

Priorité aux fondamentaux : la volatilité liée au virus crée des points d'entrée pour les actions émergentes



**Pascal
BLANQUE**
CIO Groupe



**Vincent
MORTIER**
CIO Adjoint Groupe

« Les corrections excessives pourraient créer des points d'entrée à moins qu'un choc mondial ne se produise. »

- **Présentation générale :** le coronavirus a été le principal déterminant de la récente volatilité des marchés financiers, entraînant une interruption de la hausse des actifs à risque, qui n'avait pas été enrayée depuis le mois d'octobre. Il faut toutefois garder à l'esprit que les marchés pourraient trouver un plancher bien avant le pic de l'épidémie, ceux-ci ayant tendance à réagir de manière excessive en début de crise, avant de se stabiliser et de rebondir, malgré des flux d'actualités négatives persistants.
- **Évaluation globale :** à moins que l'« incertitude élevée » ne provoque un choc dans l'économie mondiale - ce qui, pour l'heure, n'est pas notre scénario principal - les corrections excessives pourraient créer des points d'entrée pour les classes d'actifs dont les valorisations sont attractives et les fondamentaux solides. Nous percevons notamment des opportunités sélectives dans le domaine des actions émergentes, compte tenu de la croissance des bénéficiaires qui se reprend, des valorisations attractives et des perspectives d'affaiblissement du dollar. La situation chinoise à court terme constitue une opportunité de renforcer cette classe d'actifs, sous réserve de toute perturbation des perspectives mondiales.
- **Gestion diversifiée :** au vu du contexte actuel, nous estimons qu'une allocation diversifiée des risques pourrait être utile aux investisseurs pour traverser cette phase d'incertitude. Nous conservons un certain appétit pour le risque, en privilégiant les actions et le crédit européen, car nous ne pensons pas que la situation économique ait fondamentalement évolué. Il convient, en revanche, de conserver ses couvertures contre les risques extrêmes, ou d'augmenter son allocation la plus prudente, ou encore de réduire son exposition à des facteurs de risque uniques. La « croissance » est le principal moteur des marchés aujourd'hui. Soucieux de maîtriser la volatilité des portefeuilles en jouant la carte du rebond cyclique, nous avons révisé à neutre notre position face aux devises émergentes, celles-ci étant plus vulnérables à la volatilité à court terme. Il s'agit là d'une appréciation tactique : nous pensons en effet que, cette année, les devises émergentes offriront des opportunités aux investisseurs une fois la situation en Chine normalisée.
- **Marchés émergents :** pour ce qui est des actions, nous sommes devenus plus prudents à l'égard des secteurs chinois liés au tourisme, tels que l'hôtellerie, l'aviation et la consommation discrétionnaire. Nous continuerons néanmoins à surveiller de près les entreprises de qualité du secteur de la consommation discrétionnaire qui pourraient offrir des points d'entrée en cas de repli significatif des cours. Côté obligataire, l'affaiblissement des devises aura un impact négatif, mais celui-ci devrait être partiellement compensé par la pression baissière sur les rendements mondiaux. Nous pensons que la dette en devises fortes sera probablement moins touchée, car l'impact négatif sur les spreads devrait être largement compensé par la baisse des rendements core.
- **Obligations internationales :** le tableau n'ayant pas évolué de manière fondamentale, nous pensons que les investisseurs devraient continuer à se concentrer sur la couverture des principaux risques plutôt que de modifier leurs allocations au gré d'une actualité volatile. Nous privilégions les bons du Trésor américain, qui, en tant qu'actifs refuges, se révèlent être une bonne couverture et qui, jusqu'à présent, ont enregistré de bonnes performances. Les investisseurs devraient également privilégier les devises telles que la livre sterling et l'euro, qui sont relativement peu affectées par l'épidémie.

Conséquences pour les marchés et appréciation générale

La propagation du coronavirus a ajouté de l'incertitude dans un contexte économique qui devenait de plus en plus constructif pour les marchés actions, sur fond d'amélioration de la dynamique économique et de diminution du risque géopolitique au lendemain de la signature

de l'accord commercial de première phase entre les États-Unis et la Chine. La volatilité a augmenté de manière généralisée, l'indice VIX passant de 12 à 18 et l'indice Move de 50 à 66.

