

Jouer la possible séquence de normalisation du marché de manière progressive et sélective



**Pascal
BLANQUÉ**
CIO Groupe

*Au fur et à mesure que le virus Covid-19 se propage, les investisseurs peuvent évaluer la **séquence potentielle d'opportunités de marché qui sortiront de la crise**. Les caractéristiques perçues du cycle du coronavirus et les mesures d'efficacité prises localement pour le contenir commencent à orienter les allocations. Un nouveau thème de marché, **la désynchronisation du Covid-19, est en train d'émerger**, un exemple typique étant le long Asie.*

*La correction a plus ou moins éliminé les écarts de rendement des actions (excessifs par rapport à la tendance à long terme de la croissance des bénéfiques) et des spreads de crédit (trop resserrés par rapport aux défauts implicites), mais pas au même rythme partout (Europe et marchés émergents avec une décote par rapport aux Etats-Unis). Pourtant, la correction n'a pas intégré une perte définitive de croissance potentielle, d'où le choc permanent sur la croissance des bénéfiques. **La marge d'erreur pour les investisseurs est donc étroite.***

*Du point de vue de l'investissement, et pour détecter le point de basculement de la crise, les investisseurs devront se pencher sur la classe d'actifs **des obligations d'entreprises**, où une course contre la montre a lieu entre la liquidité et la solvabilité. **Le dégel de la courbe de crédit - crucial sur la partie courte de la courbe - sera nécessaire à la validation d'une reprise totale sur les marchés.** Les rebondissements observés sur la performance des actions l'ont masqué, mais c'est l'indicateur à surveiller.*

*Tenter de déterminer le point bas du marché est irréaliste. Le moment est venu pour **les investisseurs d'envisager d'ajouter progressivement, et avec discipline, des opportunités pour rééquilibrer leur allocation stratégique à long terme, tout en gardant une main ferme sur la liquidité et la qualité des actifs, bien que l'incertitude perdurera.***

La vague de contagion évolue

Comme nous l'avons également souligné dans notre dernière mise à jour sur la crise de Covid-19, les investisseurs doivent faire face à trois cycles concernant :

- L'apparition du virus ;
- Les marchés financiers ;
- L'économie réelle.

Nous savons que le cycle financier précède le cycle réel. Les marchés vont atteindre des niveaux plancher avant que le cycle réel n'ait achevé sa trajectoire baissière. Sur une base historique, leur reprise interviendra plus tôt et entraînera la reprise dans la sphère réelle dans les 3 à 6 mois.

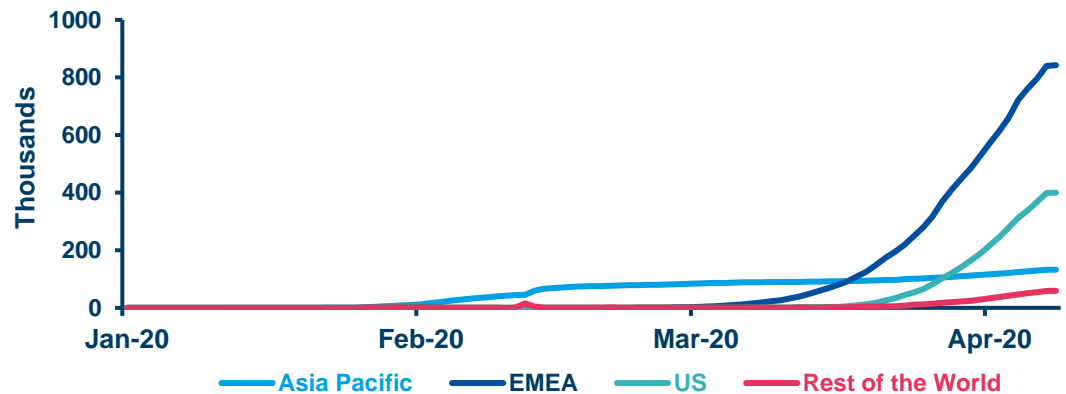
L'accélération de la propagation mondiale du virus (deuxième dérivée du cycle du virus) est sans doute synchronisée avec le cycle financier. Il est donc essentiel de détecter l'évolution de l'épidémie, mais ce n'est pas facile compte-tenu de l'incertitude importante, les différentes régions étant affectées à un rythme différent.

