

En cas de flou, mieux vaut s'en tenir aux principales convictions



**Pascal
BLANQUE**
CIO Groupe



**Vincent
MORTIER**
CIO Adjoint Groupe

« **Nous tablons sur une détérioration temporaire des perspectives économiques qui se limitera au premier semestre et sera suivie d'une reprise** ».

- **Réaction des marchés** : au cours des derniers jours, la propagation du coronavirus, notamment en Europe, a provoqué un repli des actifs risqués et une forte demande pour les actifs refuges (dollar américain, bons du Trésor et or). La volatilité devrait persister le temps que les marchés prennent la mesure des retombées du virus sur l'économie.
- **Ajustement des perspectives économiques** : le coronavirus vient s'ajouter au risque existant lié à la faible croissance du commerce mondial en faisant craindre que cette crise n'engendre un phénomène de stagflation (démondialisation accrue / croissance plus faible). Dans ce contexte, notre scénario central s'est assombri avec des prévisions de croissance du PIB plus faibles au premier semestre. Il est possible que le choc devienne encore plus violent à court terme. Pour autant, nous pensons toujours que la situation sanitaire finira par se stabiliser au cours des prochains mois, avant de faire place à un rebond, sans que la croissance potentielle ne soit affectée de manière durable. Ce point de vue repose sur le postulat fondamental selon lequel les banques centrales et les gouvernements apporteront leur soutien pour lutter contre toute nouvelle détérioration des perspectives économiques. Les États-Unis paraissent moins exposés et mieux soutenus par une demande intérieure résistante, tandis que les marchés émergents et l'Europe seront les plus touchés à court terme.
- **Conséquences en matière d'investissement** : le principal risque réside désormais dans le dénouement de la complaisance récente des marchés (les actifs risqués ont atteint des points hauts historiques en février) et la réaction des « esprits animaux » pourrait être excessive. Dans l'immédiat, quelques prises de bénéfices, une réduction des risques et un renforcement des couvertures se justifient afin de protéger les portefeuilles des investisseurs. Nos principales convictions, à l'heure actuelle, portent sur le crédit européen de qualité investment grade et nous envisageons également de manière positive la duration des bons du Trésor américain à des fins de couverture. Nous sommes devenus plus prudents sur les actions (européennes et américaines) par rapport aux autres classes d'actifs et nous avons adopté un positionnement neutre sur les actions des pays émergents. Au-delà de ces considérations tactiques, nous pensons que le coronavirus pourrait fournir l'occasion de mettre en œuvre certaines des convictions identifiées dans notre scénario central, en exploitant les points d'entrée et les dislocations du marché. Les actions « value » cycliques par rapport aux actions de type croissance, notamment en Europe, les actions émergentes (en privilégiant les entreprises dépendantes de leur marché domestique), les monnaies des pays émergents, certains secteurs du marché obligataire (obligations d'État à haut rendement dans les pays émergents et en Italie) et les marchés du crédit (en particulier les titres dont les spreads s'élargissent malgré de bons fondamentaux) seront les premiers à rebondir une fois que les risques d'aggravation de l'épidémie se seront atténués. Le marché du crédit constituant la principale source d'opportunités et de risque, il est essentiel, à ce stade du cycle, de mettre l'accent sur la sélection des titres de crédit. De plus, il est capital de prêter une grande attention à la liquidité et pas uniquement dans une optique de stratégie défensive. En effet, la liquidité pourrait devenir un facteur central pour se repositionner sur certains secteurs attrayants du marché une fois que la situation se sera normalisée.

Les craintes quant à la diffusion du coronavirus hors de Chine ont fini par faire vaciller les actifs à risque lors des dernières séances de bourse. Les investisseurs ont déclenché quelques **prises de bénéfices** sur les marchés, ces derniers ayant atteint des sommets historiques et même franchi certains seuils psychologiques au cours des dernières semaines. C'est notamment le cas du Stoxx 600 européen, dont la fourchette de cotation s'est élargie au-dessus de sa moyenne à 20 ans. Le climat de peur est resté fortement ancré mais uniquement

sur les actifs dits refuges, à savoir le dollar américain, les bons du Trésor américain et l'or, ce qui indique que les investisseurs ont été à la recherche de stratégies de couverture efficaces.

