Restarting of the commercial paper funding facility
ECB	Nil	€120bn +€750bn PEPP	Capital buffer usage	LTROs improvements
BoJ	Nil	¥6,000bn increase for ETF purchases and ¥2bn increase in corporate bonds and commercial payment		
BoE	25	Unlimited for large company financing	Use countercyclical buffer up to £200bn	

Source : Amundi Research, données au 19 mars 2020.

"L'attitude expansionniste des banques centrales va se poursuivre dans la mesure où le QE est désormais une nécessité, ainsi qu'un fort soutien budgétaire."

Période de QE : Variation à 1 an des actifs des banques centrales en milliards de dollars (avec prévision)



Source : Amundi Research, Datastream, données au 19 mars 2020.

- La politique budgétaire – l’heure d’aller plus loin : de nombreuses mesures fiscales ont déjà été mises en place dans presque tous les pays et d'autres vont venir. Toutefois, ces mesures restent incertaines et insuffisamment coordonnées. Ceci souligne aujourd'hui

la vulnérabilité de la zone euro. La réaction de l'Europe jusqu'à présent s'est surtout faite au niveau national, et la fermeture des frontières est, en quelque sorte, un pas supplémentaire dans cette direction. La gravité de la crise prouvera si le temps est venu d'accroître la coordination. L'annonce importante la plus récente vient des Etats Unis, avec l'injection possible de 1200 Mds \$ pour soutenir l'économie, y compris des mesures de soutien direct aux consommateurs, des prêts aux petites entreprises et d'éventuelles mesures fiscales.

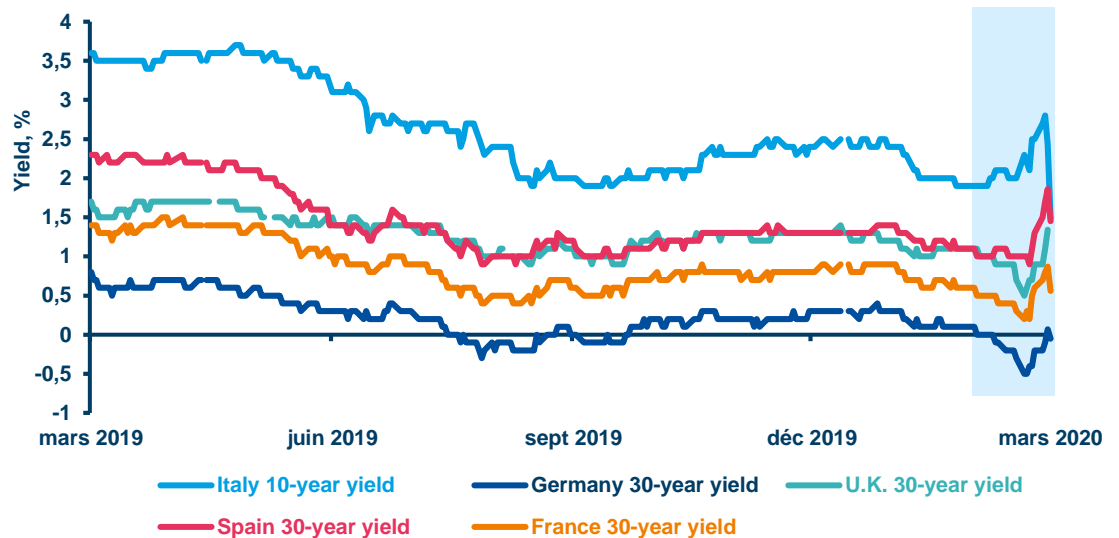
Une forte interconnexion entre la politique budgétaire et la politique monétaire est nécessaire pour le moment

La pression monte également au niveau des états. Les marchés commencent à s'interroger sur l'ampleur des répercussions budgétaires des augmentations de la dette, et c'est ce qui explique l'élargissement des spreads des obligations périphériques ainsi que la hausse des rendements des bons du Trésor américain juste après l'annonce de la relance budgétaire massive (et malgré la faiblesse des marchés actions) et quelques prises de bénéfices sur les actifs les plus liquides. **La réponse devra être un QE encore plus agressif, coordonné avec un soutien budgétaire. Cette idée commence à se matérialiser, l'“helicopter money” pourrait être la prochaine étape,** se rapprochant de l'idée du président Trump de donner un chèque à chaque citoyen américain.