Si nous pouvions visualiser la propagation du virus, cela ressemblerait probablement à une grande vague. Il a commencé en Chine, a touché certains pays asiatiques qui l'ont assez bien maîtrisé, a submergé l'Europe (certains pays ayant été frappés plus sévèrement que d'autres et avec un calendrier différent), puis a atteint les Etats-Unis et certaines économies

“Le dégel de la courbe de crédit - crucial sur sa partie courte - est la condition nécessaire pour valider une reprise totale sur les marchés.”

émergentes (pays africains, Amérique latine, Inde) qui en sont encore aux premiers stades mais qui ressentent déjà les effets. Lors des dernières séances de trading, les marchés ont commencé à réagir positivement au ralentissement de la contagion (nouveaux cas, décès) en Espagne, en France et, enfin, à une tendance baissière en Italie. Les mesures de confinement mises en place par ces pays, avec un blocage total de l'activité économique et un confinement, ont permis de contenir efficacement la propagation du virus.

Covid-19 - Nombre cumulé de cas confirmés par région



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 7 avril 2020.

Ces pays sont en avance dans la propagation de la pandémie, après la Chine, et pourraient représenter un indicateur avancé de ce que les investisseurs pourraient attendre dans les semaines à venir d'une part, et de la trajectoire des marchés par la suite d'autre part. Nous anticipons désormais des signaux positifs dans les semaines à venir de la part des États-Unis, qui se trouvent encore dans la phase la plus profonde de la crise, accumulant contagion très importante et grand nombre de décès. **Ici, la vague n'a pas encore perdu de sa force, et les mauvaises nouvelles devraient continuer à s'enchaîner pendant les 2-3 prochaines semaines.**

En attendant, et sans surprise, les données économiques ont été particulièrement faibles au niveau mondial puisque le gel *de facto* d'une très grande partie de l'activité économique n'a pas connu de précédent dans l'histoire. Nous ne prévoyons pas d'amélioration significative dans ce domaine tant que les mesures de confinement resteront en place. Nous anticipons une reprise lente une fois que ces mesures auront été assouplies dans les pays qui sortent les premiers du confinement d'urgence. C'est déjà le cas de la Chine, où la production est passée de 40-45% à la mi-février à 85% à la fin mars, et où les stocks d'acier sont en baisse de 10% depuis le pic de mars. Le seul point positif d'un point de vue macroéconomique est la perspective d'un accord de réduction de l'offre de pétrole, qui pourrait atténuer les pressions pour certains marchés émergents dont le point mort d'équilibre budgétaire est bien supérieur à 30 USD le baril, le prix moyen du pétrole WTI en mars.

“Sur la pandémie, le danger d'une grande vague est son contrecoup : le risque d'une seconde vague est élevé, et empêchera un retour à une complète normalité.”

La séquence possible à venir

Dans ce contexte économique morose, et si l'on considère la récente performance des actions, la tentation de considérer la crise comme déjà terminée est forte.

Nous pensons qu'il y a peu de place pour l'euphorie dans cette phase, et ce pour au moins deux raisons.

Tout d'abord, le fort rebond des actions (S&P500 à +23% depuis le plus bas du 23 mars) fait suite à la plus forte correction jamais enregistrée et aux importantes dislocations de marché (S&P500 en baisse de 34% sur la période du 19 février au 23 mars). Pour que cette tendance se consolide, une meilleure visibilité est nécessaire sur la normalisation des bénéfices (après une phase de visibilité nulle) et sur les perturbations économiques qu'entraîne cette crise sans précédent. Plus de clarté viendra à la fin avril / mi-mai avec la saison des résultats du T1 et les prévisions pour le reste de l'année. Les analystes n'ont pas encore de prévisions de bénéfices

ajustés de manière significative, mais celles-ci vont baisser d'au moins 20% pour le S&P500, et davantage pour l'Europe. Le risque d'une volatilité accrue et d'une nouvelle baisse est très élevé avant une reprise plus solide et plus stable.

