

the day after

#1 | Mai 2020

*Covid-19 : la
main invisible
qui ramène les
investisseurs
vers les années
70*

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Auteur

Pascal BLANQUÉ
CIO Groupe

Introduction de la série « The Day After »

Il ne fait aucun doute que la pandémie de Covid-19 secoue le secteur financier comme jamais auparavant.

Ce n'est cependant pas la première fois que le monde est confronté à une pandémie de cette ampleur et ce n'est pas non plus la première fois que les décideurs publics, les chefs d'entreprise et les experts se demandent : « Est-ce différent cette fois-ci ? Sommes-nous à un tournant ? ».

Dans cette nouvelle série d'articles intitulée « The Day After », nous partageons avec nos clients notre réflexion sur les possibles implications à long terme de la crise actuelle, sans précédent, dans l'univers de l'investissement.

Pour commencer la série « The Day After », notre CIO Pascal Blanqué reprend les conclusions clés de ses nouveaux travaux dans ce premier article - Covid-19 : la main invisible qui ramène les investisseurs vers les années 70. Il souligne les principales raisons pour lesquelles la crise actuelle serait le déclencheur d'un changement de régime qui pourrait, à long terme, conduire à un nouvel équilibre avec des caractéristiques similaires à celles observées dans les années 70. Le retour aux années 70 prendra du temps et ne sera pas simple. Tout en suivant cette voie, les investisseurs devront rester actifs et repenser leurs approches d'investissement autour de certains principes clés, qui constituent la nouvelle boîte à outils des années 2020.

Découvrez-en plus dans le document :

- La pandémie de Covid-19 est le déclencheur d'un nouveau régime financier
- L'héritage des années 2010 : un régime de rendements ajustés du risque anormalement élevés
- Redéfinition des objectifs de performance : ajouter du risque n'est pas la panacée
- Les implications d'un retour vers les années 70 en matière d'investissement
- Le chemin de l'investisseur vers la nouvelle décennie : vin nouveau et nouvelles bouteilles

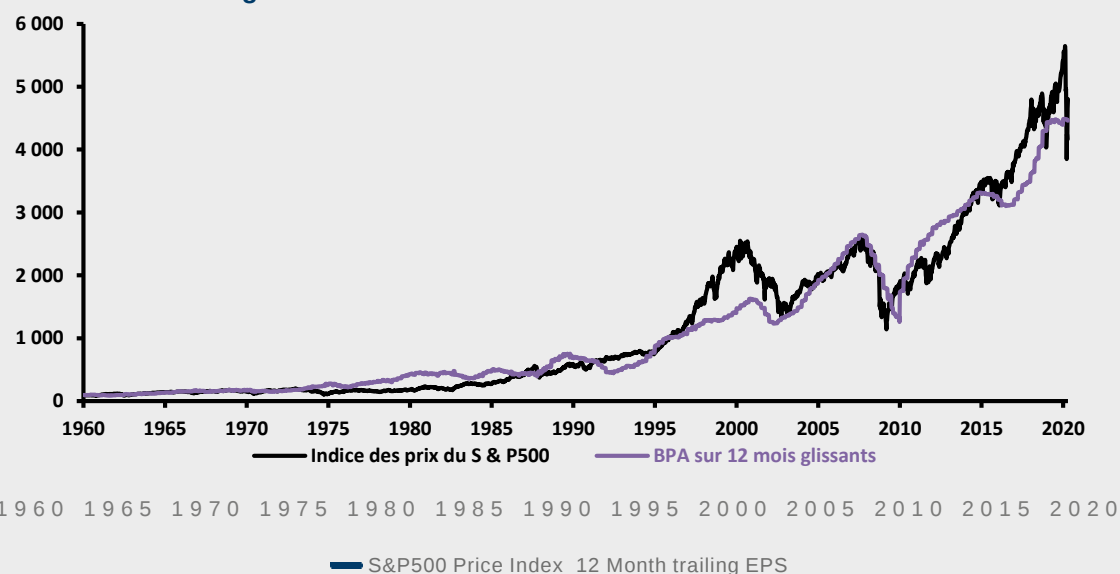
L'histoire montre que l'économie et les marchés financiers sont dominés par des régimes de long terme qui, à un moment donné, arrivent à un point de rupture où un régime cède la place à un nouveau. En 2019, dans le document intitulé « Road back to the '70s », nous avons fait valoir que la prochaine récession pourrait être le point de bascule d'un changement de régime vers les années 1970 et mettrait fin à une période de volatilité modérée et d'exubérance excessive du marché.

