

Accroître l'exposition au risque, en commençant par les émergents et le crédit



**Pascal
BLANQUE**
CIO Groupe



**Vincent
MORTIER**
CIO Adjoint Groupe



**Philippe
Ithurbide**
Directeur Recherche,
Stratégie et Analyse



**Monica
DEFEND**
Responsable de la Stratégie,
Directrice adjointe de la
Recherche

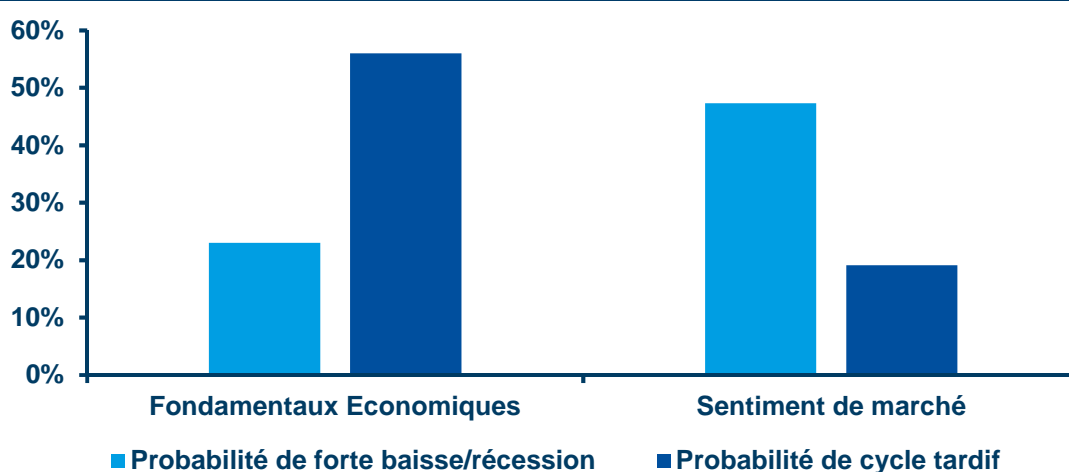
- L'excès de pessimisme à la fin de 2018 s'est traduit par une correction brutale des marchés financiers et un regain de volatilité. **Selon notre analyse, les intervenants du marché ont intégré un risque de ralentissement équivalent au double de celui que justifient les fondamentaux économiques.**
- Nous pensons que les actifs à risque ont été ramenés à des niveaux plus intéressants et que **des « points d'entrée » pour les investisseurs à long terme sont en train de se créer parmi les actifs des marchés émergents (ME) et le crédit des marchés développés (MD)**, qui ont tous deux fortement corrigé en 2018, respectivement au premier semestre et en fin d'année. Les actions européennes pourraient constituer le point d'entrée suivant dans cette séquence, mais nous pensons que des opportunités plus robustes se concrétiseront plus tard dans l'année, car les élections européennes de mai (et le Brexit) pourraient continuer à peser sur le sentiment des investisseurs.
- La fin imminente du cycle de resserrement de la Fed et la stabilisation du dollar américain seraient sans doute des éléments très favorables, tout comme une baisse des tensions géopolitiques ou un scénario de ralentissement économique sans risque de récession. Les niveaux clés soutenant notre opinion sur les actifs risqués sont **2 % pour la croissance américaine et 3 % pour la croissance mondiale.**
- **Nous sommes conscients que les risques n'ont pas disparu** et que de nombreuses tensions d'ordre géopolitique existent tandis que la dette mondiale monte en flèche. Cela signifie qu'il faut **privilégier fortement la durabilité des bénéficiaires et de la dette** pour construire des portefeuilles résistants.
- En termes de **classement du potentiel de rendement des actifs émergents** en 2019, nous considérons les **actions** comme étant les plus attractives, suivies par **les obligations en devise locale** puis **celles en devises fortes** bien que nous attendions plus de volatilité sur le segment de la dette en devise locale que sur celui de la dette en devise forte. Il s'agit là d'un changement de point de vue par rapport à l'année dernière, où la pression sur les devises étant trop élevée, nous étions restés prudents sur la dette émergente en monnaie locale. Selon nous, dans la phase actuelle du marché, la sensibilité à des thématiques multiples (déséquilibres extérieurs, cycles électoraux, moteurs de la croissance intérieure et différends commerciaux) sera la clé de la sélection dans les marchés émergents.
- **Dans un contexte de banques centrales plus accommodantes, le crédit des marchés développés a également retrouvé du potentiel**, tandis que les fondamentaux économiques restent corrects. Le crédit européen (en particulier sur le marché primaire) sera la principale source de rendement des portefeuilles obligataires européens en 2019.
- Que ce soit en Europe ou aux États-Unis, où la dette des entreprises a atteint des sommets historiques, l'objectif sera de déceler les entreprises dont les fondamentaux sont solides.
- Les niveaux d'endettement élevés du système et la détérioration des conditions d'octroi de crédits sont deux éléments à surveiller de près et exigeront des investisseurs qu'ils soient particulièrement sélectifs et qu'ils se basent sur des analyses de crédit solides.

