



Une lueur au bout du tunnel?

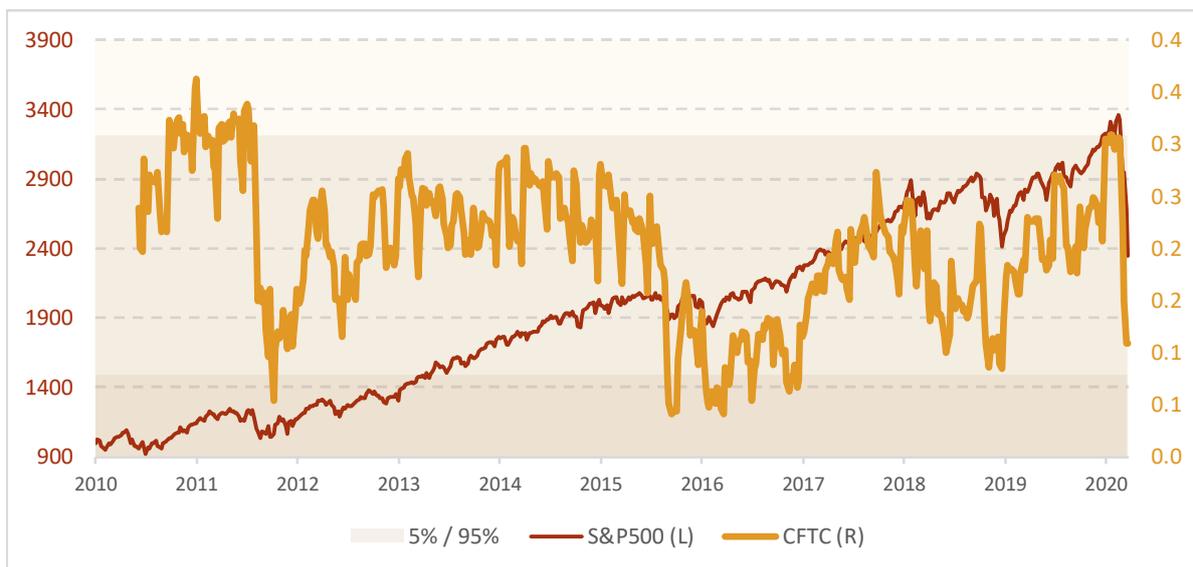
Dans cette étude, nous analysons de façon objective l'environnement de marché actuel en utilisant des indicateurs dits « techniques ». Bien que nombre d'entre eux ne militent pas encore pour un retour du risque dans les portefeuilles, ils se sont cependant tous ajustés de manière significative au cours des dernières semaines et commencent à envoyer les premiers signaux de repositionnement pour les investisseurs à la recherche d'opportunités d'achat, en fonction de leur degré d'aversion au risque et leur horizon d'investissement.

Les marchés d'actions, en dépit d'une chute de 40% en moyenne, ne semblent pas encore avoir touché leur point bas; en revanche, ils commencent à devenir attractifs sur une perspective de long-terme.

1- Positionnement des investisseurs



Depuis mi-février, les investisseurs ont globalement été contraints de liquider une partie de leurs positions sur les actions américaines; ce qu'ils ont fait de façon massive (graphe 1). Toutefois, si l'ajustement des positions dites « spéculatives » a atteint, en dynamique, des niveaux similaires à ceux de 2012 et de 2016 (ce qui laisserait entrevoir un rebond à court terme), le nombre de positions spéculatives (en absolu) sur le S&P 500 n'a pas encore atteint des points bas extrêmes.