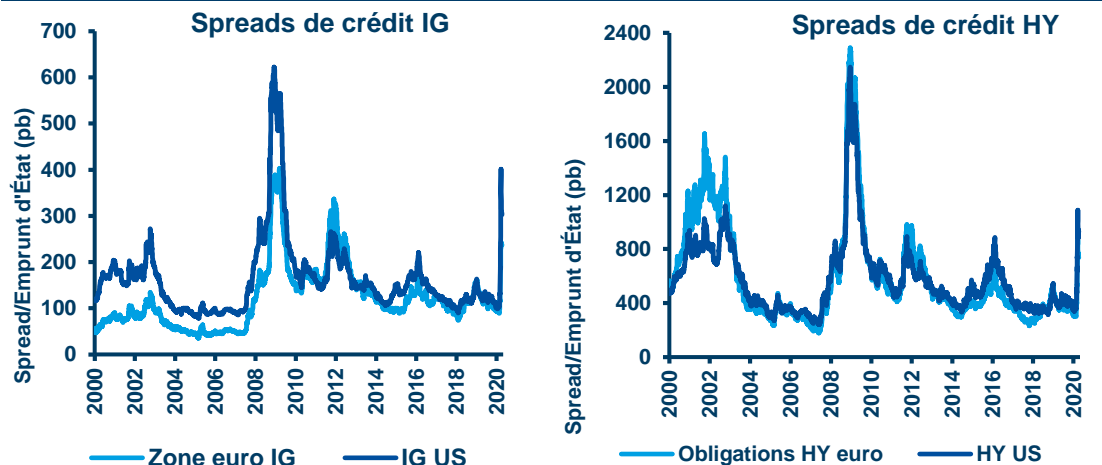
Ensuite, **avec la pandémie, le danger d'une seconde vague demeure** : nous avons déjà assisté à une nouvelle épidémie à Singapour, dans d'autres régions chinoises et au Japon. Jusqu'à ce qu'un remède ou une vaccination soit trouvé, **le risque d'une seconde vague est donc élevé, et empêcherait un retour à la normalité**. Certaines mesures de confinement resteront en place (comme en témoigne le débat complexe en Europe sur la façon et le moment de commencer la phase 2, avec une réouverture progressive de certaines activités industrielles), freinant un rebond économique. La phase d'ajustement prendra du temps, et on peut s'attendre à un certain « stop and go » dans l'évolution de la pandémie. Cela pourrait conduire à une réévaluation soudaine des anticipations sur le plan économique (la reprise passant rapidement de la forme de U à la forme de W ou de L) et sur ce qui est valorisé sur le marché (actuellement une reprise en forme de U, et très lente). Dans ce processus, la volatilité devrait rester élevée, même si elle ne sera pas aussi extrême que lorsque la crise a frappé la première fois et que de nombreux ajustements de portefeuilles de gestion quantitative ont déjà eu lieu.

Si le moment n'est pas venu d'augmenter significativement et sans discernement l'exposition aux actifs risqués, nous pensons qu'il y a une possibilité de jouer une séquence de normalisation sur les marchés et de construire des positions progressives qui pourraient être payantes pour les investisseurs à long terme.

Dans cette séquence, les marchés du crédit pourraient passer en premier. Contrairement à 2008, il ne s'agit pas d'une crise financière mais d'une crise économique, ce qui se traduit par une hausse des spreads de crédit bien plus contenue qu'en 2008, tant sur le segment Investment Grade (IG) que High Yield (HY). La classe d'actifs des obligations d'entreprises sera la première à réagir et c'est sur elle que les investisseurs devraient se concentrer. Il y a ici une course contre la montre entre la liquidité et la solvabilité. **Le dégel de la courbe de crédit - surtout sur la partie courte de la courbe - sera nécessaire pour valider une reprise totale sur les marchés.**

“Les marchés du crédit sont les premiers dans la séquence d'opportunités d'investissement qui pourraient se concrétiser avec la crise, mais la normalisation de la courbe de crédit est essentielle.”

Élargissement des spreads de crédit, mais pas de resserrement du crédit



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 6 avril 2020. Les données se rapportent aux indices ICE BofA par région.

Le système financier est plus solide et la disponibilité du crédit ne devrait pas être affectée de manière significative lorsque l'activité économique reprendra. Les mesures de relance monétaire et budgétaire sont sans précédent, dépassant celles de 2009, et ont été mises en

“Nous nous attendons à une nouvelle discrimination entre les actifs liquides, éligibles et de bonne qualité, et à un affaiblissement et éventuellement à une défaillance de certains titres.”

“Ce qui était faible avant la crise, sera probablement détruit après elle : une sélection robuste des titres de crédit est essentielle.”

œuvre au début de la crise. Elles devraient soutenir la liquidité et reporter les questions de solvabilité tandis que la courbe du virus progresse.