Les marchés actions internationaux, surachetés après le rebond de fin d'année, ont corrigé en raison des craintes liées au coronavirus, et ce, surtout en Asie. Les secteurs du tourisme et du commerce de détail devraient être les plus fortement touchés. À l'inverse, les marchés obligataires, en particulier les obligations d'État core, se sont redressés. Côté devises, le dollar américain s'est apprécié par rapport à un panier de devises des marchés développés, grâce notamment à son statut de « valeur refuge », tandis que les devises plus étroitement liées à la croissance de la Chine se sont dépréciées (dollar australien). Il est indispensable de surveiller en permanence l'évolution de l'épidémie, **mais l'heure n'est pas encore à un alarmisme excessif.**

Rendement des bons du Trésor américain à 10 ans et cours de l'or : en quête de refuges



Source : Bloomberg, Amundi. Données au mardi 28 janvier 2020.

À moins que l'« incertitude élevée » ne provoque un choc dans l'économie mondiale - ce qui n'est pas notre scénario principal - **les corrections excessives pourraient créer des points d'entrée pour les classes d'actifs dont les valorisations et les fondamentaux restent solides.** La voie vers la stabilisation et une ré-accelération de la croissance mondiale au premier trimestre n'a pas changé. En effet, des interventions budgétaires et monétaires devraient permettre de stabiliser les perspectives sans perturbation majeure de la croissance mondiale, avec néanmoins quelques dommages « localisés ». Nous observons de près l'évolution des PMI (indices des directeurs d'achat), car ce sont des thermomètres essentiels pour évaluer l'impact de la crise sur l'économie.

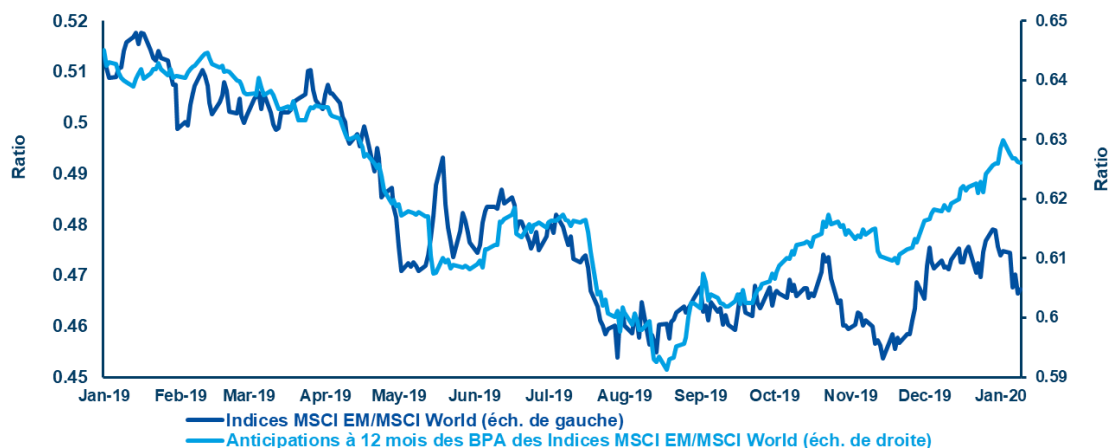
Les actions émergentes pourraient figurer parmi les principaux bénéficiaires

L'an dernier, l'alignement des planètes en janvier s'était montré propice aux obligations émergentes après le revirement des politiques des banques centrales. Cette année, nous pensons que ce sont les actions émergentes qui devraient être gagnantes, grâce à une accélération de la croissance des bénéficiaires, à des valorisations attractives par rapport aux actions des pays développés et aux perspectives de légère dépréciation du dollar américain. La situation chinoise à court terme pourrait constituer une opportunité de renforcer cette classe d'actifs, afin de miser sur une extension du cycle dans certains segments de marché peu investis, sous réserve de toute perturbation des perspectives mondiales. La sélection des valeurs restera primordiale, car certains secteurs/titres pourraient s'avérer plus vulnérables à court terme à l'actualité du coronavirus. Nous privilégions les entreprises dépendantes de leur marché national, qui sont relativement peu exposées au virus et qui peuvent bénéficier d'une forte demande intérieure ou de la poursuite de l'évolution des

« Les fondamentaux restent en grande partie inchangés et les actions émergentes sélectionnées pourraient permettre de miser sur une extension du cycle. »

chaînes de valeur. Nous tablons notamment sur le maintien d'une croissance soutenue au Vietnam, sur un léger rebond de l'activité en Indonésie et sur le fait que l'économie de Singapour pourrait bénéficier d'une stabilisation et d'une éventuelle reprise de la production industrielle et du commerce mondial.

