

US : actions décisives relatives au Covid-19 et à la guerre du pétrole. Les mesures de la Fed pour atténuer le stress financier



Christine TODD

Responsable de la
gestion obligataire aux
États-Unis



Marco PIRONDINI

Responsable des
actions américaines



Paresh UPADHYAYA

Director of Currency
Strategy

- **L'incertitude entourant l'ampleur et la durée de la crise sanitaire est à l'origine de la volatilité et teste la liquidité** des marchés financiers mondiaux. En plus de la perturbation de la chaîne d'approvisionnement et de la destruction de la demande résultant du coronavirus, un choc d'offre supplémentaire, mais aussi sévère, a été introduit dans l'économie américaine et mondiale. L'OPEP, dirigée par l'Arabie Saoudite, s'est lancée dans une guerre des prix du pétrole avec les grands producteurs hors OPEP, mettant les investisseurs en alerte pour une récession mondiale et augmentant les chances d'une récession américaine.
- **Les banques centrales en action : dimanche 15 mars, une action coordonnée entre les banques centrales du G-10, ainsi que l'annonce spectaculaire par la Réserve fédérale de taux d'intérêt nuls et d'un assouplissement quantitatif, ont eu pour objectif de stabiliser la liquidité et la confiance des marchés.** La Fed a également réduit les réserves obligatoires des banques à zéro, libérant ainsi de la liquidité pour toutes les banques du pays. Cela permet à celles-ci de contracter davantage de prêts et d'améliorer leurs marges à mesure que les liquidités passent du taux quasi nul des réserves bancaires de la Fed à des actifs plus rémunérateurs. Cela intervient après l'engagement significatif de la Fed vendredi d'injecter 1500 milliards \$ sur les marchés de financement à court terme.
- **Hier soir, les mesures n'ont pas pu calmer les marchés financiers.** Les actions enregistrent des pertes significatives en Europe, la volatilité atteint les niveaux record de la Grande Crise Financière et le rendement des bons du Trésor américain est orienté à la baisse. Ces mesures visent à restaurer la liquidité du système, à atténuer le stress financier et à éviter que la partie productive de l'économie souffre de perturbations permanentes. Toutefois, ces mesures ne peuvent pas faire grand-chose pour soutenir la demande ou restaurer les chaînes d'approvisionnement. La réaction excessive et la volatilité devraient persister jusqu'à ce que les mesures d'endiguement produisent certains effets, que les mesures de relance budgétaire soient de plus en plus visibles et coordonnées (nous attendons des mesures aujourd'hui de la part d'Ecofin) et que les perspectives de traitement médical soient revues à la hausse.
- **Les marchés se penchent également sur ce qui s'est passé en Chine. Les derniers chiffres publiés ont montré que la production industrielle, les ventes au détail et les dépenses d'investissement ont chuté au cours des deux premiers mois de l'année.** Maintenant, l'activité reprend mais les dommages ont été importants et c'est ce que les marchés anticipent pour le reste du monde qui fait actuellement face au Covid-19. Il y a ainsi peu de « réconfort » pour les marchés, tant que des signes plus concrets de reprise ne se matérialisent pas en Chine, pour montrer la voie possible à suivre.
- **La politique budgétaire est désormais « en marche ».** Tous les regards sont tournés vers Washington et sur le potentiel d'une politique budgétaire plus accommodante au-delà de ce qui a déjà été approuvé par la Chambre des représentants. Suivre l'
- **Exécutif et le Congrès américains - ainsi que les gouvernements du monde entier - avec des mesures de relance budgétaire sera essentiel pour soutenir et accélérer le leadership du système bancaire central.**
- **Nous sommes encouragés par l'injection massive de liquidités et l'apparente solidarité du système des banques centrales. Selon nous, la réponse du marché et la réponse budgétaire jouent un rôle important, et nous continuerons - avec détermination et patience - à nous concentrer sur la liquidité et la flexibilité.** Les investisseurs d'actifs à long terme doivent continuer à identifier soigneusement les titres mal valorisés et à repositionner leur portefeuilles afin de garantir la liquidité et de profiter de la dislocation des prix des actifs au profit des rendements des investissements à long terme.