“C'est un moment « aujourd'hui ou jamais » pour l'Europe”.

Tel sera le défi que l'Europe devra relever en ce **moment de vérité pour le projet européen.** Jusqu'à présent, la réponse européenne à la crise (à la fois sanitaire et économique) n'a pas été coordonnée et les marchés commencent à tester la trajectoire de la dette des pays les plus endettés comme l'Italie, avec des rendements qui explosent. C'est le plus grand défi mais aussi la plus grande occasion pour l'Union Européenne de suivre une nouvelle approche plus coordonnée afin de faire face à cette crise sans précédent. Il existe une possibilité de la part de l'Allemagne (avec l'Italie et la France), d'émettre de la dette européenne, afin de cibler la crise sanitaire à l'aide de mesures temporaires et extraordinaires, ou d'activer le Mécanisme européen de stabilité (MES) afin de faire baisser les coûts d'emprunt pour les pays européens¹. **C'est "aujourd'hui ou jamais" pour l'Europe.**

La perspective d'une hausse de la dette fait pression sur les rendements des emprunts d'État



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 19 mars 2020.

¹ Source : Bloomberg, données au 18 mars 2020.

Comment naviguer dans la phase de marché actuelle?

Jusqu'à ce que certaines mesures de confinement fonctionnent en Italie, "l'incertitude persistera dans d'autres pays et l'actualité restera mouvementée". C'est un moment où il est essentiel de ne pas être céder au pessimisme. Les investisseurs **devraient résister à la tentation de vendre dans cet environnement de marché et être prêts à accepter une volatilité plus élevée que prévu**. L'expérience des crises passées montre que **la réponse émotionnelle est le plus grand risque auquel sont confrontés les investisseurs** dans un environnement aussi exceptionnel et que les décisions hâtives prises lors de cette phase risquent de nuire à leur capacité à atteindre leurs objectifs à long terme manière irrémédiable. Il convient de souligner que **les pertes subies lors de la GFC ont été comblées par des actifs qui n'ont pas subi de dépréciation et qui ont offert des points d'entrée vers des actifs de bonne qualité à des valorisations attractives**.

Nous restons prudents à l'égard des actifs risqués et nous nous concentrons sur les facteurs déclenchants de certains actifs de bonne qualité survenus ou qui pourraient être les premiers à rebondir (marchés émergents, par exemple). **Le suivi de la liquidité est essentiel à l'heure actuelle et constitue pour nous une priorité essentielle**. Sur les actifs risqués, les actions et le crédit, nous continuons d'être très sélectifs.

“Les perspectives du marché du crédit sont plus difficiles, en particulier dans les secteurs qui étaient déjà en difficulté, comme l'énergie HY US). Les spreads peuvent encore s'écarter. Cependant, lorsque le calme sera revenu, des opportunités apparaîtront au sein des entreprises à modèles économiques robustes”.

Marché du crédit

Le crédit est sous pression. Dans ce contexte, **la sélection est cruciale, en particulier sur le HY** afin d'éviter les entreprises les plus vulnérables/endettées (certaines entreprises du secteur américain du pétrole de schiste).

Les CB sont intervenues pour soutenir l'économie grâce à différents outils. Toutefois, ceux-ci ne peuvent soutenir le niveau des bénéficiaires et **le taux de défaut des entreprises augmente** (il est actuellement intégré par les marchés à hauteur de 6-8% aux États-Unis; à titre de comparaison, il était de 15% au plus fort de la grande crise financière). Une nouvelle vague de dégradations est probable, notamment parmi les émetteurs américains notés BBB, qui pourraient donc tomber en territoire HY. Au niveau sectoriel, **l'énergie** sera la plus touchée au sein des émetteurs HY américains, où le taux de défaut pourrait culminer à environ 25%.