Pas de récession mondiale en vue

Il est désormais clair que nous traversons une période de ralentissement économique qui a débuté depuis plusieurs trimestres. Les banques centrales en prennent acte et adoptent progressivement un ton plus accommodant. Il convient de souligner que la dynamique économique est actuellement très négative et qu'il est donc normal que la probabilité de récession augmente. Comme c'est le cas durant toute phase de correction, la probabilité de récession fournie par les indicateurs de marché tend à surestimer celles issues des indicateurs économiques eux-mêmes. L'excès de pessimisme se traduit naturellement par un repli des marchés financiers et un regain de volatilité.

Selon nos calculs, **les intervenants du marché ont intégré un risque de ralentissement équivalent au double de celui que justifient les fondamentaux économiques.** Le marché est allé trop loin en décembre en intégrant une récession : si nous estimons que le risque est plutôt à la baisse, nous avons une vision plus équilibrée.

Les marchés ont corrigé de façon excessive là où les fondamentaux suggèrent plutôt une fin de cycle qu'un contexte de ralentissement ou de récession.



Source : Amundi Research, au mardi 15 janvier 2019. Le graphique compare la probabilité déduite à partir des fondamentaux économiques (ceux-ci sont fournis par notre « Investment Phazer », un cadre qui regroupe nos prévisions économiques et les met en correspondance avec les régimes financiers - le ralentissement et la fin de cycle correspondant à deux régimes distincts - sur un horizon de 12 mois, compte tenu de la croissance des BPA mondiaux, de la dynamique de l'inflation et de l'accumulation de dette totale) et la probabilité impliquée par un ensemble d'indicateurs de marché constitué de variables, alimentées par des données à haute fréquence, et utilisées comme des signaux d'alerte.

Hors situation de choc extrême, **rien ne nous pousse à anticiper une récession en Europe ou aux États-Unis dans les 18 à 24 prochains mois.** Nous sommes plutôt enclins à prévoir une convergence vers de la croissance potentielle, plutôt au second semestre qu'au premier. Par conséquent, plutôt qu'une amorce de marché baissier **nous voyons des actifs à risque qui sont revenus à des niveaux plus attractifs** (notons que nous pourrions néanmoins observer d'autres trous d'air à court terme dans certains secteurs du marché).

Nous naviguons toujours dans ce cycle financier 'bien tardif' en privilégiant les actifs risqués, bien que nos prévisions prennent en compte une certaine détérioration des bénéfices par action, en raison du resserrement des marges des entreprises, ce qui devrait entraîner un fléchissement des prévisions de revenus. La saison de publication des résultats doit être surveillée de près, car elle apportera probablement des éclairages sur les fondamentaux microéconomiques. Nous prévoyons une baisse des revenus, car l'affaiblissement du commerce mondial se traduit déjà par une baisse des ventes (dans le secteur manufacturier et le commerce de gros en particulier).