« La perfusion de liquidités peut contribuer dans une large mesure à atténuer le stress financier. »

La Réserve fédérale en action pour atténuer le stress financier

Abaissant les taux de 100 points de base à près de zéro le dimanche 15 mars, la Fed a cité les effets du nouveau coronavirus sur la croissance à court terme, et les risques pesant sur les perspectives économiques à long terme. La Fed a déclaré que les taux resteraient à des niveaux proches de zéro jusqu'à ce que le Comité « soit convaincu que l'économie a résisté aux récents événements et est en bonne voie pour atteindre ses objectifs maximaux en matière d'emploi et de stabilité des prix ». **En réponse à un durcissement sévère des conditions financières, la Fed a également relancé son programme d'assouplissement quantitatif** (« Quantitative Easing » - QE) en augmentant immédiatement ses avoirs en bons du Trésor d'au moins 500 milliards de \$, et en titres adossés à des créances hypothécaires d'agences (« Agency Mortgage-backed securities ») d'au moins 200 milliards de \$. La Fed a cité son objectif de soutenir les flux de crédits aux ménages et aux entreprises. Nous pouvons nous attendre à un réinvestissement continu de tous les paiements en principal provenant des avoirs de la Fed en titres de créance d'agences et en titres adossés à des créances hypothécaires d'agences. Élément important, la Fed, ainsi que cinq autres banques centrales du G10, offriront des conditions plus attrayantes pour les lignes de swaps en USD, dans le but d'éviter des perturbations sur les marchés de financement en dollars.

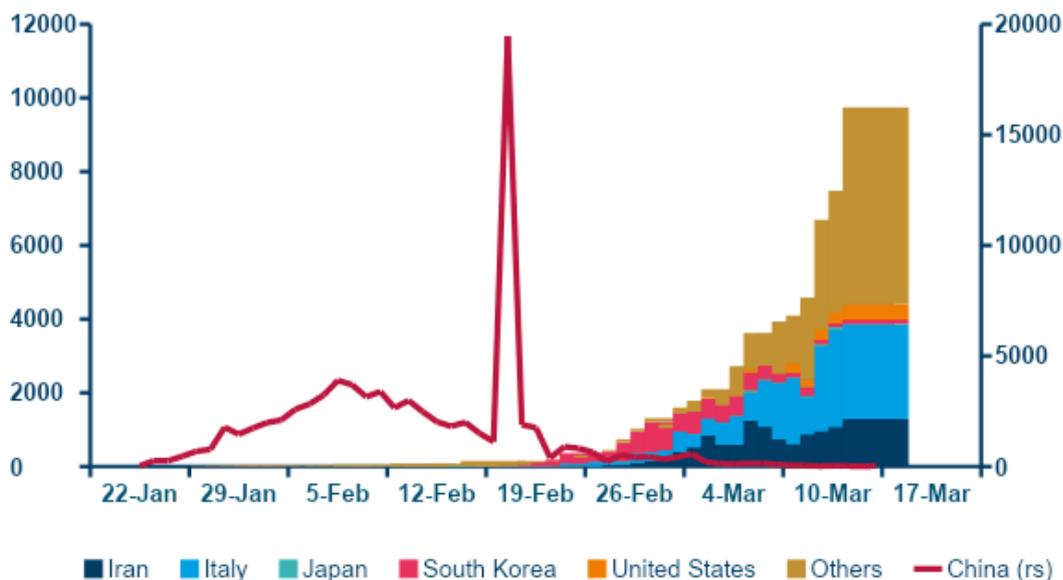
Les actions de la Fed à la fin de la semaine dernière et ce week-end servent à faire face au resserrement des conditions financières, **à la forte baisse des taux réels et à l'effondrement des anticipations d'inflation à moins de 1 %.** Enfin, la perfusion de liquidité peut contribuer dans une large mesure à atténuer les tensions sur le financement sur les marchés monétaires.