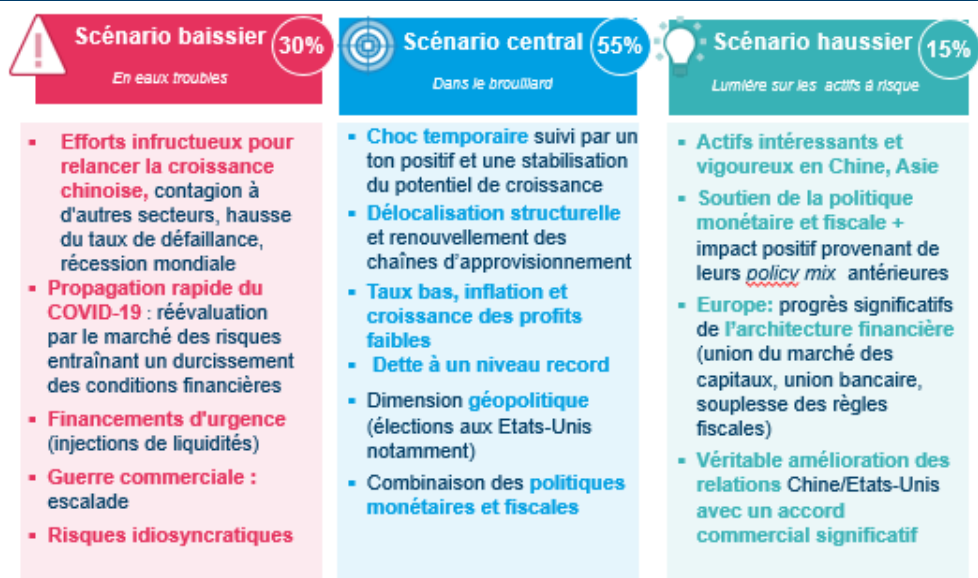
Notre scénario central prévoit une détérioration temporaire de la conjoncture économique mondiale au premier trimestre de cette année, qui pourrait se prolonger au deuxième trimestre, étant donné que la croissance plus faible que prévu du commerce mondial affecte en fin de compte la production industrielle et l'activité manufacturière avec certaines répercussions sur la demande intérieure. **Nous devrions, par la suite, assister à une reprise durant le reste de l'année.** Nous pensons que **le rebond cyclique que nous attendions en début d'année se produira avec quelques mois de retard.**

Nous avons révisé à la baisse nos perspectives de croissance pour 2020 pour tenir compte des effets du coronavirus. Le ralentissement en Chine entraîne des **mesures monétaires et budgétaires d'une ampleur considérable dont l'objectif est d'éviter toute perturbation supplémentaire dans le secteur privé.** Celles-ci devraient permettre de stabiliser la situation au deuxième trimestre, car le pic de contamination semble avoir été atteint et l'activité devrait progressivement revenir à la normale.

Au-delà de l'Asie, l'Europe sera la région la plus fortement touchée, en raison d'une combinaison de facteurs, dont le manque de dynamisme de l'économie, son ouverture et son exposition au commerce mondial, et la faiblesse des données du quatrième trimestre (avec des chiffres de croissance étonnamment faibles dans les principaux pays de l'Union européenne - UE). En outre, les prévisions actuelles pour la région s'accompagnent d'un risque de révision à la baisse (environ 1 % pour cette année), qui sera fonction de l'évolution de la contagion dans les pays de l'UE, l'Italie étant jusqu'à présent le pays le plus touché. Nous confirmons un tassement de la croissance du PIB par rapport à l'année précédente aux États-Unis. Cependant, nous pensons que l'économie devrait faire bonne figure, grâce à la résilience de la demande domestique.

De manière générale, **dans notre scénario, la croissance mondiale a été ramenée de 3,2 % à 3,0 %, en raison, notamment, de l'affaiblissement des chiffres des marchés émergents** (4,1 % contre 4,4 %), compte tenu des retombées sur certains pays profondément intégrés dans la chaîne d'approvisionnement avec la Chine (Cambodge, Vietnam, Corée, Thaïlande) ou fortement dépendants des exportations de métaux (comme le Chili, le Pérou ou l'Afrique du Sud).

Scénario central et scénarios alternatifs d'Amundi



Source : Amundi Research, lundi 24 février 2020. RdM = Reste du monde.