Point bas des prévisions de BPA avec la signature de l'accord commercial sino-américain



Source : Bloomberg, Amundi. Données au mardi 28 janvier 2020.

Concernant les actions chinoises, il est encore trop tôt pour évaluer l'impact du coronavirus, car tout dépendra de la durée de vie du virus. Si cette nouvelle épidémie de coronavirus poursuit sa propagation ou si elle s'avère impossible à contenir, le sentiment du marché se verrait considérablement affecté. Or, la situation étant encore confuse et les marchés actions ayant corrigé, nous sommes devenus plus prudents à l'égard des secteurs chinois les plus vulnérables, comme l'hôtellerie, l'aviation et la consommation discrétionnaire, dont les cours sont susceptibles de subir davantage de pressions à court terme. Nous sommes également devenus plus défensifs à l'égard des entreprises liées au tourisme qui dépendent des touristes chinois, notamment celles cotées en Thaïlande, en Corée ou aux Philippines.

L'impact sur les dépenses de consommation est encore difficile à évaluer à ce stade, mais **nous continuons à surveiller de près les entreprises de qualité du secteur de la consommation discrétionnaire qui pourraient constituer des opportunités d'achat en cas de repli significatif des cours.**

Un des enseignements tirés des épidémies passées est que l'impact sur le marché peut être assez considérable sur un horizon de quelques mois, mais qu'une fois le virus maîtrisé, le marché se rétablit très rapidement.

Impact sur l'économie chinoise

Les dernières statistiques économiques disponibles pour la Chine font état d'une reprise générale de l'activité économique, en cohérence avec nos prévisions d'un ralentissement modéré de la croissance du PIB en 2020 par rapport à 2019 (5,8 % en glissement annuel contre 6,2 %). Les récentes lueurs d'espoir, ainsi que la signature de l'accord de première phase, avaient fait basculer la balance des risques en faveur d'un scénario haussier pour nos prévisions de croissance. Cependant, depuis la semaine dernière, la propagation du coronavirus nous amène à nous interroger sur la viabilité de ce scénario optimiste. En effet, les mauvaises nouvelles se sont accumulées ces derniers jours avec plus de 100 morts, cinq millions de personnes quittant Wuhan avant la mise en place de l'interdiction de voyager et la découverte que le virus semble déjà être contagieux pendant la période d'incubation (une à deux semaines). Les réactions du marché suivent de près ces actualités et les parallèles établis avec l'épidémie de SRAS de 2003 paraissent logiques.

Toutefois, si 2003 est un point de référence légitime, il convient de souligner que la Chine et le monde ont évolué depuis lors. La Chine est bien plus intégrée et interconnectée avec le reste du monde, tout en semblant mieux équipée (normes médicales plus élevées) pour contenir le virus.

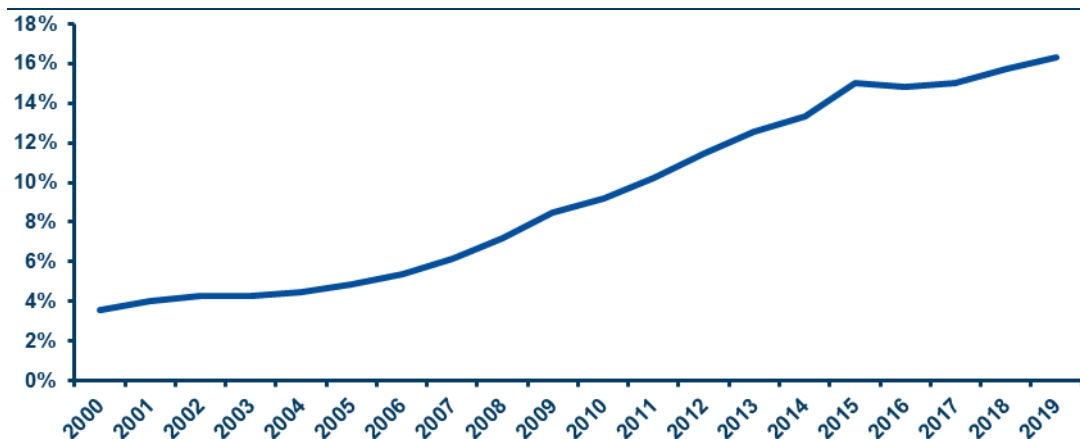
« Nous n'avons pas modifié nos prévisions de PIB pour la Chine en 2020 (5,8 %), en revanche le scénario haussier, tirant parti de l'accord commercial et du creux du secteur manufacturier, a été neutralisé par l'impact du coronavirus ».

