

10 ans après Lehman : état des lieux pour l'avenir

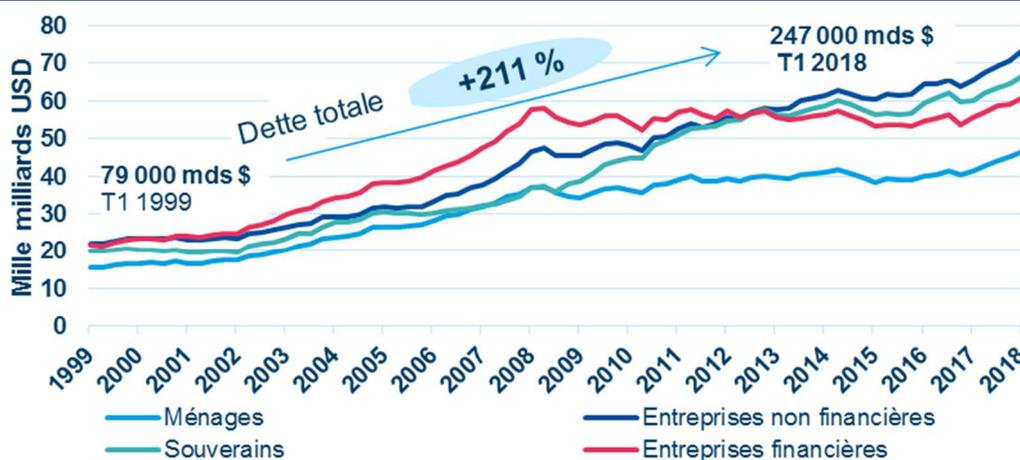


**Pascal
BLANQUE**
CIO Groupe

Dix ans se sont écoulés depuis la faillite de Lehman Brothers. Cet événement a marqué le début de la grande récession qui a plongé l'économie mondiale dans sa plus grave crise économique depuis les années 1930. L'heure est venue de faire un état des lieux. Nous estimons que l'héritage de la crise se présente sous la forme de **quatre paradoxes, avec des conséquences de court et long termes sur l'économie mondiale et les marchés financiers.**

1. L'incapacité à se désendetter. Le cycle actuel est l'un des plus longs de l'histoire, mais nous avons le sentiment inconfortable que les déséquilibres sont restés quasiment inchangés : une stagnation séculaire classique (croissance faible persistante et faiblesse des investissements) et un super cycle d'endettement. Quand bien même le rythme d'accumulation de la dette a ralenti, il n'y a aucun véritable processus de désendetterement en termes absolus.

Dettes mondiale par secteur



Source : Analyse Amundi sur les données IFF au vendredi 31 août 2018.

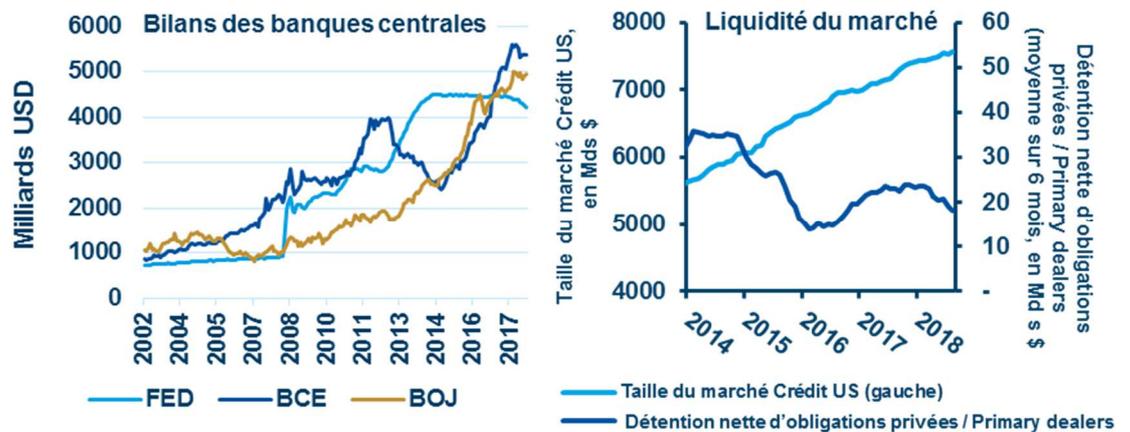
« **Le problème de la soutenabilité de la dette pourrait avoir des conséquences dramatiques, car la perspective d'une remontée des taux d'intérêt soulève à nouveau la question de la capacité des marchés à absorber cette hausse des taux sans subir de perturbation** »