Trois phases de l'épidémie : Nous sommes aujourd'hui au milieu de la phase 2, à la recherche d'une reprise

Le choc initial de l'infection Covid-19 et l'incertitude entourant son endiguement et son impact potentiel sur l'économie chinoise ont été caractérisés par une réaction du marché lors de la « phase 1 ». Les valeurs refuges comme les bons du Trésor américain ont rebondi et la courbe des taux s'est aplatie, de nombreux investisseurs cherchant à réduire le risque et craignant l'impact économique des perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Les marchés actions, qui ont atteint des plus hauts historiques, ont été moins perturbés par l'« urgence sanitaire mondiale » et soutenus par les bénéfices des entreprises et la poursuite de la croissance économique.

Nous entrons maintenant dans une phase plus grave de la crise, avec une infection plus large accompagnée de mesures d'endiguement généralement rapides et sévères. Aux États-Unis, l'action proactive s'est largement limitée au niveau de chacun des États et aux restrictions de voyage affectant les citoyens non américains venant d'Europe. Les enquêtes en demi-teinte indiquent une croissance nettement plus faible en Chine et, de manière significative, dans l'économie mondiale. La volatilité s'est envolée, avec des disjoncteurs boursiers américains qui se sont déclenchés deux fois au cours de la dernière semaine, et des rendements des bons du Trésor à 10 ans passant la barre des 0,40 %, soit 1,50 % de moins qu'au début de l'année. Les spreads de crédit se sont considérablement élargis.

Cas confirmés quotidiens de Covid-19



Source : Organisation mondiale de la santé Quotidienne Rapport de situation. Données au 14 mars 2020.

En tant que communauté mondiale, **nous attendons avec impatience la phase finale de la reprise, lorsque le pic de l'infection sera passé et que la situation s'améliorera**. Les marchés devraient être soulagés, surtout s'il y a une perspective de vaccination et/ou de traitement. Les marchés et la croissance peuvent se redresser alors que les banques centrales et les gouvernements redoublent d'efforts de relance budgétaire, avec une dépendance plus faible et un impact moindre des mesures monétaires. Le Congrès américain et l'exécutif doivent trouver un terrain d'entente pour « mettre tout en œuvre » afin de limiter la propagation et l'impact du virus. Un accord bipartisan est nécessaire pour mettre en place des programmes tels que des prêts ciblés, des reports fiscaux, des réductions d'impôts sur les salaires, des aides à la santé et le paiement de congés maladie. Une fois toutes ces mesures en place, nous pourrions observer des changements dans les chaînes d'approvisionnement et le comportement à long terme des consommateurs. Nous pensons que l'essentiel de l'impact du virus sur les marchés mondiaux est temporaire, le plus sévère étant au premier semestre 2020, ces effets se feront probablement encore ressentir au troisième trimestre.

Le choc lié à l'offre de pétrole s'ajoute au choc de la demande liée au COVID 19

Le Covid-19 ayant fortement pesé sur la demande de pétrole, les négociations entre l'Arabie Saoudite et la Russie ont échoué. La Russie s'est montrée réticente à réduire sa production et l'Arabie Saoudite a réagi en adoptant une position inverse, non seulement en augmentant sa production, mais en offrant également du pétrole à un prix très faible inférieur à 35 \$ le baril. Les prix du pétrole ont diminué de plus de 25 %, durant une période au cours de laquelle nous avons assisté à sa plus forte baisse quotidienne depuis la Première Guerre du Golfe en 1991.

“ Une réponse politique massive devrait pouvoir stabiliser les marchés, et un déclencheur décisif pourrait être la perspective d'une vaccination et/ou d'un traitement. ”

