

A la recherche du point bas de la crise du Covid-19



**Pascal
BLANQUÉ**
Directeur des
investissements



**Vincent
MORTIER**
Directeur adjoint des
investissements

En cette période sans précédent de forte incertitude d'un point de vue sanitaire et économique, les différents moteurs en jeu évoluent dans des directions différentes. Ces forces rendent l'exercice de prévision du PIB assez délicat et pas particulièrement utile pour le moment.

Les marchés précèdent le cycle économique réel et vont donc toucher leur point bas avant la fin de la pandémie. Toutefois, ils se calmeront et seront rassurés sur la voie à suivre lorsqu'ils pourront ancrer les attentes sur trois points :

1. **Le schéma cyclique de la pandémie**, ou le moment où un certain signe d'amélioration sur **la vitesse de la contagion** se fait jour. Cela dépend de la variable « **temps** » (la prolongation de la période de crise) et des efforts de **mobilisation** (les mesures de confinement mises en place dans les différents Etats). Un endiguement précoce par des mesures fortes telles que celles appliquées en Chine et, plus récemment, dans les principaux pays occidentaux, pourrait contribuer à limiter la propagation du virus ;
2. **La tactique du « quoi qu'il en coûte »** des autorités budgétaires et monétaires, et la question de savoir si les politiques monétaires et les mesures budgétaires sont considérées comme crédibles et efficaces pour assouplir les conditions financières du secteur des entreprises ou pour fournir des ressources adéquates au secteur des ménages pour faire face à une période de chômage plus important en raison de l'arrêt de l'activité économique;
3. **La partie courte de la courbe de crédit**, après les récentes dislocations, et les **rendements des obligations « core »**, qui ont commencé à augmenter depuis l'annonce des mesures budgétaires, anticipant une augmentation de la dette future.

Nous devons reconnaître que **nous sommes dans une situation similaire à celle d'octobre 2008**, où l'incertitude était très forte, la volatilité extrême et la liquidité disparaissait. Le marché a touché un point bas en mars de l'année suivante. Toutefois, cette fois, des mesures extraordinaires ont été mises en place à un stade plus précoce de la crise (2008 a constitué une leçon) et les mesures de relance sont nettement plus importantes. **Les marchés mettront du temps à digérer toutes celles-ci, mais commenceront par estimer que ces mesures sont illimitées.**

Toutefois, **les bazookas politiques ne seront efficaces que s'il y a une baisse correspondante de la vitesse de contagion.** La combinaison des deux déterminera le calendrier de la reprise et, **tant que la pandémie ne semblera pas maîtrisée, la volatilité persistera.**

Selon nous, ce qui compte le plus pour les investisseurs, c'est la rapidité (dérivée seconde) de l'avancée de la pandémie. Celle-ci pointe encore vers une augmentation du nombre de cas, avec une vitesse croissante ces dernières semaines. Lorsque les mesures de confinement commenceront à fonctionner, la vitesse devrait décélérer. C'est ce qui s'est passé en Chine et nous voyons maintenant quelques signes similaires en Italie, ce qui contribue à rassurer un peu les marchés. Toutefois, la normalité n'interviendra pas directement après que la pandémie aura été contenue, les mesures de distanciation sociale (entraînant une augmentation du pourcentage de « travail intelligent », une hausse de la consommation en ligne, davantage de divertissements en ligne et d'éducation en ligne, une utilisation accrue des médias sociaux, une hausse de la demande et du salaire pour les emplois médicaux, etc.) devant être maintenues tant qu'un vaccin n'aura pas été trouvé. C'est encore le cas en Chine, où l'activité reprend lentement après les mesures de blocage strict mais qui reste toujours en dessous des niveaux normaux.