Ainsi le problème de la **soutenabilité de la dette** se pose de nouveau avec acuité dans la mesure où la perspective de taux plus élevés soulève à nouveau la question de la capacité des marchés à absorber ce choc sans connaître de disruption. Par ailleurs, à l'heure où la **reprise conjoncturelle synchronisée ralentit dans de nombreux pays**, et que l'économie américaine est en passe d'épuiser son arsenal de mesures de relance budgétaire, les dynamiques habituelles qui font qu'une croissance soutenue alimente une forte inflation et une hausse des taux ne devraient pas trop mobiliser l'attention des investisseurs. Ceux-ci ont plutôt intérêt à s'intéresser au contexte d'un monde post-déflation en proie à un ralentissement conjoncturel, dans lequel les forces déstabilisatrices, bien que quelque peu dissipées restent toujours présentes : faible croissance de la productivité, investissements en berne. Deux tentations diamétralement opposées coexistent : l'idée d'une extension du cycle actuel (avec un taux marginal de réussite de plus en plus faible) grâce à la mise en place toujours renouvelée de mesures de relance, ou la croyance, comme pour une religion, en une productivité bientôt plus élevée et des investissements en passe de rebondir. Nous pensons que ces deux visions sont également toxiques pour les investisseurs. Nous évoluons actuellement dans un régime où la dette est alimentée par des taux d'intérêt artificiellement bas et où la vulnérabilité est élevée, les mesures d'assouplissement monétaire extraordinaires touchant à leur fin. **Il est fondamental d'identifier les zones de faiblesse susceptibles de se transformer en risques spécifiques afin de prévenir une dépréciation durable des actifs.**

« Les investisseurs ont davantage intérêt à se préoccuper des risques endogènes (liquidité, structure capitalistique) que des risques classiques (inflation provoquant une hausse des taux) ».

2. Les deux faces de la liquidité. En dépit des excédents de trésorerie portés aux bilans des banques centrales (niveau macro), nous sommes confrontés à une détérioration de la liquidité de marché (niveau micro) qui se traduit par des **distorsions dans la structure des détenteurs d'actifs** (les investisseurs particuliers ont ainsi remplacé les institutionnels sur le segment du haut rendement). Il s'agit d'une conséquence des réglementations adoptées dans le sillage de la crise et de l'abandon des activités de tenue de marché par les banques. Les régulateurs se sont concentrés sur les banques (liquidité, solvabilité) et sur la protection des clients. Les banques peuvent paraître moins risquées, mais on peut dire que les risques ont été transférés ailleurs, à savoir vers les acheteurs. Cela a aussi généré un **aléa moral**, conduisant à une hausse des expositions sur plusieurs segments du marché, alimenté par l'idée qu'un acheteur de dernier ressort (les banques centrales) sera toujours présent lorsque des tensions se feront jour. À nouveau, **les investisseurs ne doivent pas se focaliser à ce stade sur les risques classiques** (mécanisme de transmission de la croissance à l'inflation et à une hausse des taux): ce sont les risques endogènes -liés à la structure du marché sur laquelle les investisseurs ne disposent pas de bons outils permettant de repérer des modifications de prime de risque- qui constituent les vraies inconnues. Ils représenteront pour les investisseurs des sources d'opportunités bien plus importantes que les territoires surpeuplés de l'analyse traditionnelle. **Le défi des sociétés de gestion est alors de mettre en place des stratégies pour faire face à ce paradoxe de liquidité.**

Les deux faces de la liquidité



Source : Analyse Amundi sur les données Bloomberg au vendredi 31 août 2018. Graphique de droite, source : Analyse Amundi des données Bloomberg. Détention nette d'obligations privées par les primary dealers de la Réserve fédérale de New York. La taille du marché américain est estimée comme étant la somme des valeurs nominales des indices USD IG et USD HY de BofA Merrill Lynch.

« Deux scénarios sont possibles : une baisse des rendements ou une hausse des rendements grâce à l'innovation. Nous estimons que le premier scénario est le plus probable ».