« Le marché est allé trop loin en intégrant une récession. Si nous estimons que le risque est effectivement à la baisse, nous adoptons néanmoins une vision plus équilibrée. »

« Les intervenants du marché ont intégré un risque de ralentissement équivalent au double de celui que justifient les fondamentaux économiques. »

«**La fin du cycle de resserrement de la Fed et la stabilisation du dollar américain soutiennent les actifs émergents.** »

Déclencheurs et risques à surveiller

Une pause des taux de la Fed et un affaiblissement du dollar américain (en particulier par rapport aux devises émergentes) constitueraient des facteurs extrêmement avantageux, de même qu'une réduction des nombreuses tensions géopolitiques actuelles. **Les facteurs mondiaux à surveiller de près demeurent toutefois la politique monétaire américaine et les questions liées au commerce mondial.** Ces facteurs sont importants parce qu'ils sont communs à toutes les économies et à tous les marchés financiers. Une mauvaise compréhension de la Fed ou un resserrement monétaire excessif entraîneraient une forte correction des marchés actions et augmenteraient la probabilité d'une récession. Si les différends commerciaux sino-américains s'exacerbaient au point de se transformer en véritable guerre commerciale, la croissance s'effondrerait menant à une importante récession, dont l'ampleur pourrait être comparable à celle qui a suivi la Grande Crise Financière. Toutefois, ceci ne correspond pas à notre scénario central. En effet la Fed devrait bientôt suspendre son cycle de resserrement monétaire et il n'y aura pas de guerre commerciale « totale ». Cela ne signifie pas pour autant qu'à court terme, tous ces risques aient disparu, loin s'en faut.

Un dollar américain faiblissant, une Fed attentiste, le repli (ou la stabilité) des taux longs américains, l'accalmie des différends commerciaux, l'amélioration des perspectives et la stabilisation de la croissance chinoise représentent un ensemble de facteurs idéal potentiellement très favorables aux marchés émergents.

Nous estimons qu'un seuil de 2 % pour la croissance américaine et de 3 % pour la croissance mondiale constituent des niveaux de croissance clés. Le niveau d'ouverture de l'Europe entretient sa dépendance vis-à-vis de la croissance mondiale, tandis que la croissance américaine et celle de ses marchés financiers sont étroitement liées à des facteurs intérieurs. Le dernier élément à surveiller de près est **l'endettement mondial**. Ce problème n'a pas été résolu, il a simplement été occulté par la forte croissance des dernières années. Un dérapage important de la croissance raviverait les craintes. *Une situation déjà vue.*

Appréciation des principaux points d'entrée

Nous estimons qu'une volatilité accrue devrait persister dans un contexte de fin des politiques d'assouplissement quantitatif, de détérioration de la liquidité des marchés et d'accroissement de l'investissement quantitatif. En outre, l'incertitude géopolitique, les différends commerciaux et l'instabilité de la dynamique sociale continueront également d'alimenter des épisodes de volatilité élevée. Néanmoins, les politiques monétaires (plus patientes et plus souples de façon générale), les négociations encourageantes sur le sujet des droits de douane et le succès des autorités dans leurs efforts pour soutenir le cycle économique chinois constituent autant de **déclencheurs potentiels** susceptibles de provoquer une réaction positive des actifs risqués (et, inversement, une réaction négative s'ils déçoivent).