Alors que le déclencheur d'une telle évolution était incertain à cette époque, nous pensons désormais que **l'épidémie de Covid-19 est la tempête parfaite qui nous entraîne vers une nouvelle ère à long terme, avec cependant, dans l'intervalle, quelques implications à court terme.**

Le Covid-19 comme déclencheur d'un retour à la moyenne

La pandémie de Covid-19 est la main invisible déclenchant le processus de retour à la moyenne et poussant la volatilité à des niveaux moins modérés. Cela ramène les rendements des actions sur leur trajectoire durable à long terme, à la suite d'une séquence d'écarts à la hausse essentiellement due à des facteurs monétaires (inflation et taux orientés à la baisse).

Indice S&P 500 vs BPA glissants



Source : Amundi sur données Bloomberg. Données au 17 avril 2020. Indice des prix du S & P 500 vs BPA publié sur 12 mois glissants, rebasé à 100 au 31 décembre 1959.

Le Covid-19 est également le déclencheur d'un changement de régime

Le changement de régime lié au Covid-19 met fin à la séquence Volcker actuelle et au biais favorable à l'austérité sur le plan budgétaire. Initié par l'arrivée de Paul Volcker à la tête de la Réserve Fédérale après une longue période de tensions inflationnistes, ceci a symboliquement mis fin au régime macrofinancier des années 1970.

Si l'on observe le passé, l'économie et les marchés ont traversé une série de régimes. Les années 1970 ont été les années de monétisation de la dette publique, avec une domination des salaires sur les bénéfices et avec des niveaux

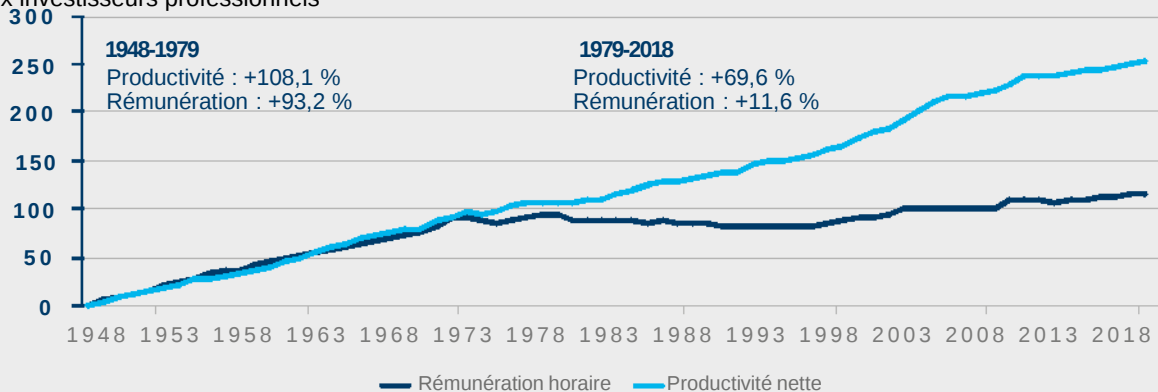
élevés d'inflation dans les biens et les services.

Les années 1990 (parfois appelées régime de l'actionnaire, ou capitalisme patrimonial) étaient caractérisées par un régime de dette privée, avec la domination des profits sur les salaires (les gains de productivité ne bénéficiant pas aux travailleurs) et l'inflation des prix des actifs.

“La séquence des régimes des années 70 (le grand régime d'inflation) aux années 90 atteint aujourd'hui un nouveau tournant.”

L'écart grandissant entre la productivité et la rémunération des travailleurs

Réservé aux investisseurs professionnels



Source : Economic Policy Institute. Analyse des données de productivité totale de l'économie non publiées du Bureau des statistiques du travail (BLS), du programme sur la productivité et les coûts du travail, des données salariales du BLS Statistiques actuelles de l'emploi, des BLS Tendances du coût de l'emploi, de l'indice des prix à la consommation du BLS et des comptes nationaux du revenu et des produits du Bureau d'analyse économique. Notes : Les données concernent la rémunération (salaires et avantages) des travailleurs de la production/non surveillants dans le secteur privé et la productivité totale nette de l'économie. La « productivité nette » est la croissance de la production de biens et de services, moins d'amortissement par heure travaillée.