3. Un remède avec des effets secondaires incertains. La réponse macroéconomique à la crise fut de stimuler massivement la croissance par le biais de la politique monétaire puis, dans un second temps, au moyen de réformes budgétaires, y compris dans la zone euro. La **nature de la crise**, mélange de forces fisheriennes¹ de déflation par la dette et de dynamiques caractéristiques d'une dépréciation des bilans², a fortement **limité l'efficacité du traitement et les effets secondaires restent incertains**. Voici les enseignements que nous avons tirés de la période post-crise : (1) l'impact de la crise a duré bien plus longtemps que prévu ; (2) la forte contraction du crédit, qui a fait suite à une bulle remarquable, a soustrait une composante importante aux taux de croissance dopés artificiellement par la dette et (3) l'environnement que nous avons connu a été déflationniste par nature. Dans ce cas, l'inflation classique n'a pas sa place dans le système (le capitalisme patrimonial reposant sur les héritages plutôt que sur l'entrepreneuriat et l'investissement peine à produire de l'inflation), mais **les déséquilibres se sont plutôt manifestés sous la forme d'une inflation du prix des actifs**. Il s'agit là d'une conséquence (in)attendue de la crise et des mesures adoptées pour y remédier. Deux issues sont possibles : soit un retour vers les tendances de très long terme de croissance (et de potentiel de croissance) plus faible ainsi que d'inflation basse, et des taux d'équilibre bas conduisant à des valeurs d'équilibre plus élevées pour les actifs 'risqués', soit un passage vers une nouvelle phase d'investissement productif lié à l'innovation, plus difficile à identifier en raison de décalages temporels et de problèmes de calcul. Pour les investisseurs, l'issue sera déterminante : dans le premier cas, les marchés se recaleront sur leurs fondamentaux (par exemple, la croissance des bénéfices à long terme pour les marchés actions) et les rendements s'ajusteront à la baisse tandis que dans le second cas, les

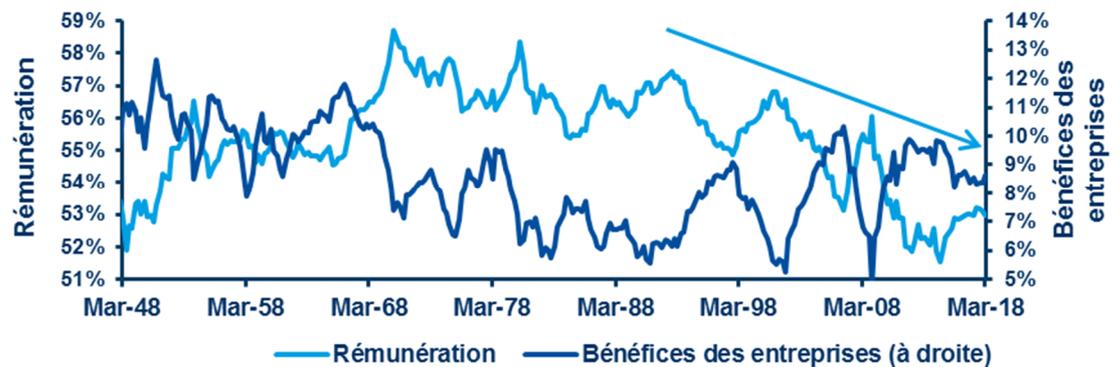
¹ Le terme fait référence à la théorie des crises économiques élaborée par Irving Fisher, « The Debt-Deflation Theory of the Great Depressions », 1933.

² La parenté de ce terme est attribuée à l'économiste Richard Koo. Il désigne une période de récession durant laquelle les hauts niveaux de dette privée obligent les acteurs économiques à faire des économies et/ou à réduire leur endettement au lieu de dépenser et d'investir.

actions pourraient poursuivre leur progression grâce à une croissance des bénéfices structurellement plus élevée. **Nous pensons que le premier scénario, plus prudent, a plus de chances de se matérialiser.**