Pour le moment, les marchés du crédit semblent fonctionner, les nouvelles émissions de la semaine dernière ayant continué de satisfaire l'appétit des investisseurs en dépit d'un contexte de marché difficile. Si les CB parviennent à calmer les marchés par des injections massives de liquidités, et comme nous pensons que nous n'entrerons pas dans une récession mondiale profonde, la dislocation actuelle pourrait générer des points d'entrée attractifs.

Marchés actions

Les marchés actions ont déjà bien corrigé, mais les niveaux actuels ne tiennent pas compte d'une récession mondiale généralisée.

Le marché baissier actuel peut être inhabituel et d'une ampleur extrême, mais il ne sera pas aussi long que celui de 2008. Nous restons optimistes pour la fin de l'année et le principal soutien aux marchés devrait venir des réponses politiques.

Sur le marché européen, les valeurs de bonne qualité ont surperformé de manière significative, ce qui confirme **notre préférence pour les valeurs de qualité avec un faible endettement et des bilans sains**.

Construction de portefeuille

Nous notons que le débouclage de positions par des investisseurs tels que les hedge funds ou les fonds "risk parity" qui doivent soit faire face à des rachats, soit réduire les risques, peut également provoquer un certain dysfonctionnement de marché à court terme. Les obligations d'État restent volatiles, ce qui nuit également à la qualité potentielle de couverture des bons du Trésor américain. Les rendements nuls/négatifs des emprunts d'État "core" et la recherche de rendement reviendront dès que la situation se stabilisera - cela est certainement à l'ordre

du jour compte tenu de l'orientation monétaire extrêmement accommodante, mais à court terme, les investisseurs devraient être conscients que certains mouvements dans la direction opposée pourraient se produire.

Dans une perspective à long terme, nous pensons que, si la plupart des entreprises reprendront leurs activités normales, tandis que d'autres subiront de profondes transformations. Nous assisterons probablement à une nouvelle vague de nationalisation dans certains secteurs (par exemple les compagnies aériennes) et la démondialisation pourrait s'accroître (une ré-internalisation de la production locale est déjà en cours), ce qui pourrait accroître les possibilités de diversification par pays/régions.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (IIU) est de transformer notre expertise en CIO, ainsi que les connaissances globales d'Amundi en matière d'investissement, en connaissances et outils pratiques adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à des informations provenant de sources multiples, nous visons à devenir le partenaire de choix pour la fourniture régulière, claire, opportune, engageante et pertinente d'informations susceptibles d'aider nos clients à prendre des décisions d'investissement éclairées.



Découvrez Amundi Investment Insights sur www.amundi.com

Les définitions sont les suivantes:

- **Programme d'achat d'actifs** : un outil de politique monétaire par laquelle les banques centrales achètent des titres sur le marché pour accroître la masse monétaire et encourager les prêts et les investissements.
- **Points de base** : Un point de base est une unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **Point mort d'inflation** : Le point mort d'inflation est la différence entre le rendement nominal d'un placement à taux fixe et le rendement réel d'un placement indexé sur l'inflation de maturité et de qualité de crédit similaires.
- **Spread de crédit** : Écart entre le rendement d'une obligation de crédit et celui du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajusté pour prendre en compte d'éventuelles options intégrées.
- **Assouplissement quantitatif (QE)** : Le QE est un instrument de politique monétaire utilisé par les banques centrales pour stimuler l'économie en achetant des actifs financiers aux banques commerciales et autres institutions financières.
- **Volatilité** : Mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice de marché donné. Généralement, plus la volatilité est élevée, plus le titre/marché est risqué.

Informations Importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 16 mars 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Date de première utilisation : 19 mars 2020.

Rédacteurs en chef

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements (« Chief Investment Officer »)

Vincent Mortier

Directeur adjoint des investissements ("Vice-Chief Investment Officer")