Cela a conduit à une phase d'éclatement de bulle, suivie d'un environnement déflationniste, et finalement à la hausse de la dette dans les années 2010. **Ce niveau d'endettement élevé génère désormais des pressions sur les banques centrales pour monétiser la dette, ce qui ouvre la voie à un nouveau changement de régime.** C'est une caractéristique que nous avons

également soulignée en 2019, lorsque nous avons constaté qu'en cas de nouvelle récession, **les banques centrales subiraient une pression de la part des gouvernements afin d'enrichir leurs boîtes à outils et de modifier leurs objectifs, au détriment d'une partie de leur indépendance, comme ce fut le cas dans les années 1970.**

Le retour aux années 70

Nous sommes allés nous coucher en 2020 - nous nous réveillerons en 1973, à la fin de cette phase de changement de régime. Beaucoup pensent que nous reviendrons aux années 1930, alors que la récession économique actuelle rappelle la Grande Dépression. Toutefois, nous pensons que **l'assouplissement extrême de la politique monétaire sera la caractéristique principale de ce nouveau régime et que les frontières entre les politiques budgétaire et monétaire seront de plus en plus floues.** La crise sera combattue avec des mesures sans précédent et considérées comme impensables auparavant. Des mots autrefois tabous, comme « helicopter money », deviennent un outil acceptable sinon désiré - une panacée en quelque sorte - et trouvent un terrain fertile dans un débat qui avait déjà évolué ces dernières années, avant même que la crise ne frappe. Nous nous attendons à ce que les banques centrales et les gouvernements continuent de pousser, au maximum,

leurs outils pour lutter contre la récession économique provoquée par la pandémie. Selon nous, la reprise sera lente et les incertitudes demeurent quant à des pertes temporaires ou à des pertes plus permanentes en termes de production potentielle et d'emploi. **Quelle que soit la forme de la reprise, du point de vue des investisseurs, il est important que la crainte d'une dépression ou d'une perte permanente de production suffise à sécuriser les mesures extrêmes qui, selon nous, conduiront à un changement de régime.**

“Le retour aux années 70 ne sera pas simple et nous traverserons probablement d'abord une phase déflationniste, suivie d'une hausse de l'inflation dans un contexte de démondialisation, de monétisation de la dette et de réorientation des chaînes de valeur.”

Nous ne disons pas que les investisseurs vont se réveiller **demain** dans un régime d'inflation élevée ; **en réalité, les conséquences du Covid-19 seront, dans un premier temps**, probablement déflationnistes (en raison du choc de la demande, de la hausse de la dette et des caractéristiques de stagnation séculaire déjà présentes telles qu'une croissance faible due aux tendances démographiques) et les rendements des emprunts d'État « core » pourraient évoluer encore plus bas à court terme.

Cependant même si l'inflation semble pour l'instant hors champ, nous sommes déjà cernés par les germes d'une inflation plus importante et d'anticipations d'inflation plus élevées. La monétisation directe des déficits budgétaires (désormais plus ou moins admise publiquement), le recul du commerce/protectionnisme mondial (avec la rupture des chaînes de valeur désinflationnistes encore accélérée par les perturbations dues aux confinements), ainsi qu'un rééquilibrage des politiques sociales et politiques en faveur du travail sont des forces inflationnistes déjà visibles. La demande sociale de protection va augmenter, parallèlement à l'exigence d'un meilleur contrôle et d'une plus grande transparence des secteurs « critiques ». Les parties prenantes des entreprises s'interrogeront sur la résilience de l'activité (chaîne d'approvisionnement), ce qui devrait augmenter le coût de la production dans les marchés développés et nuire aux exportations des marchés émergents.

Les investisseurs devraient se préparer à cette bataille entre forces déflationnistes et inflationnistes et être prêts à la séquence qui suivra (de déflationniste à inflationniste).

Les éléments accompagnant un changement de régime

Un changement de régime s'accompagne généralement de trois tendances clés :

1. La victoire intellectuelle et le consensus académique autour de sujets spécifiques précèdent toujours les changements de régime.