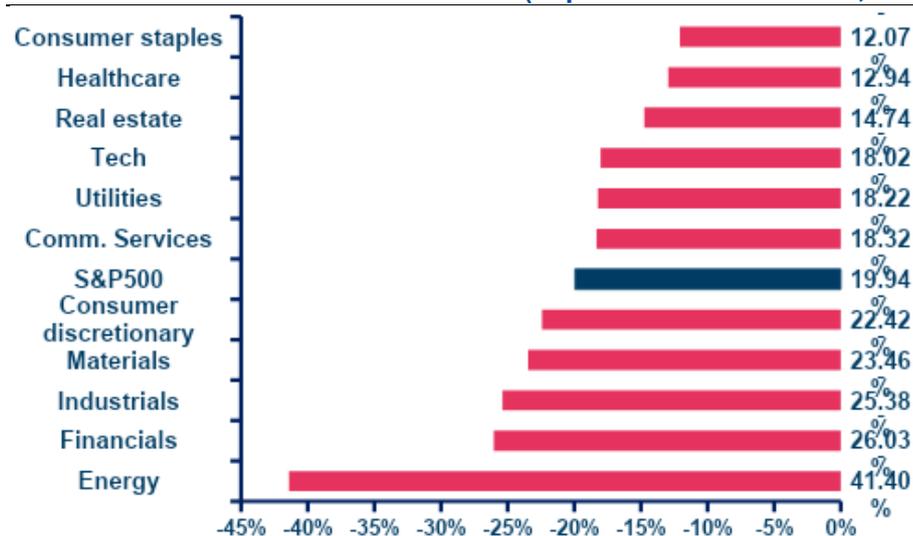
“ Les marchés financiers pèsent plus lourdement sur les défaillances des entreprises du secteur de l'énergie que sur l'augmentation de la consommation et la baisse des coûts.”

La baisse des prix du pétrole pourrait avoir un impact mitigé sur l'économie américaine. L'impact négatif immédiat consistera en une récession énergétique si les prix du pétrole restent à ces niveaux au cours des prochains mois. Les sociétés d'exploration et de production sont particulièrement vulnérables, avec des coûts d'extraction élevés, une dette importante et des inquiétudes croissantes quant à la liquidité. Les défaillances d'entreprises dans ce secteur affecteront les dépenses d'investissement (le secteur de l'énergie représente environ 5 % du total de ces dépenses), soit 0,5 % du PIB. Les marchés du travail et du crédit américains sont vulnérables à une récession énergétique dans la mesure où le secteur emploie 640 000 travailleurs, soit environ 0,5 % de la population active totale. La dernière récession énergétique s'est produite en 2015-16 lorsque la forte baisse des cours du pétrole a entraîné une baisse de 25 % des dépenses d'investissement dans l'énergie ; les économistes estiment à 110 000 les pertes d'emplois pour ce niveau de baisse.

Certains de ces effets négatifs seront compensés par l'impact positif d'une « réduction d'impôt » sur les consommateurs de la baisse des prix du pétrole, ce qui pourrait stimuler les dépenses. Les entreprises du tabac et les constructeurs automobiles ont tendance à bénéficier de la baisse des prix à la pompe, où la plupart des cigarettes sont vendues. En outre, la baisse des prix des carburants peut compenser une partie des problèmes du secteur des compagnies aériennes et du transport maritime liée au COVID-19, ainsi que profiter aux secteurs agricoles et manufacturiers en difficulté.

Les marchés financiers accordent plus d'importance aux défaillances des entreprises du secteur de l'énergie qu'à l'accroissement de la consommation et la baisse des coûts. Les spreads de crédit continuent de s'élargir, avec en tête le secteur de l'énergie, et les marchés actions atteignent de nouveaux plus bas.

Performances sectorielles du S&P500 (depuis le 19 février 2020, un record)



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 13 mars 2020.

Une récession hors norme

Nous naviguons en territoire inconnu, la crise actuelle étant déclenchée par une maladie hautement infectieuse, et étant exacerbée par « l'overlay » politique d'une élection américaine et d'une bataille internationale pour la domination de la matière première la plus précieuse du monde. Les risques actuels sont différents ceux des récessions « habituelles » qui proviennent d'un avantage excessif, de bulles d'actifs, d'un assèchement de la liquidité, de consommateurs nerveux ou d'une inflation galopante. L'absence de référence théorique ou de précédent historique rendent difficile la prévision de l'ampleur, de la durée ou de la probabilité d'une récession. La probabilité d'une récession américaine a augmenté, mais ce n'est pas notre scénario central.