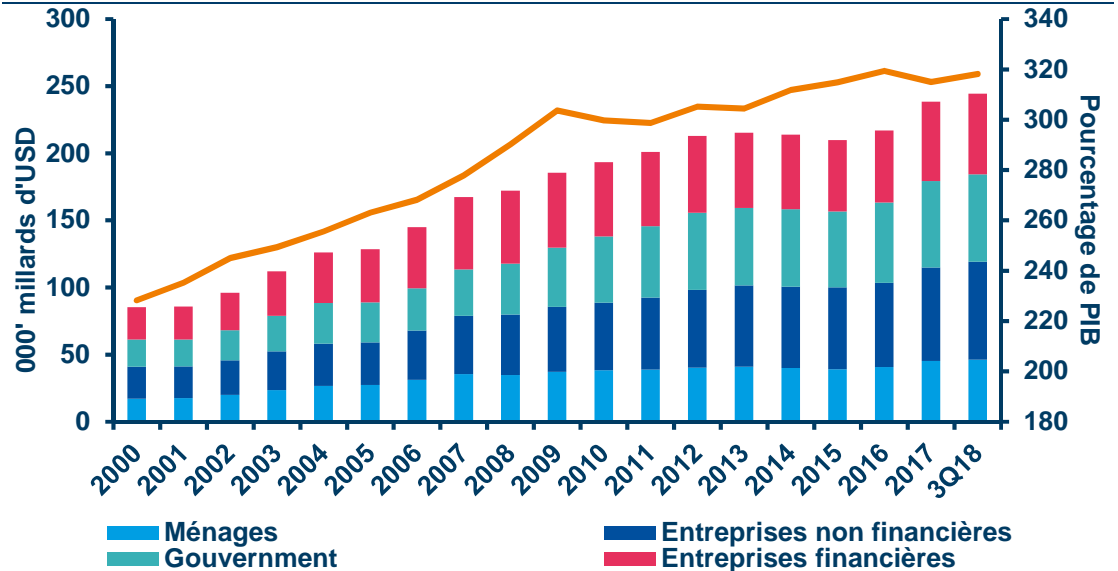
Globalement, nous pensons qu'**il est temps d'accroître l'exposition au risque, mais dans un cadre ordonné** et dans les classes d'actifs qui ont corrigé et qui sont soutenues par leurs fondamentaux, notamment **les marchés émergents et le crédit des marchés développés**. Les actions européennes ont également connu un fort repli et les valorisations tiennent compte de scénarios excessivement pessimistes, toutefois nous estimons que les conditions restent difficiles à ce stade en raison du risque lié à cette classe d'actifs, avec de multiples éléments d'incertitude politique (Brexit, élections européennes en mai) qui pèsent sur la perception du risque. Nous pensons que des points d'entrée sur ce segment pourraient se matérialiser plus tard dans le courant du premier semestre.

Notre conviction s'appuie sur notre dispositif de suivi des risques. Dans l'immédiat, nous maintenons un « biais positif » en faveur des actifs à risque, sachant que les objectifs de performance sont inférieurs à ceux du passé. Une approche tactique et sélective est capitale. À plus long terme, **les marchés mondiaux offriront, en moyenne, des rendements anticipés, ajustés en fonction du risque, plus faibles.** Le contexte économique et la stabilité

« **Nous pensons qu'il est temps d'accroître l'exposition au risque dans les classes d'actifs ayant corrigé et dont les fondamentaux sont porteurs : les marchés émergents et le crédit des marchés développés.** »

seront essentiels. Le niveau élevé de la dette totale notamment, et la sensibilité de certaines catégories d'actifs à ces indicateurs seront probablement des facteurs discriminants. De fait, la dette totale s'est accumulée à l'échelle mondiale, tant au niveau privé qu'au niveau public. Une fois confrontée à la hausse des taux dans un cycle financier mature, la dynamique de la dette pourrait devenir un catalyseur majeur de dégradation financière et d'instabilité. **Il est donc primordial, dans un contexte de contraction de la liquidité au sein d'un cycle financier arrivant à maturité, de se positionner sur des thèmes obligataires durables.**

La montée en flèche de la dette mondiale est un élément à surveiller



Source : Analyse Amundi sur les données IFF au vendredi 25 janvier 2019.

