

THÉMATIQUE

Le vaccin est un événement binaire pour les marchés, mais pas pour l'économie



DIDIER BOROWSKI,
Responsable Global Views



PIERRE BLANCHET,
Responsable Investment Intelligence

Les investisseurs se mettent à rêver d'un monde immunisé contre le Covid-19. Mais une hirondelle ne fait pas le printemps

Depuis l'annonce de la découverte de vaccins très efficaces, d'abord par Pfizer-Bio&Tech, puis par Moderna et AstraZeneca, l'horizon se dégage. **Les investisseurs se mettent à rêver d'un monde immunisé contre le Covid-19. Mais une hirondelle ne fait pas le printemps**: les inconnues sont encore nombreuses (cf. p2). Et dans tous les cas de figure, la crise du Covid-19 laissera des traces durables dans l'économie.

L'horizon se dégage :

- **Une fois les personnes vulnérables ou à risque vaccinées**, la stratégie sanitaire changera de manière radicale en cas de nouvelle vague épidémique (abandon des politiques de confinement, moindres mesures de distanciation sociale); **ce qui marquerait la fin des politiques déstabilisatrices de « stop-and-go ».**

- La séquence observée en 2020 (rebond très marqué de la croissance au 3^e trimestre) illustre le fait que **certains secteurs mis à l'arrêt administrativement peuvent rebondir très vite une fois les contraintes levées**. Les pays qui ont eu recours à des dispositifs de confinement peuvent ainsi enregistrer un fort rebond de la croissance sur un ou deux trimestres (effet de base, demande latente).

- **Dans les économies avancées, la production a chuté mais les revenus ont été préservés grâce aux politiques de stabilisation budgétaire.** Les conditions monétaires et financières sont restées accommodantes. Dans ce contexte, les ménages pourraient rediriger leurs dépenses : l'argent non dépensé pour certains services (tourisme, restauration, loisirs, etc.) pourrait être consacré à l'achat d'autres biens et services lorsque la confiance sera rétablie.

- De leur côté, les entreprises qui étaient pérennes avant crise pourraient recommencer à investir; quant aux opérations de fusions et acquisitions, elles pourraient permettre aux secteurs fragilisés par la récession de se redresser.

Tous ces éléments pourraient se traduire assez rapidement par un renforcement de la demande mondiale,

d'autant qu'il n'y a pas eu de crise financière, que l'épargne est abondante et les besoins d'investissement élevés; cela constitue un environnement favorable à la croissance.

Cependant les vaccins ne permettront pas de revenir à la case départ :

- **Les vaccins arriveront trop tard pour enrayer la vague actuelle de Covid-19 aux États-Unis.** Les simulations des modèles épidémiologiques montrent qu'en l'absence de nouvelles mesures de distanciation sociale, le nombre de décès pourrait doubler d'ici fin février¹.

- **À court terme, les vaccins n'empêcheront donc pas une rechute (temporaire) de la croissance en territoire négatif** au 4^e trimestre en Europe (et peut-être même au 1^{er} trimestre aux États-Unis).

- **Les vaccins ne permettront pas aux secteurs sinistrés de se rétablir rapidement;** de nombreux services (tourisme, transport aérien, restauration, loisirs, culture, sports, etc.) ne rattraperont pas la production perdue. Qui plus est, dans ces secteurs, la croissance tendancielle ne retrouvera pas nécessairement son rythme d'avant-crise.

- **Les vaccins ne feront pas disparaître le virus** et l'épidémie est encore loin d'être maîtrisée (Europe, États-Unis). Certaines mesures de distanciation sociale pourraient donc être maintenues jusqu'à ce que la grande majorité de la population soit vaccinée. D'autant que de nombreux éléments d'incertitude subsistent (durée de l'immunité et contagiosité des personnes vaccinées).

Les vaccins seraient inopérants en cas de mutation du virus.

¹ Modeling COVID-19 scenarios for the United States" (Nature medicine, October 2020)

THÉMATIQUE

Les vaccins peuvent prendre du retard. Les campagnes de vaccination posent un défi logistique (production, stockage, livraison) dans les économies avancées et a fortiori dans les économies émergentes.

Enfin, les vaccins ne guériront pas des maux économiques: ils n'empêcheront pas les entreprises de faire défaut et ne permettront d'absorber ni les dettes accumulées, ni les inégalités créées! La dette mondiale publique et privée a atteint un nouveau pic historique et la maîtrise des ratios dette/PIB sera un nouveau défi à relever. De même, la pauvreté et les inégalités ont augmenté de façon spectaculaire avec la crise du Covid-19 et ne reviendront pas au point de départ sans politique d'accompagnement.