Au début de la crise actuelle, le PIB mondial a montré des signes d'amélioration. Aux États-Unis, les consommateurs se sont montrés confiants et ont dépensé, et les petites entreprises ont été optimistes et ont investi, ce qui a permis une croissance régulière. Le double coup d'une pandémie et l'effondrement des prix des matières premières a inversé la dynamique et

“La probabilité d'une récession américaine a augmenté, mais ce n'est pas notre scénario central.”

accru la perspective d'une croissance négative au 2ème trimestre. **Comme nous nous attendons à ce que la menace du virus s'estompe au cours des prochains mois, une récession risque d'être peu profonde.**

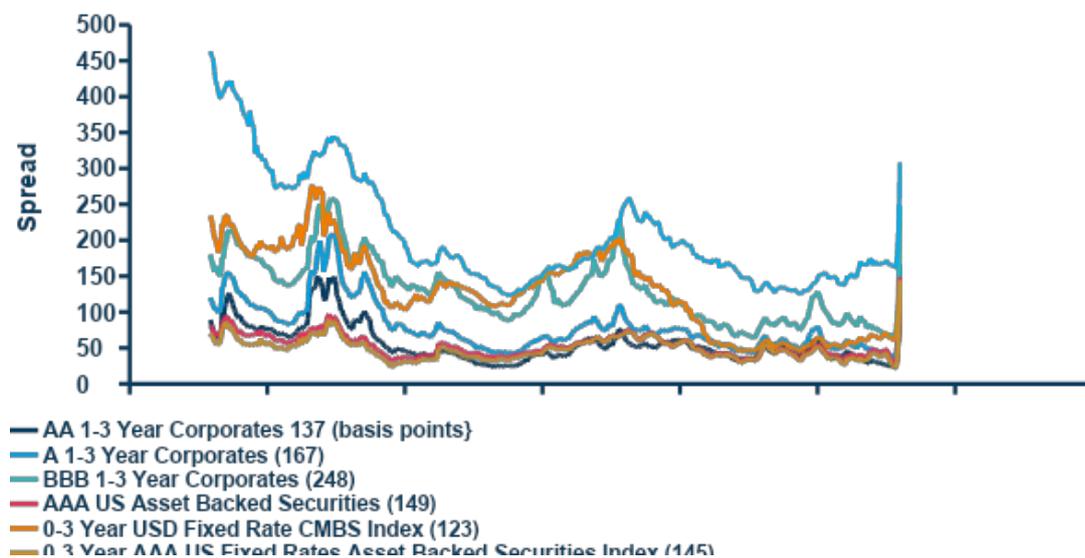
Les forces récessives telles que l'excès d'investissement, une Fed agressive et la flambée des prix du pétrole n'existent pas actuellement, et nous n'anticipons pas de baisse prolongée des dépenses de consommation dans les loisirs, la restauration et les voyages. **La poursuite du boom du refinancement et la baisse des prix du gaz sont deux facteurs supplémentaires qui atténuent le risque de récession économique américaine.** Les demandes de prêts hypothécaires pour le refinancement ont bondi de 223 % sur un an, et la forte baisse des prix du gaz (producteur) suggère des économies importantes car le prix du gaz au détail pourrait approcher les 2,00 \$/gallon.

Obligations : Des opportunités sélectives dans le crédit, issues de la dislocation, avec un accent sur la liquidité

Nous anticipons une volatilité toujours élevée sur les marchés obligataires, plutôt qu'une dépréciation permanente. Même s'il existe des vulnérabilités, notamment dans l'énergie (exploration et production), nous pensons que les fondamentaux devraient retrouver leur stabilité d'avant le COVID-19 et que les valorisations devraient rebondir. **Les spreads de crédit se sont considérablement élargis et les obligations américaines affichent de fortes décotes.** Même si les spreads peuvent encore évoluer, il y a sans aucun doute des opportunités de gains significatifs à mesure que la visibilité revient. Les primes de rendement des obligations d'entreprises se rapprochent de celles de la crise énergétique de 2015 et représentent près des deux tiers du niveau observé lors de la Grande Crise Financière (GCF). Compte tenu du renforcement significatif du système bancaire et des conditions de liquidité depuis le GCF, nous estimons que les spreads des obligations d'entreprises sont attractifs de manière sélective, avec un biais en faveur des émetteurs de meilleure qualité et plus liquides. Les prix des actifs titrisés américains ont également souffert. **Les RMBS et les ABS offrent un rendement attractif avec une durée modérée, et les agences hypothécaire renforcent la liquidité du portefeuille à des valorisations attractives.** Les titres adossés à des créances hypothécaires « prime Jumbo » non garantis par des agences sont une meilleure source de financement pour les achats opportunistes.