« Si les prises de bénéfices et les réductions des risques peuvent se justifier à court terme, nous pensons que l'année sera constructive pour les actifs à risque et nous sommes à la recherche de points d'entrée. »

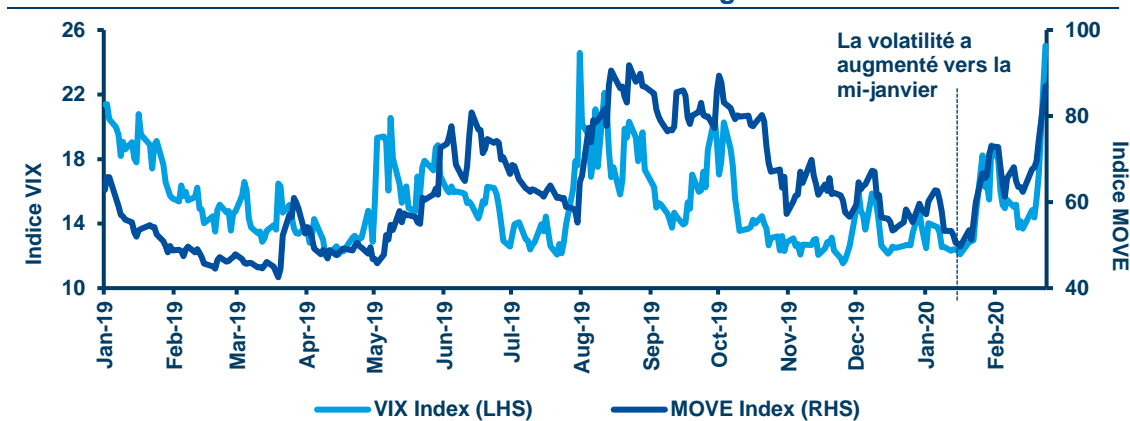
Dans ce contexte, nous estimons que les perspectives relatives aux actifs risqués resteront modérément constructives cette année. Les investisseurs devront toutefois accroître leur niveau de vigilance et rester à l'affût de tout élément susceptible de déclencher un réexamen de ce point de vue.

Manifestement, le principal risque est désormais le dénouement de la complaisance récente des marchés et la réaction des « esprits animaux ».

Nous pouvons donc nous attendre à voir des prises de bénéfices, de la volatilité de marché à court terme et des réactions excessives. La dynamique positive des actifs à risque a, jusqu'à présent, été alimentée par les opinions d'investisseurs qui considèrent que l'épisode du coronavirus sera temporaire (notre scénario central), que si la situation devait s'aggraver, cela déclencherait une action plus importante de la part des banques centrales et qu'il n'existe pas d'alternative compte tenu de l'évolution des actifs refuges.

Un mouvement tactique vers une exposition neutre au risque et une augmentation des couvertures pourrait se révéler être une bonne stratégie pour traverser la phase actuelle.

Hausse récente de la volatilité des actions et des obligations



Source : Amundi, Bloomberg, au lundi 24 février 2020.

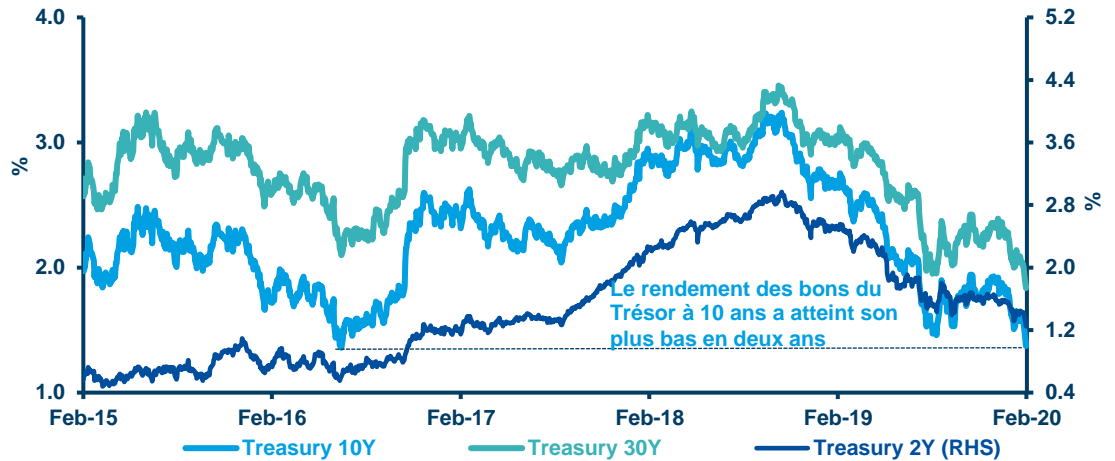
« Les actions émergentes, les devises émergentes et les actions européennes ainsi que certains segments des marchés du crédit présentant de bons fondamentaux seront les premiers à rebondir une fois que les risques de progression du virus se seront atténués ».