Cela étant, certains impacts négatifs à court terme sont à prévoir :

1. mesures de confinement et interdictions de voyager ayant un impact sur l'activité économique dans le pays, principalement dans la région touchée ;
2. grand chassé-croisé lié aux célébrations du Nouvel An chinois susceptible d'amplifier l'impact négatif.

Bien qu'il soit logique de s'attendre à ce que l'impact du virus s'estompe à mesure que la saison hivernale avance, **les mesures de confinement ou interdictions de voyager et leur durée détermineront l'ampleur du ralentissement de la croissance chinoise** et, bien plus qu'en 2003, de la croissance mondiale. En effet, la part de la Chine dans le PIB mondial est passée de 4,3 % en 2003 à 16,3 % en 2019.

PIB de la Chine en % du PIB mondial



Source : Bloomberg, FMI. Données au mardi 28 janvier 2020.

Nous anticipons davantage de soutien en termes de *policy mix* et la Banque populaire de Chine a d'ores et déjà fait savoir qu'elle était prête à recourir à ses outils de politique monétaire pour maintenir la liquidité du système bancaire à des niveaux raisonnables.

Comme à l'accoutumée, l'impact sur les mesures de confiance sera le premier thermomètre à surveiller. Il faudra toutefois attendre les données de janvier/février pour une évaluation plus fiable de la situation économique du pays, or celles-ci ne seront disponibles qu'en fin février/début mars en raison de la distorsion saisonnière des données résultant des congés du Nouvel An chinois. Dans l'intervalle, les flux commerciaux enregistrés par d'autres pays pourraient apporter un premier éclairage intéressant sur l'évolution économique (bien qu'ils soient également tributaires de la saisonnalité chinoise).

Gestion diversifiée

Dans le contexte actuel, nous pensons que les investisseurs détenant des portefeuilles diversifiés devraient maintenir une exposition au risque fortement diversifiée et bien équilibrée (duration américaine pour équilibrer l'appétit de risque en actions et crédit de l'UE) tout en renforçant éventuellement les couvertures de leur allocation prudente pour protéger leurs portefeuilles des pics de volatilité. Compte tenu de l'amélioration des perspectives économiques et des prévisions de bénéfices, **nous gardons de l'appétit pour les actifs à risque** malgré l'incertitude que suscite le coronavirus. Toutefois, pour limiter la volatilité induite par la phase de marché actuelle et réduire l'exposition à un moteur unique (ré-accélération cyclique de la croissance), nous sommes passés à un point de vue neutre sur les devises émergentes. Celles-ci sont, en effet, plus vulnérables aux récents accès de volatilité, bien qu'au vu des fondamentaux, leurs perspectives à moyen terme restent positives. Nous n'avons pas modifié notre point de vue positif sur la dette émergente libellée en devises fortes, que nous considérons comme une précieuse source de revenus dans le volet obligataire.

Nous continuerons à chercher des points d'entrée pour renforcer les actions émergentes lorsque la situation en Chine se sera stabilisée.