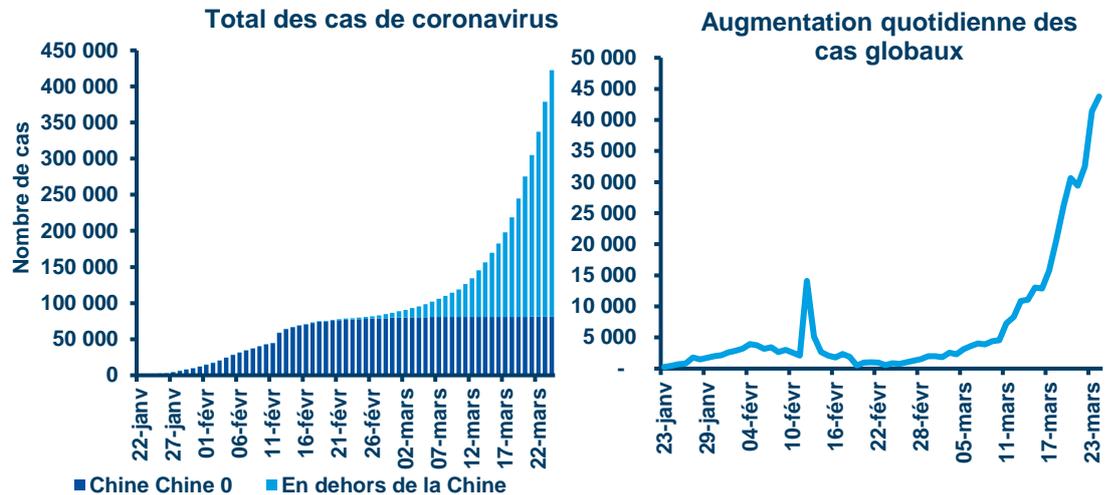
La plupart des pays sont encore loin de leur pic, le Royaume-Uni et les États-Unis étant toujours en phase d'accélération, ainsi que de nombreux pays de l'UE, tandis que certains

« Les marchés verront le point bas lorsque les anticipations pourront être ancrées sur un ralentissement de la vitesse de contagion, l'efficacité du 'policy mix' et l'amélioration des conditions financières. Nous avançons dans cette direction, mais nous n'en sommes pas encore là. »

pays émergents en sont encore à un stade précoce. **Si ce blocage mondial s'avère fructueux, la pandémie devrait s'accélérer vers son pic du mois prochain, après quoi la vitesse de croissance des nouveaux cas devrait commencer à diminuer.**

Nous allons dans cette direction, mais nous n'en sommes pas encore là et à court terme, nous ne pouvons que nous attendre à un soulagement temporaire de la dislocation extrême du marché plutôt qu'à une reprise complète et stable.

Covid-19 Nombre cumulé de cas et augmentation quotidienne



Source : Amundi sur données Bloomberg, au 24 mars 2020.

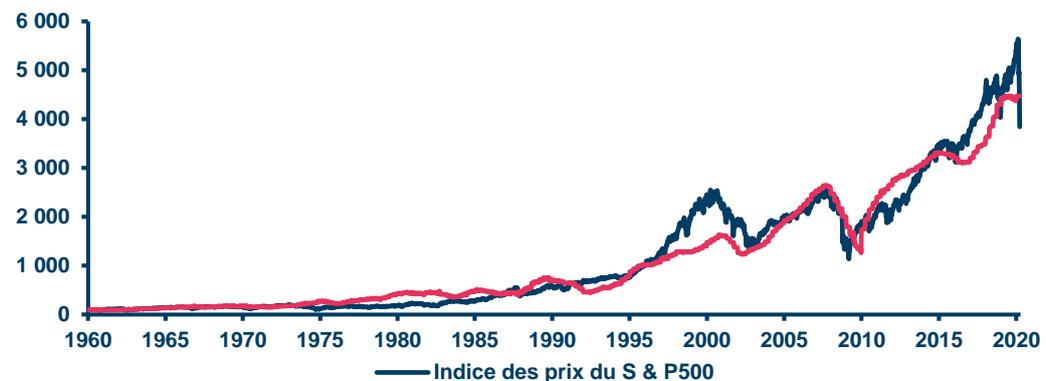
Un nouveau régime financier a commencé : les implications en matière d'investissement

Nous reconnaissons maintenant que le « coronavirus » est le nom de la main invisible qui anime le processus de retour à la moyenne, ramenant les rendements sur les rails de la tendance fondamentale à long terme.