Au-delà de notre vision tactique, le coronavirus doit être considéré comme une opportunité de mettre en œuvre les convictions que nous avons identifiées dans notre scénario central, en exploitant les points d'entrée dans certains secteurs du marché comme les actions cycliques européennes dites « value » (déjà attractives, mais qui le sont encore davantage aujourd'hui), les actions émergentes (*pays autonomes* ou disposant d'une forte demande intérieure) et les devises émergentes. Tous ces thèmes reviendront sur le devant de la scène une fois que le coronavirus aura cessé de faire les gros titres.

En outre, la baisse des rendements des obligations de référence, tout en réduisant leur potentiel de couverture, va relancer la quête de rendement sur le marché du crédit ou sur les segments les plus rémunérateurs des obligations d'État, tant sur les marchés émergents que développés (notamment en Italie).

Il convient également de ne pas sous-estimer le fait que si la situation se dégrade, les banques centrales et les gouvernements pourraient passer à la vitesse supérieure en termes de mesures de relance monétaire et budgétaire, appuyant par là le discours selon lequel les mauvaises nouvelles sont de bonnes nouvelles.

Baisse de rendement des obligations de référence



Source : Amundi, Bloomberg, au mardi 25 février 2020.

« Les gouvernements et les banques centrales devraient probablement intervenir si la situation devait s'aggraver, ce qui jouerait en faveur des marchés financiers. »

Le principal bassin d'opportunités et de risque étant le marché du crédit, la question essentielle pour les investisseurs est de savoir **à quel point le coronavirus est susceptible de générer des perturbations non idiosyncrasiques dans cette classe d'actifs**. Parmi les perturbations, on peut citer la hausse du risque de défaut, mais aussi la compression des liquidités dans les canaux de financement (risque latent en Chine pour le secteur privé). Pour ce qui est de la Chine, où la majeure partie du marché de la dette est liée aux émetteurs publics, nous pensons que le gouvernement empêchera tout choc d'envergure et tout resserrement significatif des conditions de financement susceptibles d'affecter les entreprises privées et le secteur bancaire.

« Les marchés du crédit sont le point de référence pour évaluer les risques pesant sur les perspectives, en gardant à l'esprit que certains segments sont déjà vulnérables et qu'il convient donc de rester sélectif. »

En matière de crédit, il faut distinguer risques de marché et risques fondamentaux, sans toutefois oublier que le risque de marché peut, à un moment donné, se transformer en risque fondamental. Les risques de marché relèvent de phénomènes susceptibles d'être recouverts, ce qui n'est pas forcément le cas des risques fondamentaux. Il est également nécessaire de distinguer, d'une part, les émetteurs qui pourraient se dégrader de manière fondamentale, mais à partir de niveaux de qualité plus élevés ce qui garantit qu'ils ne feront pas défaut et, d'autre part, les émetteurs qui pourraient se détériorer sensiblement à partir de marges de sécurité déjà faibles jusqu'à faire défaut ou frôler le défaut.

Les spreads se resserrent depuis le début de l'année et nous constatons une légère détérioration, en particulier dans le high yield



Source : Amundi, Bloomberg, au mardi 25 février 2020.

Le plus grand risque à court et moyen terme en matière de crédit, pour la plupart des émetteurs hormis les plus solides, est de perdre l'accès aux marchés des capitaux et aux banques. Il se peut donc que certaines émissions fassent défaut, entraînant une perte de capital. Les plus vulnérables sont les crédits sans remboursement anticipé dans les 12 prochains mois ou plus, les crédits dont le flux de trésorerie disponible est négatif après maintien des investissements ou les entreprises privées dont le crédit est assorti d'une notation faible et qui n'ont pas accès aux marchés actions. La grande majorité des émetteurs high yield de qualité inférieure, notés B et moins, relèveront de ces catégories. Ils figureront également parmi les crédits les plus faibles qui se dégraderont sensiblement en cas de mauvaise conjoncture économique. Ce sont toutes des émissions idiosyncrasiques qu'il convient d'isoler.