Les marchés ont commencé à réagir aux mesures de relance : les émissions dans le segment IG ont été considérables ces dernières semaines, après les politiques agressives de la banque centrale, ce qui a offert l'opportunité d'ajouter des actifs de bonne qualité à une prime substantielle. L'activité primaire reprend également lentement dans le segment HY après le gel du mois de mars. Il reste de la marge pour une normalisation des conditions de marché, notamment sur la partie courte de la courbe de crédit, tant dans l'Union Européenne qu'aux États-Unis, qui reste déséquilibrée. Ce point sera critique.

Le marché HY semble avoir déjà intégré la plupart des mauvaises nouvelles. Une nouvelle détérioration est peu probable si nous n'entrons pas dans une profonde dépression. Compte-tenu du niveau de spread actuel du marché HY américain et d'un taux de recouvrement de l'ordre de 40% en cas de défaut, le marché affiche un taux de défaut de l'ordre de 10-11% (et bien plus dans certaines parties du secteur de l'énergie, comme l'exploration et la production ou les équipements et services), en ligne avec nos estimations appliquant un scénario de croissance du PIB américain de -2%. **Une fois de plus, il ne s'agit pas d'être trop optimiste, mais nous constatons que certains segments intègrent déjà une grande partie des mauvaises nouvelles.**

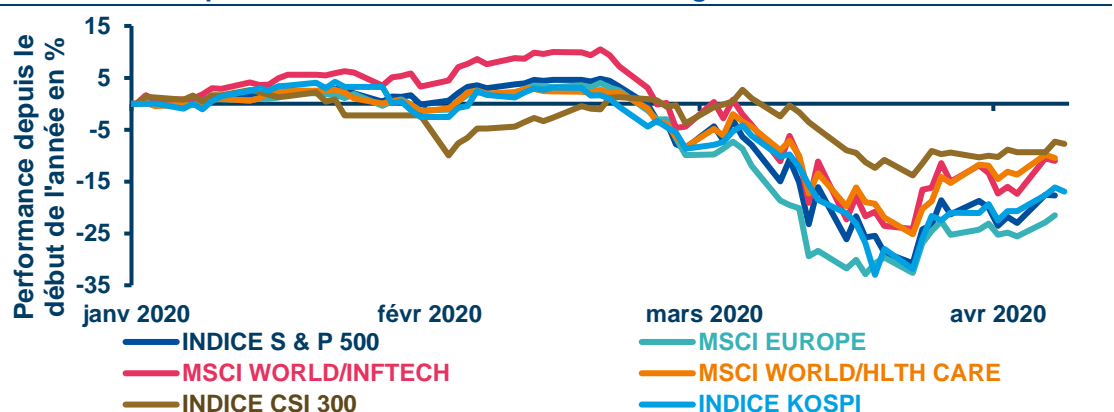
Toutefois, **une sélection robuste des titres de crédit sera essentielle.** Nous prévoyons une nouvelle discrimination entre les actifs liquides, éligibles et de bonne qualité, ainsi qu'un affaiblissement et éventuellement un défaut des titres. **Ce qui était faible avant la crise, sera probablement détruit après cette dernière.**

Par conséquent, il sera important de se pencher sur : a) les zones appelées à se dégrader dans l'univers du crédit (de nombreuses dégradations de notations sont attendues et le nombre « d'anges déchus » dépassera probablement celui de la crise de 2008-2009) ; et b) ce qui peut résister à la crise actuelle, voire être amélioré.

Des approches diversifiées et flexibles en matière de crédit peuvent aider à mieux exploiter les opportunités de cette séquence de repricing, de migrations de notation et de discrimination du marché entre les secteurs et les zones géographiques.

Les actions pourraient arriver plus tard dans la séquence, lorsque nous aurons plus de visibilité sur les dommages causés aux bénéficiaires. Là encore, cela ne sera probablement pas linéaire, tant en termes de zones géographiques que de secteurs.