4. Les inégalités et l'instabilité ont progressé, et non régressé. L'héritage social et politique de la crise financière est colossal. Il a fallu un temps considérable pour résorber un chômage très élevé (notamment pour les jeunes et pour les travailleurs non qualifiés) et des faiblesses persistent. Malgré la vigueur du marché de l'emploi aux États-Unis et les nombreuses créations d'emplois en Europe, les salaires tardent à augmenter. Dans la mesure où la reprise concerne davantage la sphère financière que l'économie réelle (l'inflation des prix des actifs se substituant à l'inflation des prix des biens et des salaires, érosion de la part des salaires et hausse de la part des bénéfices des entreprises dans le revenu intérieur brut), **on peut affirmer que la crise a eu des conséquences négatives sur le plan social.**

Part du salaire et des bénéfices dans le revenu intérieur brut (en %)



Source : Bureau of Economic Analysis, données disponibles au 3 septembre 2018. Bénéfices des entreprises avec analyse des stocks et ajustements de la consommation en capital, secteurs nationaux. Rémunération versée aux salariés.

« Les investisseurs doivent tenir compte des bouleversements dans la structure de la croissance mondiale qui se réoriente vers des moteurs de croissance plus locaux. Cela nécessite d'adopter des approches actives globales ».

L'incapacité des systèmes politiques actuels à proposer une croissance inclusive et le creusement des inégalités ont ouvert la voie à une percée des partis populistes ainsi qu'à de nouveaux programmes politiques et cela peut se révéler problématique pour les investisseurs. L'imprévisibilité des événements politiques, la quasi-absence de progrès en matière d'intégration politique et l'incapacité à relever les défis séculaires (tel que l'immigration, en particulier dans la zone euro), le rééquilibrage des pouvoirs avec l'émergence de la Chine comme acteur mondial, sont autant de facteurs qui **renforcent l'incertitude et la volatilité sur les marchés financiers**. Les velléités protectionnistes que nous avons observées ces derniers mois sont une autre conséquence de cette nouvelle attitude politique, plus encline au repli sur soi, et certains remettent même en question le concept de mondialisation. Ce thème reste d'actualité et les investisseurs doivent tenir compte des bouleversements dans la structure de la croissance mondiale qui se réoriente vers des moteurs de croissance plus locaux. Dans la mesure où les investisseurs ont joué le thème du commerce mondial et qu'ils sont inconsciemment corrélés à celui-ci dans leur processus de diversification à l'international, il y a beaucoup à faire dans ce nouveau cadre. Dès lors, les approches actives globales deviennent indispensables pour identifier les nouvelles tendances et les dynamiques propres à chaque pays afin de saisir les opportunités susceptibles de se présenter dans ce nouvel environnement.

Quelles conclusions les investisseurs peuvent-ils tirer maintenant que la crise est finie ?

Cet environnement post-crise a des conséquences à court et long termes.

En matière de construction de portefeuille, nous avons identifié trois domaines d'étude, les enseignements de la crise ne s'étant pas encore tous traduits en solutions concrètes.

Premièrement, il convient d'**élargir la définition du concept de risque**. La notion de risque, trop étroitement liée à la volatilité historique (de court terme), doit être élargie à d'autres dimensions. Celles-ci incluent la **liquidité**, celle supposée de toutes les classes d'actifs à tout moment ne se vérifie pas et disparaît lorsqu'on en a le plus besoin, des **indicateurs de risque liés aux investissements de long terme** (ne pas atteindre l'objectif de l'investisseur, ne pas pouvoir faire face aux engagements, devoir déprécier définitivement des actifs), mais aussi la **gestion de l'incertitude**, en prenant en compte des scénarios multiples. Si des progrès ont été réalisés, en reconnaissant que les indices pondérés par les capitalisations boursières ne sont pas neutres au risque, et que l'ESG doit être considéré comme un ensemble de facteurs de risque devant être pris en compte dans une approche globale par les risques de l'ensemble du portefeuille, des marges de progression continuent cependant d'exister.