Les performances des actions s'en étaient écartées lors de la dernière phase de hausse du marché et ont même récemment exagéré les tendances baissières de la productivité, de la population active et de la croissance des bénéfices. **Au-delà de la peine de court terme, c'est une bonne nouvelle pour la pérennité à long terme des rendements.** Toutefois, dans le crédit, l'assouplissement quantitatif illimité reportera dans certains cas (comme pour l'univers IG) le moment de vérité, tandis que **dans le HY, les défauts augmenteront inévitablement à mesure que l'économie se contractera.**

« Le coronavirus est le déclencheur d'un nouveau changement de régime. Nous nous réveillerons le lendemain de la fin de la pandémie avec des positions budgétaires et monétaires que nous aurions auparavant jugées impensables. »

Indice S & P 500 vs BPA glissants



Source : Amundi sur données Bloomberg. Données au 23 mars 2020. Indice des prix du S & P 500 contre BPA glissant sur 12 mois, basé à 100 au 31 déc 1959.

« **Le crédit et les marchés émergents seront les candidats naturels à la hausse d'un certain rendement sur les marchés publics, mais une approche au cas par cas sera nécessaire pour faire face aux migrations de notation, aux défauts ou à la restructuration de la dette en phase de transition.** »

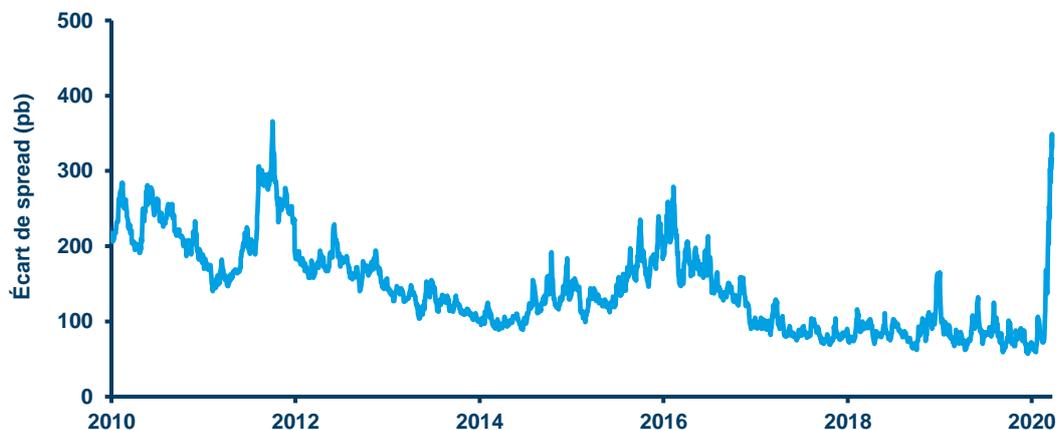
« **Sur le crédit, nous restons prudents et très sélectifs sur le segment high yield, tandis que nous préférons le segment IG, qui devrait bénéficier des ombrelles des banques centrales, ainsi que les obligations périphériques.** »

Le coronavirus est aussi le déclencheur d'un changement de régime. Comme nous l'avons souligné dans notre document intitulé « **Retour vers les années 70** », la prochaine récession (et c'est ce qui arrivera dans les mois à venir) conduira les politiques monétaire et budgétaire vers un autre niveau. **Nous nous réveillerons le lendemain de la fin de la pandémie avec des situations budgétaires et monétaires que nous aurions auparavant jugées impensables** : l'indépendance des banques centrales au service des besoins budgétaires, de la 'monnaie hélicoptère' et des niveaux d'endettement insoutenables, avec la monétisation comme solution possible. Une réappropriation par les Etats de certaines fonctions sociales critiques négligées ces dernières années (santé, par exemple), la nationalisation de certaines entreprises ou de certains secteurs (par exemple certaines compagnies aériennes), le rapatriement d'activités et un glissement des profits vers les salaires (le débat aux États-Unis qui cherche à éviter que la relance budgétaire ne soit utilisée pour des rachats d'entreprises ou pour augmenter les rémunérations des PDG), tout ceci constituera les nouvelles caractéristiques de ce nouveau régime qui finiront par être de nature inflationniste à long terme.

Dans cette phase de transition, au fur et à mesure que la crise se résorbera, **il apparaîtra clairement aux investisseurs qu'au lendemain de la fin de la pandémie, ils se retrouveront avec des rendements obligataires « core » plus bas et un besoin de trouver des rendements ailleurs.** Le crédit et la dette émergente seront les candidats naturels sur les marchés cotés, mais pour le moment la pression sur ces classes d'actifs reste forte et il n'est pas encore temps de revenir de manière agressive sur ces marchés.