« Les perspectives n'ayant pas changé de manière tangible, nous gardons de l'appétit pour le risque, tout en renforçant, de manière sélective, la couverture des actifs les plus vulnérables à court terme. »

« Pour ce qui est de la dette émergente, nous nous attendons à ce que les obligations libellées en devises fortes soient moins affectées que les devises émergentes. »

« Une stratégie sur les obligations internationales, privilégiant la durée américaine, pourrait atténuer la volatilité à court terme et permettre un retournement de situation une fois le coronavirus maîtrisé. »

Obligations émergentes

La situation reste très évolutive et la liquidité de certains marchés est touchée par le fait que la Chine est en vacances, ce qui fausse certains mouvements du marché. À court terme, nous nous attendons à ce que les préoccupations relatives à la propagation du coronavirus et aux décès qui en découlent continuent de peser sur les devises émergentes, en particulier sur celles qui sont plus exposées au ralentissement de la croissance chinoise et celles des pays exportateurs de matières premières (comme le baht thaïlandais et le peso chilien). Côté obligataire, l'affaiblissement des devises aura un impact négatif, notamment dans les pays confrontés à des difficultés budgétaires (comme l'Afrique du Sud), mais cet impact négatif devrait être partiellement compensé par la pression baissière sur les rendements mondiaux. Nous pensons que la dette libellée en devises fortes sera moins touchée, car l'impact négatif sur les spreads devrait être largement compensé par la baisse des rendements core (bons du Trésor américain).

Obligations internationales

À ce stade, nous estimons qu'il est prématuré de modifier la composition des portefeuilles de manière significative, mais au vu du regain de volatilité, il est plus que jamais nécessaire de gérer les risques avec prudence à mesure que les actualités sont diffusées sur le marché. Il est indispensable de couvrir les principaux risques pour préserver les actifs. Nous privilégions les bons du Trésor américain, qui, en tant qu'actifs refuges, se révèlent être une bonne couverture et qui, jusqu'à présent, ont enregistré de solides performances. Nous sommes également constructifs sur les devises telles que la livre sterling et l'euro, qui sont relativement peu affectées par l'épidémie. Afin d'éviter les coûts de vente élevés liés à l'actualité, il est recommandé aux investisseurs de ne pas entreprendre de modifications importantes de leur portefeuille tant que la situation n'est pas clarifiée.

Nous nous attendons à ce que les obligations de qualité supérieure et les monnaies refuges (comme l'USD et le JPY) continuent à enregistrer de bonnes performances à court terme, en revanche, les actifs plus risqués devraient rebondir fortement une fois l'épidémie maîtrisée. **De fait, si l'on se réfère aux épidémies précédentes, après le confinement de l'épidémie, le retournement sera vigoureux, les actifs plus risqués enregistrant de solides performances alimentées par le soulagement des marchés.**

Avec la contribution de :

Alessia BERARDI

Responsable
Recherche et Stratégie
macroéconomique et
émergents

Angelo CORBETTA

Responsable Actions Asie

Law ESTHER

Dettes émergentes

Giovanni LICCARDO

Investment Insights Unit

Rajesh PURI

Obligations
internationales

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

Amundi Investment Insights Unit (AIU) vise à transformer l'expertise du CIO et la connaissance globale de l'investissement d'Amundi en idées applicables et en outils adaptés aux besoins des investisseurs. Dans un monde où les investisseurs sont exposés à de multiples sources d'information, nous visons à devenir un partenaire de choix dans la fourniture d'opinions claires, régulières, actualisées, pertinentes et éclairantes à même d'aider nos clients à prendre les bonnes décisions d'investissement.

Venez découvrir Amundi Investment Insights sur www.amundi.com



Définitions

- **Devises** : désignent les marchés des changes sur lesquels les participants peuvent acheter et vendre des devises.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.

Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du mercredi 29 janvier 2020.

La diversification ne garantit pas de générer un bénéfice ou de se protéger contre une perte.

Les opinions exprimées concernant les tendances du marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management. Elles sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et rien ne garantit que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Ces opinions ne doivent pas être utilisées comme un conseil d'investissement, comme une recommandation à l'égard d'un titre ou comme une indication de transaction de la part d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché présentées se réaliseront ou que les tendances décrites se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles d'évoluer à tout moment sur la base des conditions de marché et autres et aucune assurance ne peut être donnée que la performance des pays, marchés ou secteurs sera telle qu'anticipée. Les investissements impliquent certains risques, y compris politiques et de change. La performance d'investissement et la valeur en principal peuvent fluctuer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de l'intégralité du capital investi.

Ce document ne constitue pas une offre d'achat ou une sollicitation à la vente à l'égard de toute part d'un fonds d'investissement ou de tout service.

Date de première utilisation : [mercredi 29 janvier 2020](#).

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ
CIO

Vincent MORTIER
CIO Adjoint