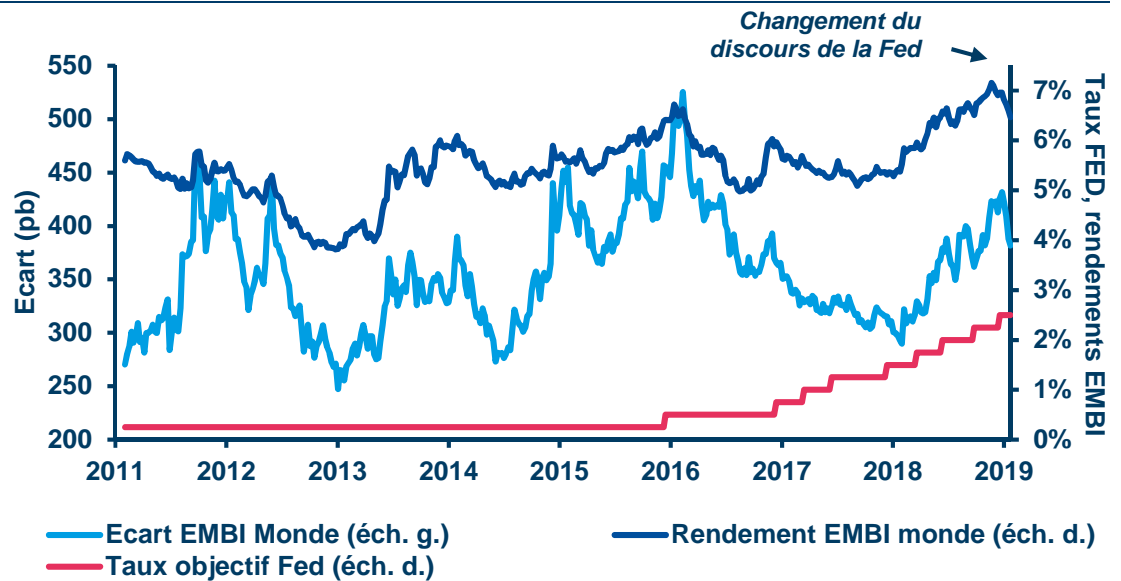
Opportunité n°1 – Les marchés émergents

Les fondamentaux sont restés relativement résistants dans les économies émergentes, malgré le resserrement général des politiques monétaires en 2018, à l'exception de quelques cas spécifiques résultant de situations déséquilibrées comme la Turquie et l'Argentine. L'adoucissement du ton de la Fed, les perspectives d'inflation favorables dans la plupart des pays émergents et l'élargissement du différentiel de croissance par rapport aux pays développés au second semestre sont autant de conditions qui devraient jouer en faveur des marchés émergents.

Ces facteurs contribueront à attirer l'intérêt, jusqu'ici très faible, des investisseurs compte tenu notamment du positionnement très prudent sur la classe d'actifs, tant en actions qu'en titres obligataires. Comme c'était déjà le cas en 2018, **il est essentiel d'être très sélectif** et de construire des portefeuilles autour de (ou en évitant des) thèmes bien précis (vulnérabilités externes, potentiel de croissance, exposition aux différends commerciaux et aux cycles politiques) ou de sociétés spécifiques. De plus, les investisseurs doivent garder à l'esprit que **les phases de volatilité referont probablement surface**, en raison de l'actualité entourant les différends commerciaux et les statistiques économiques chinoises.

« **La sensibilité à des thèmes spécifiques (croissance, commerce, vulnérabilités externes et cycles politiques) déterminera la sélection dans le segment des marchés émergents.** »

L'adoucissement du ton de la Fed constitue une bonne nouvelle pour les actifs des marchés émergents



Source : Bloomberg, au vendredi 18 janvier 2019. Indice JPMorgan EMBI Global Blended.

En termes de **classement du potentiel de rendement en 2019**, nous considérons les actions comme étant la classe la plus attractive, suivie par les obligations en devise locale et celles en devises fortes, bien que nous attendions plus de volatilité sur le segment de la dette en devise locale que sur celui de la dette en devise forte. Il s'agit là d'un changement de point de vue par rapport à l'an dernier, où la pression sur les devises étant trop élevée, nous étions restés prudents sur la dette émergente en monnaie locale.

Tableau : Principales convictions sur les marchés émergents

Dette émergente

La dette émergente en monnaies locales devrait générer des rendements plus élevés que la dette émergente en monnaies fortes, mais avec plus de volatilité.

Privilégier les pays à haut rendement : Brésil, Afrique du Sud et Indonésie.

Risques à surveiller : performance du commerce mondial, relations sino-américaines, événements spécifiques et durabilité de la croissance de la Chinoise.

Actions émergentes

Les valorisations des actions émergentes sont bon marché et notre analyse de 'fair value' suggère un potentiel de rendement entre 5 % et 10 % sur un horizon de 12 mois. Les rendements du dividende ont fortement augmenté et devraient encore s'améliorer dans de nombreux pays. Le dividende peut constituer une bonne thématique à exploiter dans un scénario de fin de cycle. Nous privilégions les pays disposant de perspectives de croissance vigoureuses : la Chine, l'essentiel du ralentissement étant déjà intégré dans les prix, l'Inde et l'Indonésie, dont la croissance s'appuie sur une importante demande intérieure. Nous nous tournons également vers les pays dont les valorisations sont attractives, comme la Russie, où l'impact des sanctions est déjà partiellement pris en compte.