Aujourd'hui, alors que l'inflation en tant que menace est progressivement oubliée, l'idée émerge que les niveaux d'endettement élevés actuels ne constituent pas un obstacle à la stimulation budgétaire, d'autant que la crise actuelle risque d'être profonde et que le souvenir de la récession de 2008 est encore fort. A court terme, les ratios dette/PIB devront augmenter pour compenser les effets de la crise. Toutefois, dans une perspective à plus long terme, dans la mesure où les taux d'intérêt des obligations sûres devraient rester inférieurs aux taux de croissance, un faible taux de rendement du capital ajusté du risque justifierait le recours à l'expansion budgétaire et à la dette pour financer l'investissement public

2. Un changement de régime survient alors que les déséquilibres antérieurs ne sont plus tolérés par la société. Bien avant que le Covid-19 n'apparaisse, nous vivions dans une ère d'inégalités extrêmes, de montée des forces protectionnistes et du nationalisme, ainsi que d'urgence croissante autour du défi que représente le changement climatique. La montée en flèche du chômage, les luttes au niveau de l'Union Européenne pour trouver une solution commune et l'attitude consistant à blâmer les autres qui naît de l'épidémie de Covid-19 amèneront ces déséquilibres à des niveaux sans précédent.

3. Un changement de régime implique un changement au sein des institutions (banques centrales, partis politiques, etc.) qui structurent le régime lui-même. Nous voyons désormais les banques centrales adopter en permanence la position du « quoiqu'il en coûte » et les différents partis prêts à accroître la dette autant que nécessaire pour s'assurer que l'expérience de 2008 ne se répète pas. Tout cela se produit dans une période de démondialisation et de récession qui fait face à un choc sur la demande, et plus important encore, à un choc sur l'offre qui pourrait finalement être le déclencheur d'une reprise de l'inflation.

Exemples de victoire intellectuelle

- Selon Blanchard, « la dette publique peut n'avoir aucun coût budgétaire » car le ratio dette/PIB pourrait diminuer au fil du temps.
- Nous avons observé un consensus autour de la Théorie Monétaire Moderne (TMM), qui suggère que les rôles de la politique budgétaire et de la politique monétaire pourraient fusionner alors que la TMM part du principe que la politique budgétaire expansionniste pourrait être financée par la création de monnaie (Mitchell et al.).
- L. Summers a noté qu'un taux d'intérêt naturel d'équilibre plus faible, bien qu'il ne soit pas observable, ouvre la voie à une « plus grande tolérance des déficits budgétaires (et) des politiques monétaires non conventionnelles... qui deviennent tous une réalité aujourd'hui. »

Implications pour les investisseurs

1. Le Covid-19 signale le déclenchement d'une crise de liquidité dans le secteur des entreprises (pas dans les banques, du moins pour l'instant), faisant de la liquidité la dimension critique à intégrer dans le processus d'investissement. Elle apporte également un changement radical dans la structure du marché, avec un rôle essentiel pour l'acheteur dans le fonctionnement et le financement du système financier économique. Toutefois, cela s'accompagne également de risques différents de l'approche traditionnelle centrée sur les banques. Tout cela souligne la nécessité pour les différentes autorités (banques centrales, régulateurs) d'intégrer les conséquences de cette réalité dans leurs politiques et leurs canaux de transmission directe. C'est ce que fait la Fed : elle ne poursuit pas un combat dépassé, mais renforce les outils à disposition côté acheteur par les actions qu'elle mène. Cela prouve enfin de manière irréfutable que **la liquidité dans notre secteur doit être pleinement intégrée en tant que dimension clé du processus de construction de portefeuille, que des asymétries de liquidité se produisent et qu'il existe un arbitrage entre rendement et liquidité.** Les investisseurs ne doivent plus considérer la liquidité comme exogène et ex-post, un élément mesuré irrégulièrement, mais comme une dimension ex-ante constante de la construction du portefeuille. La liquidité doit également être considérée non seulement comme un outil défensif pour atténuer la volatilité, mais aussi comme un élément clé pour exploiter les opportunités d'investissement lorsqu'elles se présentent.