Performance depuis le début de l'année des indices régionaux et sectoriels



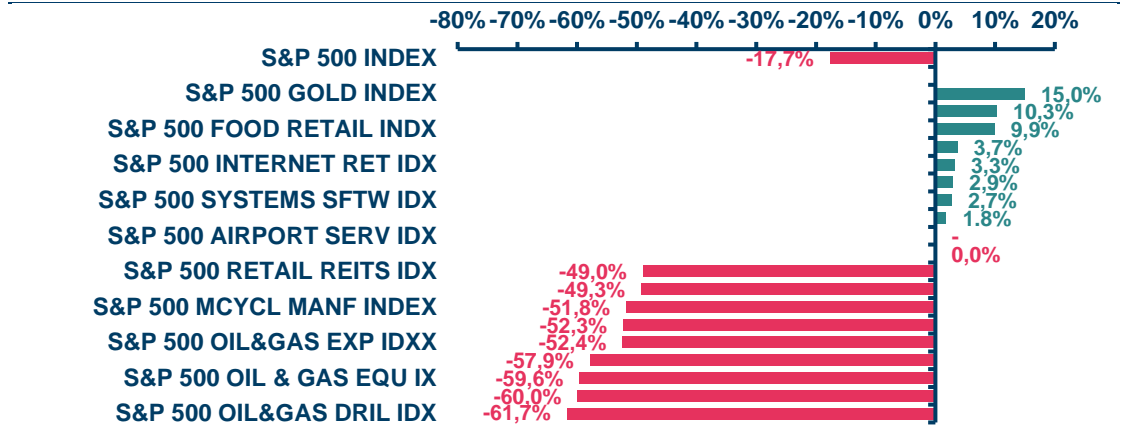
Source : Amundi sur données Bloomberg, au 7 avril 2020. Performance des indices de prix en devise locale.

La Chine et certains autres marchés asiatiques, comme la Corée, pourraient mener le rebond. Les actions américaines, qui sont entrées dans la crise sur des bases plus solides, pourraient

“Les marchés actions ont déjà rebondi par rapport à leurs plus bas niveaux. Un potentiel de hausse supplémentaire est possible, quand il y aura plus de visibilité sur la durée de la crise.”

y sortir en meilleure forme, grâce à la prévalence d'entreprises résilientes et innovantes dont les modèles économiques se sont en réalité renforcés. Les secteurs les plus sinistrés (compagnies aériennes, croisières, commerces au détail déjà faibles avant la crise, immobilier commercial et pétrole de schiste) pourraient rester sous pression. Les secteurs santé, technologie, communications et financières sont susceptibles de s'améliorer.

Performance de l'indice S&P500 depuis le début de l'année par secteur



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 7 avril 2020.

L'histoire européenne sera celle des bonnes valeurs cycliques affichant des bilans solides et qui se négocieront avec des décotes importantes. Leurs modèles économiques seront résilients et se caractériseront par leur qualité et des conditions financières solides. La santé, les biens de consommation de première nécessité et les services aux collectivités sont privilégiés contrairement à l'énergie, aux médias et à l'automobile.

Le tour des obligations émergentes arrivera probablement à la fin de la séquence, non seulement parce que la plupart des pays émergents en sont aux premiers stades de la pandémie, mais aussi parce qu'ils sont confrontés à de multiples obstacles : capacité budgétaire limitée pour faire face à la crise dans de nombreux cas, baisse du prix du pétrole et de la demande de matières premières, dépendance aux flux étrangers. Nous voyons déjà un certain nombre de pays qui ont besoin de restructurer leur dette ou d'un soutien du FMI ou de la banque mondiale, et à un degré beaucoup plus élevé que lors de la crise financière de 2008. Le chemin restera agité pour cette classe d'actifs avant qu'elle ne redevienne populaire auprès des investisseurs. **Il y a un aspect positif : les valorisations sont devenues très attractives. Pour les investisseurs de long terme, acheter la capitulation des marchés s'est révélé payant en d'autres temps de crise.** Là encore, la sélectivité des fondamentaux des pays et des entreprises sera cruciale.

“Le tour des obligations des marchés émergents arrivera probablement en fin de séquence : acheter la capitulation des marchés pour les investisseurs de long terme s'est révélé payant en d'autres périodes de crise.”

Indice de la dette souveraine émergente en devise forte



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 2 avril 2020.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (AIIU) 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



Définitions :

- **Programme d'achat d'actifs** : Une sorte 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 %).
- **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.
- **MBS, CMBS, ABS** : Titres adossés à des créances hypothécaires (MBS), titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS), titres adossés à des actifs (ABS).
- **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 9 avril 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 : 9 avril 2020.

Rédacteurs en chef

Pascal BLANQUÉ

Directeur des investissements (« Chief Investment Officer »)

Vincent MORTIER

Directeur adjoint des investissements (« Deputy Chief Investment Officer »)