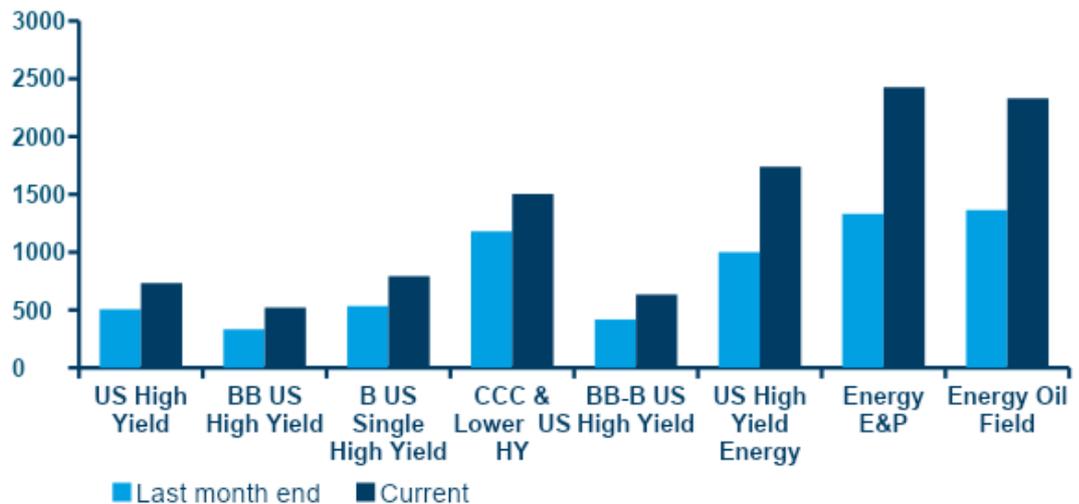
“Nous estimons que les spreads des obligations d'entreprises sont attractifs de manière sélective, avec un biais en faveur des émetteurs de qualité supérieure et de ceux qui sont plus liquides.”

Spreads corporate et titrisés



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 13 mars 2020.

Spread des obligations américaines à haut rendement (points de base)



Source : Amundi sur les données ICE BofA, au 13 mars 2020. Chaque indice est un sous-ensemble de l'indice ICE BofA US HY Index

L'effondrement des rendements des bons du Trésor au 9 mars a été sans précédent et a reflété un mouvement panique de fuite vers la qualité « flight to quality ». A un moment donné, l'ensemble de la courbe des taux américains est passé sous la barre des 1 % pour la première fois de l'histoire. **Malgré la forte baisse, la courbe des taux reste orientée à la hausse, ne signalant donc ni récession ni rendements négatifs des titres américains.** L'action décisive de la Fed soutient une pente haussière de la courbe des taux, et la faiblesse des rendements des bons du Trésor américain reflète bien les inquiétudes liées à la fragilité de la croissance et à l'inflation anémique. **Sur le marché des bons du Trésor, les obligations à 30 ans apparaissent plus attractives que celles à 10 ans.** Les TIPS offrent des points morts d'inflation historiquement bas et surveillent de près les mesures prises après le week-end par la Fed. Toutefois, les rendements des bons du Trésor et les anticipations d'inflation devraient rester faibles jusqu'à ce qu'il y ait des preuves de la disparition du virus et d'un compromis entre l'Arabie saoudite et la Russie sur le pétrole.

Actions américaines : S'attendre à plus de volatilité

Selon nous, les marchés actions devraient rester volatils pour trois raisons :

1. Les efforts de confinement continuent de s'intensifier en dehors de la Chine.

Dans un premier temps, l'impact économique du virus a été lié à l'offre alors que certaines régions de Chine étaient fermées, limitant la disponibilité des biens produits par ce pays. Aujourd'hui, cependant, la réponse au virus a un impact sur la demande mondiale, les gens annulant voyages, réunions et événements, et les gouvernements limitent les déplacements entre et à l'intérieur de leur pays. Cela entraîne un ralentissement de la croissance économique mondiale.