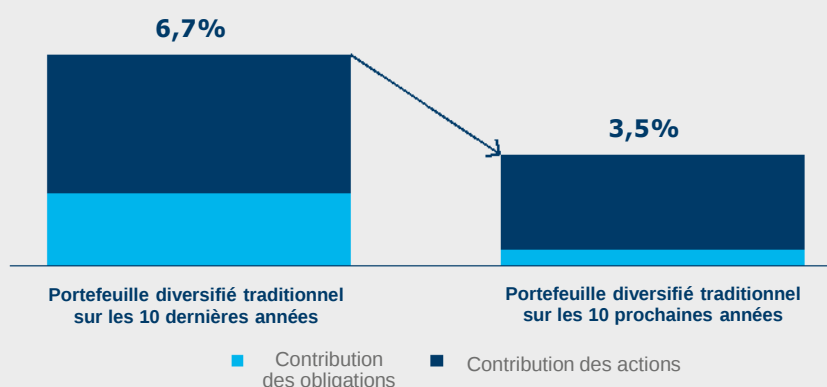
“L'implication la plus pertinente résidera dans la nécessité de faire de la liquidité l'une des dimensions critiques à prendre en compte par les investisseurs dans la construction de portefeuille.”

2. Corollaire du point précédent, la crise fait non seulement de la liquidité un élément clé à surveiller, mais elle repose également des questions relatives à la définition des actifs sûrs et sans risque. En théorie, il devrait s'agir d'un concept relatif, dépendant du passif, mais en réalité, les bons du Trésor et les Bunds sont les seuls actifs consensuellement admis comme étant sans risque. Ce concept doit être distingué du concept d'actif liquide, mais en réalité, les actifs sûrs et liquides sont imbriqués, comme le montre effectivement la crise actuelle. Par conséquent, le pool d'instruments efficaces, sûrs à l'échelle mondiale (c'est-à-dire reconnus comme tels par la communauté des investisseurs) et liquides est limité : **c'est pourquoi il est normal que ces actifs soient assortis d'une prime** ou, pour le dire autrement, **que les investisseurs les détiennent indépendamment d'autres indicateurs classiques** (valorisation, trajectoire attendue des banques centrales, etc.).

3. Les investisseurs devront optimiser les rendements ajustés des coûts de leurs portefeuilles, en tenant compte de l'ensemble de ces coûts, dans un contexte de rendements attendus plus faibles. Dans le nouveau régime, les investisseurs devraient au cours de la prochaine décennie anticiper des rendements plus faibles. Selon nos prévisions, un portefeuille diversifié en euro (50 % Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index et 50 % MSCI World en EUR non couvert) rapportera un maigre 3,5 %, contre 6,7 % sur la dernière décennie (de mars 2010 à mars 2020). Pour un portefeuille américain similaire avec 50 % de S&P 500 et 50 % de US Aggregate, nous tablons sur un rendement annualisé de 4,4 % pour la prochaine décennie contre 7,2 % pour la dernière décennie (de mars 2010 à mars 2020)¹.

1. Pour un portefeuille américain similaire avec 50 % de S & P500 et 50 % de US Aggregate, nous tablons sur un rendement annualisé de 4,4 % pour la prochaine décennie contre 7,2 % pour la dernière décennie (de mars 2010 à mars 2020).

Perf. historiques vs. perf. prévisionnelles d'un portefeuille diversifié traditionnel en euro
(50 % Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index et 50 % MSCI World en EUR non couvert)



Source: Amundi CASM Model, Amundi Institutional Advisory and Research Teams, Bloomberg.
Données au 20 avril 2020. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs

La frontière efficiente sera beaucoup plus basse et plate, mais un objectif de **5 % sera tout de même réalisable**. Toutefois, compte tenu de la baisse des rendements attendus, les investisseurs devraient repenser leur portefeuille autour de trois composantes : l'alpha idiosyncratique, le bêta et les revenus. Lorsqu'ils font des choix d'allocation active en termes d'exposition au bêta ou de toute exposition aux facteurs répliquables (alpha répliquable), ils doivent chercher à réduire leurs coûts sur ce type d'allocation.

D'autre part, les investisseurs devraient également rechercher les opportunités d'alpha idiosyncratiques (non répliquables) qui seront disponibles, en particulier sur les marchés où des inefficiences persistent (obligations, marchés émergents, petites et moyennes capitalisations, ESG). Enfin, ils devraient ajouter de nouveaux moteurs de revenus (actifs réels, dividendes) au-delà de la composante obligataire traditionnelle.

“Dans une ère de démondialisation avec possibilité d'inflation dans le futur, la diversification entre différents axes (géographique, factoriel et style) aura un rôle plus important à jouer dans l'amélioration des rendements ajustés du risque.”