Vient ensuite le risque d'une importante dégradation fondamentale dans un contexte d'aversion au risque et de difficultés économiques. Dans ce scénario, nous pourrions connaître une forte dégradation générale du crédit et un effondrement du marché, du moins à court terme. Les entreprises disposant d'une faible marge de sécurité, ne serait-ce que pour les revenus de nature secondaire ou en termes de détérioration des flux de trésorerie, seraient les plus touchées. Dans ce cadre, il est recommandé d'envisager une hausse de la qualité vers des émetteurs notés BB/BBB de plus grande capitalisation et vers les segments Investment Grade de meilleure qualité. Ici, le facteur d'échelle devient très important et les investisseurs devraient se tenir à l'écart des émetteurs de taille moindre. Bon nombre voire la plupart des entreprises de cette catégorie sont domiciliées aux États-Unis. Aussi, à ce stade, la résilience accrue de l'économie américaine est-elle de nature à rassurer. En revanche, une récession américaine aurait des conséquences extrêmement graves sur le crédit. Heureusement, pour l'heure, l'Europe compte moins d'émetteurs contestés que les États-Unis.

Ces deux points sensibles (risques de marché et risques fondamentaux) corroborent notre opinion selon laquelle le secteur du crédit exige une surveillance accrue, avec un accent sur la recherche crédit bottom-up et une attention accrue à la liquidité du marché.

Dans l'ensemble, nous pensons que le marché du crédit fera preuve de résilience, notamment sur le segment Investment Grade (l'euro étant mieux positionné), tandis que le marché du High Yield restera sous pression et offrira des points d'entrée intéressants à mesure que la situation se normalisera.

Dans une perspective à plus long terme, le coronavirus confirme certaines tendances préexistantes :

« Certaines tendances se verront renforcées par la conjoncture : le processus de démondialisation déjà en cours, l'environnement de taux bas et la demande d'actifs réels. »

- **Recul du commerce mondial et dé-globalisation.** Ceci devrait soutenir les thèmes d'investissement indépendants de ces questions, tels que les pays émergents tirés par une forte demande intérieure ou la concentration sur des actifs réels plus domestique.
- **Taux d'intérêt bas à l'équilibre.** Les obligations Core (États-Unis) offrent un filet de sécurité pour les actifs risqués en réponse aux à-coups baissiers (corrélation négative directe entre actions et obligations), mais elles dominent également le rebond des actifs risqués (corrélation négative dominante entre rendements obligataires et actions). Il s'ensuit que la gestion de la durée doit être asymétrique. Il est en effet nettement plus risqué d'adopter un positionnement court sur la durée plutôt qu'un positionnement long et les bons du Trésor ont un rôle évident de couverture dans les portefeuilles. Dans ce scénario, le facteur taux d'intérêt prime sur les composantes croissance et bénéfiques des rendements actions. Les investisseurs doivent rester attentifs à tout signe avant-coureur de variation des taux d'équilibre ou d'évolution vers une prépondérance de la composante réelle des rendements par rapport à la composante monétaire, mais nous n'en sommes pas encore là.
- **Demande d'actifs réels.** Le manque d'actifs réels illiquides est une faiblesse récurrente, ceux-ci représentant une part déjà importante, mais toujours croissante, des opportunités de valeur relative. La démondialisation alimente la demande en biens

immobiliers en raison de l'importante diversification géographique de ce type d'actifs. La quête de meilleures rémunérations en termes d'intérêts (infrastructure) ou simplement de rendements de type actions avec des caractéristiques obligataires est également un déterminant de la demande. Ce déséquilibre entre l'offre et la demande, ainsi que les turbulences commerciales et les menaces de pandémie, ne peuvent que renforcer leur statut de refuge avec une complaisance débridée.

Définitions

- **Spreads de crédit** : écart entre le rendement d'une obligation de crédit et le rendement des bons du Trésor. Le spread ajusté des options est une mesure du spread ajustée pour tenir compte des éventuelles options intégrées.
- **Actifs réels** : actifs physiques dotés d'une valeur intrinsèque du fait de leur substance et de leurs caractéristiques. Les actifs réels englobent les biens immobiliers et les ressources naturelles.
- **Volatilité** : mesure statistique de la dispersion des rendements d'un titre ou d'un indice boursier donné. Habituellement, plus la volatilité est élevée, plus le titre ou le marché est risqué.
- **MOVE** : l'indice MOVE (acronyme de Merrill Lynch Option Volatility Estimate) estime la volatilité des emprunts d'État américains.
- **VIX** : le VIX est l'indice de volatilité du CBOE. L'indice VIX est une mesure des anticipations du marché en matière de volatilité à court terme du S&P 500 (actions américaines).

Informations importantes

La diversification ne saurait garantir un gain ou protéger contre une perte.

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont datées du **jeudi 27 février 2020**. 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 aucune assurance ne peut être donnée 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. Les investissements impliquent certains 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 : jeudi 27 février 2020.

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

Directeurs de la publication

Pascal BLANQUÉ

CIO

Vincent MORTIER

CIO Adjoint