2. Le stress financier augmente, en particulier dans l'industrie pétrolière

Le ralentissement de la croissance économique, surtout une récession, rendra plus difficile pour les entreprises de rembourser leur dette, qui en pourcentage du PIB a dépassé son précédent pic. De plus, le pourcentage de la dette des entreprises notées BBB a doublé au cours de la dernière décennie pour atteindre plus de 50 %. Les entreprises du secteur de l'énergie sont particulièrement menacées par l'effondrement des cours du pétrole.

3. Il est plus probable que le prochain président soit un démocrate.

Les données des sondages indiquent que le principal facteur influençant le comportement de vote est la vigueur de l'économie. Cependant, un président démocrate chercherait probablement à augmenter les impôts et la réglementation, ce qui aurait un impact négatif sur les bénéfices des entreprises et les cours des actions.

En fin de compte, l'ampleur de la baisse des actions à court terme sera principalement liée à l'impact du coronavirus sur la croissance américaine et mondiale. Selon nous, le scénario le plus probable est une reprise prolongée en « U », dans laquelle la croissance économique

“Selon nous, l'approche la plus prudente consiste à investir dans des sociétés présentant des niveaux d'endettement gérables, des marges bénéficiaires élevées et des positions concurrentielles stables.”

décline pendant au moins deux trimestres, puis se redresse progressivement avec le soutien d'une politique monétaire accommodante et des mesures de relance budgétaire telles qu'une réduction des charges sociales. Compte tenu de la difficulté à prévoir l'ampleur de la baisse et le calendrier de la reprise, nous pensons que l'approche la plus prudente consiste à investir dans des sociétés présentant des niveaux d'endettement gérables, des marges bénéficiaires élevées et des positions concurrentielles stables.

Conclusion

Même si nous reconnaissons la probabilité croissante d'une contraction de l'économie mondiale, l'impact sur l'économie américaine pourrait être moins sévère que dans d'autres pays ou régions. En anticipant que le choc de demande lié à la crise de santé publique actuelle soit temporaire et que le choc d'offre lié à la guerre des prix du pétrole trouve une solution rationnelle, nos perspectives sont optimistes.

Dans l'intervalle, la coordination des dépenses publiques et des banques centrales permettra de stabiliser la croissance mondiale. Nous avons observé un large soutien aux entreprises et aux consommateurs sous la forme d'une baisse des taux d'emprunt, de programmes de prêts subventionnés, d'allègements fiscaux, de sécurité de l'emploi et de couverture des soins de santé. En outre, l'extension par la Fed des facilités de liquidité et des programmes d'achat d'actifs permet de renforcer la confiance et les opérations des marchés financiers. Alors que les banques centrales insistent sur la nécessité de prendre des mesures de relance budgétaire, probablement couplées à de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire, la croissance économique devrait rebondir après la fin de l'épidémie de coronavirus et après un retour à la rationalité des prix du pétrole.

Il semble que les travailleurs reviennent dans les usines en Chine, et que le moteur économique redémarre. De même, au cours des prochains mois, avec une plus grande clarté sur la durée et la gravité de la crise actuelle, les consommateurs américains se sentiront à nouveau confiants. Une reprise de la demande devrait enclencher un rebond de l'activité, une reprise des actifs risqués et une normalisation de la fuite vers les actifs de qualité. D'ici là, il est essentiel que les investisseurs fassent preuve de patience et de courage, en **maintenant la liquidité du portefeuille tout en capitalisant sur des opportunités sélectives pour ajouter des titres survendus.**



AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS UNIT

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (IIU) 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

Les définitions sont les suivantes :

- **Programme d'achat d'actifs** : un outil 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 %).
- **Point mort d'inflation** : Le point mort d'inflation est la différence entre le rendement nominal d'un placement à taux fixe et le rendement réel d'un placement indexé sur l'inflation de maturité et de qualité de crédit similaires.
- **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.
- **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 16 mars 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 : 16 mars 2020.

Rédacteurs en chef

Pascal BLANQUÉ
Directeur des investissements
(« Chief Investment Officer »)

Vincent Mortier