4. Les investisseurs devraient également élargir leur spectre d'investissement afin d'explorer les avantages de la diversification sur différents axes à mesure que nous passons d'un seul facteur (monétaire) moteur de rendement à des facteurs multiples (croissance, inflation, etc.). A l'ère de la démondialisation (la croissance mondiale ne signifie plus le commerce mondial), avec une possible accélération de l'inflation dans le futur (avec une tendance passant de haussière à baissière) et une volatilité accrue, la diversification entre différents axes (géographique, factoriel et style) aura un rôle plus important à jouer dans l'amélioration des rendements ajustés du risque. La croissance, par exemple, sera un moteur clé des rendements pour sortir d'une crise de l'économie réelle comme celle dans laquelle nous entrons actuellement. À cet égard, **les investisseurs devraient envisager d'augmenter légèrement leur allocation d'actifs risqués** et, s'ils ne le font pas déjà, **de disposer dans leur portefeuille stratégique d'une poche d'allocation dédiée aux actifs des marchés émergents**. En outre, les stratégies basées sur la diversification géographique/régionale reviendront centrales tandis que celles exposées à la mondialisation, qui en ont le plus bénéficié au cours des trois dernières décennies, deviendront moins efficaces.

5. La définition d'objectifs d'investissement clairs (revenu, tolérance au risque baissier, protection contre l'inflation, etc.) sera essentielle pour construire un portefeuille sur mesure en considérant les classes d'actifs qui offrent la plus grande probabilité d'atteindre l'objectif souhaité.

Par exemple, pour les investisseurs qui visent des rendements élevés, les actions pourraient continuer d'être un bon choix, mais la dette « corporate » surtout si elle se négocie à des niveaux très décotés, pourrait également s'avérer fort attractive.

Pour ceux qui recherchent plutôt des revenus, les obligations d'État seront moins rémunératrices à l'avenir et les dividendes des actions, en étant très sélectif, pourraient être plus appropriés, une fois la situation réglée. Pour rechercher des revenus plus élevés, les investisseurs pourraient également considérer des actifs immobiliers illiquides tels que la dette privée, l'immobilier ou les infrastructures.

À des fins de préservation du capital pour se protéger de l'inflation, les investisseurs doivent garder à l'esprit que les obligations et les actions n'ont pas obtenu de bons résultats en termes réels en période d'inflation élevée et

croissante, comme dans les années 1970, tandis que les actifs réels, tels que les matières premières, l'immobilier et les infrastructures, **ont généré de meilleures performances ajustées du risque**. Par conséquent, **nous pensons qu'il est essentiel pour les investisseurs de repenser leur allocation stratégique et de reconsidérer la nouvelle hiérarchie des primes de risque**, y compris leur exposition aux actifs réels, afin de s'adapter aux différents scénarios d'inflation qui pourraient se concrétiser à l'avenir.

Enfin, dans le nouveau régime, les thèmes ESG auront une plus grande importance dans les portefeuilles. La tendance déjà croissante des investissements liés au changement climatique est appelée à se poursuivre, car la question figure en bonne place dans l'ordre du jour de tous les décideurs et du grand public. Une autre tendance majeure sera l'orientation sociétale vers une plus grande égalité sociale, **avec la domination croissante de la composante S**. Il y aura un examen plus approfondi de la façon dont les entreprises agissent dans l'intérêt de toutes les parties prenantes et de la communauté. Cela se traduira par un impact plus important sur les cours des actions de certains facteurs de risque ESG, offrant ainsi des opportunités aux gérants actifs, tant sur les marchés d'actions que d'obligations.

En conclusion, comme c'est le cas dans tout système dynamique, la trajectoire pour atteindre le nouvel équilibre ne sera pas simple ; elle oscillera et évoluera par à-coups. Les investisseurs devront être actifs et flexibles pour exploiter les opportunités que chacun de ces à-coups offrira.

Le nouvel équilibre, avec de nouvelles règles qui remplaceront les anciennes et qui sera atteint à la fin de cette séquence, sera très différent de celui auquel nous avons été habitués au cours de la dernière décennie, l'ère de la faible inflation et des taux bas. Il faudra néanmoins du temps pour atteindre cet objectif. Pour l'heure, nous devrions mettre l'accent la liquidité, l'exploitation d'un large éventail de primes de risque et rester actifs.



Avertissement

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 1 086 262 605 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