Un contexte mitigé pour les investisseurs

Si d'un côté les vaccins ont permis de dégager l'horizon à moyen et long terme, de l'autre les incertitudes à court terme persistent. En effet, les vaccins ne permettront pas de guérir des maux causés par l'épidémie et la situation économique actuelle risque de se dégrader, en particulier aux États-Unis. Nous pensons que **la volatilité implicite des actifs américains** reflète l'évolution positive du sentiment des investisseurs sur le moyen et le long terme, mais qu'elle

ne tient pas compte des risques à court terme. Les élections américaines ont constitué un point clé autour duquel de nombreuses stratégies de couverture se sont articulées, tant sur le marché des obligations que sur celui des actions. Leur résultat a été perçu comme la meilleure issue possible pour les marchés, entraînant un rebond des actifs risqués et le dénouement des positions de couverture. L'efficacité élevée des vaccins a donné un élan supplémentaire à l'optimisme des marchés et causé un effondrement de la volatilité implicite. L'indice VIX est tombé de 40 la semaine précédant l'élection à 21 aujourd'hui tandis que la volatilité implicite à 3 mois est inférieure de plus de 10 points. L'évolution de l'indice Move a été similaire.

Le coût de la volatilité implicite a diminué, ce qui est une caractéristique intéressante pour les investisseurs souhaitant miser sur une rotation vers les valeurs cycliques et décotées tout en recourant à des stratégies de couverture pour limiter leur exposition au marché. **Les améliorations et les incertitudes relatives au virus et à l'économie sont donc susceptibles de se traduire par un premier semestre 2021 agité, ce qui pourrait être compensé par une couverture active des portefeuilles.**

Achévé de rédiger le 26/11/2020

Amundi Research Center



Retrouvez l'ensemble de nos publications sur le site :

research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Forecasts
Sovereign Bonds High
ESG Quant Fixed Income Yield Real Estate
Investment Strategies Asset Allocation

AVERTISSEMENT

Les informations de MSCI sont réservées à un usage interne, ne peuvent pas être reproduites ou rediffusées sous une quelconque forme et ne peuvent pas servir de base ou de composante de tout instrument ou produit financier ni d'indice. Les informations de MSCI ne constituent en rien et ne peuvent pas être considérées comme un conseil d'investissement ou une recommandation de prendre (ou s'abstenir de prendre) une quelconque décision d'investissement. Les données historiques et analyses ne doivent pas être considérées comme une indication ou garantie d'une analyse de performance future, d'une prévision ou prédiction. Les informations de MSCI sont indiquées en l'état et l'utilisateur assume pleinement les risques liés à toute exploitation qui en serait faite. MSCI, ses filiales et toute autre personne impliquée dans, ou liée à, la compilation ou l'élaboration de toute information de MSCI (collectivement, les « Parties MSCI ») déclinent expressément toute garantie (y compris sans limite toute garantie quant à l'origine, l'exactitude, l'exhaustivité, l'actualisation, la conformité, l'adéquation ou la valeur commerciale à toute fin donnée) relative à ces informations. Sans limite de ce qui précède, aucune Partie MSCI n'assume en aucun cas de responsabilité à l'égard de tous dommages directs, indirects, spéciaux, immatériels ou consécutifs (y compris, à titre non exhaustif pour perte de bénéfices) et autres. (www.msclub.com).

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement. Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante: info@amundi.com.

Société par actions Simplifiée — SAS au capital de 1086262605 euros — Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 — Siège social: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Photo credit: ©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - ClaudioVentrella

Directeur de la publication

BLANQUÉ Pascal, CIO Groupe

Rédacteur en chef

DEFEND Monica, Responsable de la Recherche Groupe

Avec la contribution de la Recherche Groupe

AINOUZ Valentine, CFA, Responsable adjointe de la Recherche Stratégie des marchés développés

BELLAICHE Mickael, Stratégiste Taux

BERARDI Alessia, Responsable des Marchés émergents, Recherche Stratégie Macroéconomique

BERTONCINI Sergio, Stratégiste Senior Taux

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

BRECHT David, CFA, Analyste obligataire

HUANG Claire, Macrostratégiste, Marchés Émergents

Avec la contribution d'Amundi Investment Insights Unit

BERTINO Claudia, Responsable d'Amundi Investment Insights Unit

FIOROT Laura, Responsable adjointe d'Amundi Investment Insights Unit

DHINGRA Ujjwal, Amundi Investment Insights Unit

Conception et support

BERGER Pia, équipe de Recherche

PONCET Benoit, équipe de Recherche

Rédacteurs en chef adjoints

BLANCHET Pierre, Responsable Investment Intelligence

BOROWSKI Didier, Responsable Global Views

CESARINI Federico, Stratégiste Cross Asset

DELBO' Debora, Stratégiste Senior Marchés Émergents

DROZDZIK Patryk, Marchés émergents, Économiste

GEORGES Delphine, Stratégiste Taux

HERVE Karine, Marchés émergents, Économiste Senior

LEONARDI Michele, Analyste Cross Asset

PERRIER Tristan, Analyste Global Views

PORTELLI Lorenzo, Responsable de la Recherche Cross Asset

USARDI Annalisa, CFA, Économiste Senior

VARTANESYAN Sasi, Marchés émergents, Économiste Senior

WANE Ibra, Stratégiste Actions Senior

LICCARDO Giovanni, Amundi Investment Insights Unit

PANELLI Francesca, Amundi Investment Insights Unit