Rester défensif sur les pays dont les valorisations sont chères et qui présentent un risque politique élevé : Chili et Thaïlande (valorisations élevées), Turquie (risque politique).

Source : Amundi, au jeudi 24 janvier 2019.

« Actions émergentes, dette en devise locale et dette en devise forte, voilà le classement par classe d'actifs des rendements potentiels pour l'année. »

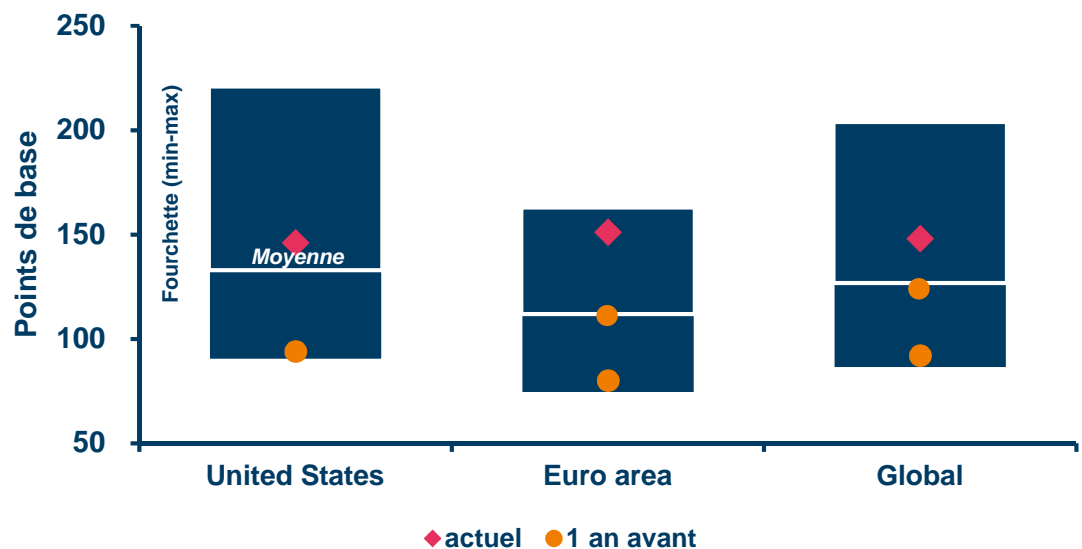
Opportunité n°2 – Les marchés du crédit

Selon nous, 2018 a été une année de réduction du risque et nous avons terminé l'année avec une approche prudente sur le marché du crédit. Nous estimons, en revanche, que **2019 est le moment de s'exposer à nouveau au risque de crédit**, bien qu'avec une sélectivité rigoureuse en raison du contexte difficile de fin de cycle et de dégradation de la liquidité.

Nous sommes récemment devenus optimistes quant au crédit des marchés développés, car nous pensons que l'élargissement des spreads est désormais derrière nous pour l'essentiel, et que les banques centrales plus accommodantes (avec des taux qui devraient rester bas pour longtemps) réduiront la pression sur la dette des entreprises.

Regain de potentiel haussier du crédit à l'échelle mondiale : spreads actuels vs spreads de l'an dernier sur la fourchette à cinq ans.

« Nous sommes devenus plus optimistes en ce qui concerne le crédit des marchés développés, sachant qu'à ce stade du cycle, il sera crucial de gérer les risques de liquidité et de crédit avec la plus grande prudence. »



Source : Bloomberg, au lundi 21 janvier 2019. Indices Merrill Lynch Investment Grade.

En Europe, le potentiel haussier a été partiellement restauré et la correction récente a permis l'apparition d'opportunités. Si les rendements obligataires « core » devraient rester faibles, **les entreprises européennes représentent, à notre avis, la principale source de delta positif dans un portefeuille européen de titres obligataires**. Le programme d'achat d'obligations d'entreprises (CSPP) ayant pris fin, la BCE a ouvert la porte aux opérations de refinancement à long terme ciblées (TLTRO) afin d'éviter un resserrement excessif des conditions de liquidité, ce qui devrait soutenir le marché. **Sur le segment de l'IG**, le marché primaire offre une prime liée à la détérioration du régime de liquidité. Nous recommandons de rester flexibles et sélectifs, car il s'agit d'un segment encombré qui pourrait subir l'essentiel de l'impact de la fin de l'assouplissement quantitatif sous forme d'assèchement des liquidités.