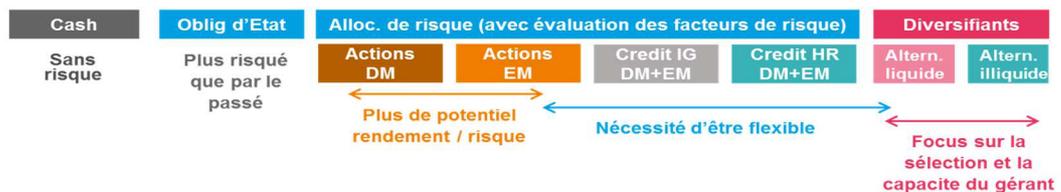
Deuxièmement, il convient de prendre en compte les nouveaux profils de risque des classes d'actifs et de repenser leurs rôles dans l'allocation d'actifs. Avant la crise, les valorisations des obligations d'État étaient perçues comme reflétant correctement leur faible risque. Après la crise, nous avons appris que le concept d'actif sûr était différent de celui d'un actif liquide. La crise financière, et notamment la crise de la dette dans la zone euro, a modifié la manière dont les investisseurs prennent en compte les obligations d'État dans leur allocation d'actifs. La distinction entre obligations d'État non risquées et actifs risqués s'est considérablement atténuée. La hiérarchie des primes de risque est devenue faillible et fragile et les investisseurs ont découvert pendant la crise que **les obligations d'État peuvent être plus risquées que prévu**, avec des implications sur les allocations stratégiques. A l'heure où les rendements sont à des points bas historiques, après 30 ans de marchés haussiers, la contribution des rendements obligataires à la performance des portefeuilles diversifiés a fortement diminué. Il est donc nécessaire d'**élargir l'univers d'investissement pour atteindre des rendements plus élevés** (par exemple en saisissant les opportunités sur l'ensemble du spectre de crédit).

Repenser la construction du portefeuille dans un nouveau cadre de suivi des risques

Ancien cadre rendement risque



Nouveau cadre rendement risque



Source : Amundi, à titre indicatif uniquement.

Troisièmement, améliorer la diversification. La diversification entre les classes d'actifs traditionnelles a échoué quand on en avait le plus besoin en raison de la hausse de la corrélation avec certains facteurs et du risque du portefeuille. L'ajout d'alternatives liquides ou d'actifs réels (traditionnellement moins corrélés au beta du marché) pourrait permettre d'améliorer la diversification des portefeuilles et le potentiel de rendement en captant des alphas spécifiques, grâce aux compétences des gérants ou via la prime de liquidité.

Dans une vision plus court terme, le ralentissement économique que nous anticipons devrait révéler des risques allant bien au-delà de ceux auxquels nous sommes habitués (croissance plus forte, donc inflation plus élevée et hausse des taux). Ce peut être, sur le plan macro, des corrections dans les situations les moins stables et des risques politiques (droits de douane/incertitudes sur la politique américaine, élections brésiliennes), ainsi que, sur le plan micro, des problèmes de liquidité et de positionnement sur les marchés. Il pourrait s'ensuivre une poussée d'aversion au risque, alimentée par des situations spécifiques (la Turquie et l'Italie sont les deux derniers exemples en date), qui pourrait raviver l'appétit des investisseurs pour les actifs 'core' des pays occidentaux. Les actifs 'core' et les taux 'core' devraient en bénéficier, tandis que se met en place une rotation de styles vers la qualité et la valeur. Les obligations périphériques et les marchés émergents pourraient subir des corrections à court terme. Toutefois, dans la mesure où les craintes de taux beaucoup plus élevés et d'un dollar significativement plus fort sont derrière nous, cette réévaluation générale des marchés devrait être considérée comme un point d'entrée (à l'exception de certaines situations spécifiques) pour les investisseurs de long terme.

Ce n'est pas le moment d'être trop défensif mais plutôt actif, sélectif, conscient des risques et de plus en plus focalisé sur la préservation du capital.

« Ce n'est pas le moment d'adopter un positionnement trop défensif, mais plutôt de miser sur la rotation des thèmes (qualité / valeur), de mettre davantage l'accent sur les actifs « core » des pays occidentaux et d'utiliser la dislocation des marchés émergents comme point d'entrée ».

Informations importantes

Rien ne garantit que la diversification permettra de réaliser une plus-value ou d'éviter une perte éventuelle.

Corrélation : degré d'association entre deux ou plusieurs variables. En finance, il s'agit du degré auquel les prix d'actifs ou de classes d'actifs évoluent les uns par rapport aux autres. La corrélation s'exprime selon un coefficient de corrélation qui varie de -1 (jamais d'évolution commune) à 0 (indépendance absolue) et à 1 (toujours en évolution commune).

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du 3 septembre 2018.

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'anticipé. Tout investissement implique des 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 : 5 septembre 2018.

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 notre site internet

www.amundi.com

Visitez notre site :



www.amundi.com