Sur le crédit, la tendance à la baisse des notations des entreprises (de BBB IG vers le HY) et les défauts constituent les principaux défis dans un environnement de faible liquidité. Au sein des notations de faible qualité, l'accent est mis sur les entreprises qui peuvent survivre à un blocage temporaire de l'activité économique (générant des bénéfices plus faibles ou inexistantes) tout en supportant des coûts stables et parfois élevés (remboursement de dette) : ce qui était insoutenable avant la crise sera sérieusement contesté et se traduira par des défauts de paiement.

Écart de spread entre les obligations d'entreprises américaines BBB et BB



Source : Amundi sur données Bloomberg. Données au 23 mars 2020. Les données se rapportent à l'écart de spread ajusté des options entre l'indice ICE BoA US Corporate BBB et l'indice ICE BoA US Corporate BB.

Sur les marchés émergents, la crise actuelle se développe parallèlement au krach pétrolier. Si la politique monétaire a une marge de manœuvre décente pour évoluer presque partout (grâce à la baisse des pressions inflationnistes), tous les pays n'auront pas la marge de manœuvre budgétaire adéquate pour contrecarrer la chute des prix des matières premières et le gel de l'activité touristique ; certains pays devront restructurer leur dette.

La gestion active et la sélectivité seront essentielles pour traverser cette « phase transitoire » et en particulier l'arbitrage entre performance et liquidité. Aujourd'hui plus que jamais, **une gestion robuste de la liquidité fera la différence.** Sur le crédit, nous restons prudents et très

sélectifs sur le high yield, tandis que nous préférons le IG qui devrait bénéficier de la protection des banques centrales, ainsi que les obligations périphériques. La poursuite de la spirale baissière des marchés ne pourrait être justifiée que par un choc permanent sur la croissance potentielle, mais ce n'est pas le scénario le plus probable en ce moment. Aux niveaux actuels *des prix de marché, environ 10 % de taux de défaut sont attendus (pour le HY américain) et une baisse des bénéfices de 10-20 % sur le marché américain en 2020. Cela est sérieux, mais ce n'est pas Armageddon.*

En ce qui concerne la gestion de portefeuille, ce contexte appelle à une approche toujours prudente, l'aversion globale au risque qui va persister à court terme, devant légitimement entraîner un mouvement de fuite vers la sécurité via une combinaison d'actifs de grande qualité, défensifs et liquides.

Les marchés actions resteront sous pression jusqu'à ce que des signes de stabilisation de la courbe de l'évolution de l'épidémie apparaissent. En ce qui concerne les actions, nous voyons apparaître des opportunités dans les secteurs cycliques de qualité qui pourraient rebondir fortement une fois que l'attrait des cycliques sera établi à l'approche du pic de la pandémie. Certains points bas pourraient apparaître plus tôt au niveau régional. C'est le cas en Chine, qui surperforme désormais le reste du monde (le S & P 500 est en baisse de près de 27,6 % par rapport à son pic - du 19 février au 24 mars - alors que le CSI300 de Shenzhen n'est en baisse en USD que de 11,3 % sur la même période) car elle a probablement passé le pire de la pandémie et que son économie entre déjà dans la phase de rebond.

La hausse du dollar est, selon nous, temporaire et une fois la crise passée, il apparaîtra clairement qu'à l'examen des différentes primes de risque des marchés émergents et de la valorisation des devises, les investisseurs sont bien rémunérés pour le risque d'une nouvelle dépréciation des devises.

Dans la sphère illiquide, l'impact réel du choc apparaîtra comme d'habitude avec un décalage, lié à la nécessité de nouveaux prix, de revoir les valorisations, de revoir les covenants et de gérer les dérogations. Les montées en puissance et les pipelines s'interrompent temporairement. Cet univers effectuera cette revue des portefeuilles avec la même attention portée à la qualité, au prix/valorisation et à la possible liquidation effective des actifs.

« Sur le front des actions, le point bas pourrait commencer au niveau des régions/pays, dans une sorte de premier entré, premier sorti de l'épidémie : la Chine est un bon candidat pour cela. »

AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS

L'objectif de Amundi Investment Insights Unit (AIIU) 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** : une sorte 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.
- **Point de base** : unité de mesure égale à un centième de point de pourcentage (0,01 %).
- **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)** : 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 25 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 : 25 mars 2020.

Rédacteurs en chef

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

Vincent Mortier
 Directeur adjoint des investissements (« Deputy Chief Investment Office »)