Dans le secteur HY, nous nous attendons à ce que la principale source de rendement provienne des stratégies de portage plutôt que de la réduction des spreads. Toutefois, dans cette phase du cycle, la sélection est capitale pour gérer l'arbitrage entre « sécurité » et rendement : nous nous concentrons donc sur le portage ajusté du risque.

Les prix des obligations d'entreprises intègrent des taux de défaut plus élevés que ceux que nous anticipons (sur le HY, nous prévoyons des taux de défaut aux États-Unis et en Europe qui convergent vers 2,5 % d'ici la fin de l'année), or une augmentation significative des défauts de paiement nous semble peu probable au vu des taux de croissance raisonnables et du ralentissement conjoncturel qui encourage une attitude plus accommodante de la BCE.

Aux États-Unis, notre approche du marché du crédit est similaire, mais le cycle est dans une phase plus avancée. Les fondamentaux sont plus fragiles qu'en Europe et restent menacés par de nouvelles hausses des taux d'intérêt (nous pourrions probablement encore voir une hausse de taux aux États-Unis au premier semestre) mais aussi par la réduction du bilan de la Fed, l'endettement dans le secteur des entreprises, des clauses de sauvegarde assouplies dans le domaine de la dette privée, la croissance des prêts à effet de levier ainsi que des risques de liquidité plus élevés. La menace que représentent ces facteurs pourrait s'alourdir en cas de ralentissement important (ou de récession) de l'économie américaine. Ce n'est pas là notre scénario pour 2019, mais il doit néanmoins être surveillé.

Conclusions

L'exploitation des marchés du crédit et des marchés de la dette émergente sera la clé pour générer des rendements dans les portefeuilles obligataires en 2019 : elle nécessite cependant une approche très sélective et une attention permanente. Cette vision repose sur le fait que la croissance devrait se maintenir à un niveau correct. Ces classes d'actifs n'ayant pas intégralement pris en compte un risque de récession généralisée, il faut surveiller de près les évolutions macroéconomiques tout en insistant sur l'analyse « bottom-up ».

Une approche « *buy and watch* » pourrait se révéler intéressante **pour les investisseurs obligataires cherchant à assurer des rendements plus élevés sur un horizon d'investissement approprié**, tout en maintenant une exposition diversifiée à de multiples émetteurs et secteurs.

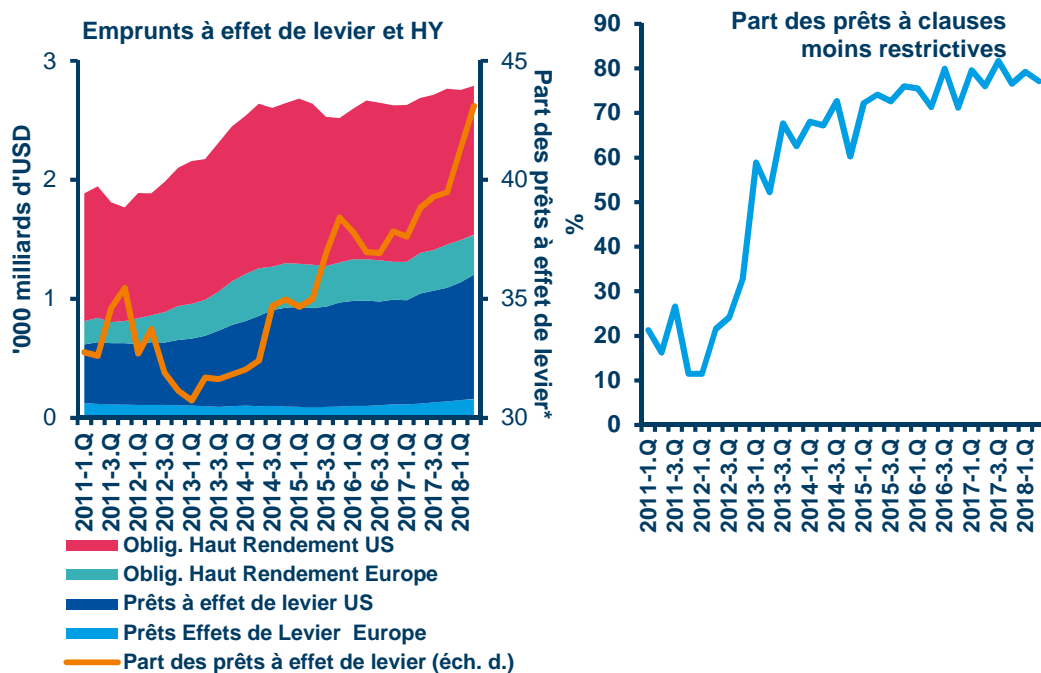
En outre, un retour progressif sur les **actions des marchés émergents pourrait être un moyen de tirer parti d'investissements de long terme** à des valorisations très attractives. **Pour les investisseurs dont l'horizon d'investissement est plus important et qui sont en mesure de supporter un certain risque de liquidité**, nous continuons de préconiser une présence flexible sur l'ensemble du spectre du crédit, en considérant également les actifs non liquides à des fins de diversification.

Dans un tel scénario, une forte sélection sera primordiale : le marché de la dette privée a effectivement connu une forte hausse au cours des dernières années, avec un certain relâchement des exigences (notamment, l'augmentation des financements à clauses moins restrictives, qui offrent moins de protection aux prêteurs et des contraintes plus souples aux emprunteurs) et l'augmentation des niveaux d'endettement.

La récente compression des primes de risque de certaines émissions privées par rapport aux titres cotés rend plus compliquée la recherche d'opportunités à rendement plus élevé compensant un risque accru.

Une analyse de crédit exigeante sera donc primordiale : le ralentissement de la croissance révélera des situations fragiles, mais génèrera aussi des opportunités.

Croissance du HY et des marchés des prêts à effet de levier et affaiblissement des protections du crédit



Source : Bank of International Settlements, données au mardi 15 janvier 2019. Graphique de gauche : part des prêts à effet de levier en % du financement à effet de levier (HY et prêts à effet de levier). Graphique de droite : part des prêts à clauses moins restrictives dans l'encours total des prêts à effet de levier.

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

The Amundi Investment Insights Unit (AIU) aims to transform our CIO expertise, and Amundi's overall investment knowledge, into actionable insights and tools tailored around investor needs. In a world where investors are exposed to information from multiple sources we aim to become the partner of choice for the provision of regular, clear, timely, engaging and relevant insights that can help our clients make informed investment decisions.

Discover Amundi investment insights at www.amundi.com



Definitions

- **Basis points:** one basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Credit spread:** differential between the yield on a credit bond and the Treasury yield. The option-adjusted spread is a measure of the spread adjusted to take into consideration possible embedded options.
- **FX:** FX markets refer to the foreign exchange markets where participants are able to buy and sell currencies.
- **Quantitative easing (QE):** a type of monetary policy used by central banks to stimulate the economy by buying financial assets from commercial banks and other financial institutions.
- **Volatility** is a statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important Information

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management and is as of January 28, 2019.

Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss.

Correlation: The degree of association between two or more variables; in finance, it is the degree to which assets or asset class prices have moved in relation to each other. Correlation is expressed by a correlation coefficient that ranges from -1 (always move in opposite direction) through 0 (absolutely independent) to 1 (always move in the same direction).

The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management, and are subject to change at any time based on market and other conditions and there can be no assurances that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, as securities recommendations, or as an indication of trading on behalf of any Amundi Asset Management product. There is no guarantee that market forecasts discussed will be realised or that these trends will continue. These views are subject to change at any time based on market and other conditions and there can be no assurances that countries, markets or sectors will perform as expected. Investments involve certain risks, including political and currency risks. Investment return and principal value may go down as well as up and could result in the loss of all capital invested.

This material does not constitute an offer to buy or a solicitation to sell any units of any investment fund or any services.

Date of First Use: 4 février 2019.

Chief Editors

Pascal BLANQUÉ

Chief Investment Officer

Vincent MORTIER

Deputy Chief Investment Office