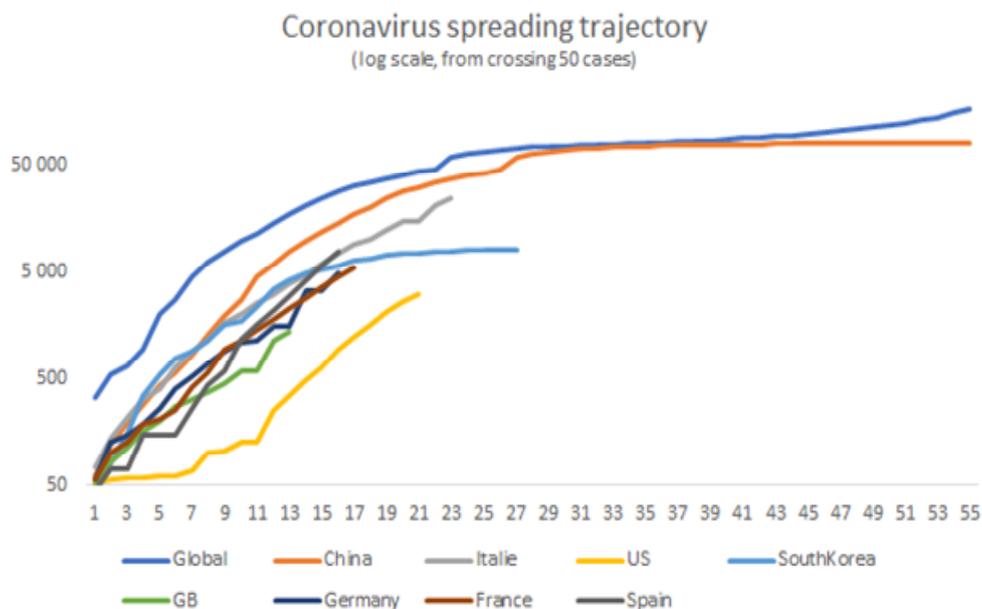
Grappe 1: Positionnement sur les actions US – sources: Seeyond, Bloomberg, données au 20 mars 2020



→ Le constat est sans équivoque... **la baisse des marchés risque de se poursuivre à moyen terme.**

2- Propagation du Covid-19 ↔

Alors que l'épidémie du Covid-19 se propage progressivement en Europe et aux Etats-Unis, le cas de l'Asie apporte son lot d'expériences quant aux mécanismes de propagation du virus et à ses caractéristiques: dès lors que des mesures strictes de confinement sont mises en place, on observe que le nombre de nouveaux cas de contamination se tasse après 2 à 3 semaines selon les pays (graphe 2).

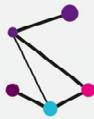


Grphe 2: Nombre de cas confirmés de Covid-19 – sources: Seeyond, Bloomberg, données au 17 mars 2020

Sur une note positive, un pic du nombre de cas pourrait être atteint en Italie d'ici la fin du mois de mars et d'ici mi-avril en France et en Espagne. A l'opposé, il est difficile d'évaluer précisément la situation en Allemagne, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis où les politiques sanitaires sont peu claires et très hétérogènes d'une région à une autre. Dans ces pays moteurs de la croissance mondiale, il faudra attendre plusieurs semaines avant d'atteindre ce pic déterminant.

→ Le mouvement de panique déclenché initialement par l'explosion surprise de la propagation du virus hors de l'Asie est derrière nous; **les incertitudes liées au rythme de propagation du virus devraient cependant restées élevées, interdisant de fait un rebond significatif des marchés à très court terme.**

3- Quid des valorisations? Analyse des multiples ajustés du cycle et de l'inflation ↔



Les marchés d'actions américains ont dévissé de plus de 30% en moyenne (depuis leur point haut en février) au cours des dernières semaines. Cette correction a été particulièrement rapide et violente.

Sachant toutefois que le Covid-19 est *a priori* saisonnier (et devrait se dissiper avec la hausse des températures), nous estimons que la récession globale actuelle sera certes très sévère *mais* probablement de courte durée. En ce sens, on peut prendre exemple sur la récession de 2001; il convient par ailleurs de rappeler que les principales économies mondiales ne souffrent aujourd'hui pas des mêmes déséquilibres qu'elles ont pu connaître en 2001 ou 2007, ce qui est en soi une nouvelle encourageante pour l'après crise sanitaire.

Le PE de Shiller sur le S&P 500 est en ligne aujourd'hui avec son niveau de 2001, soit un ajustement significatif (chart 3):



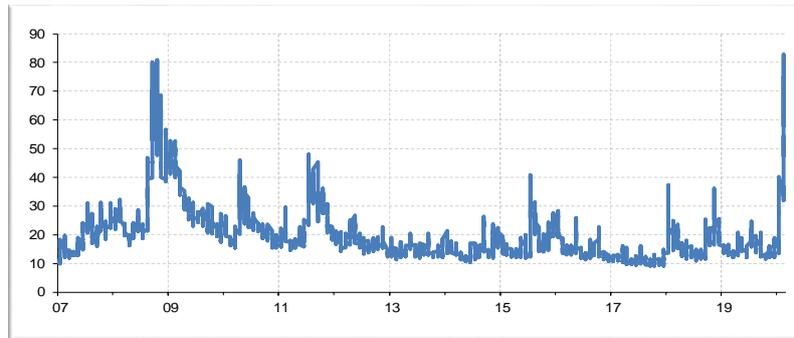
Graph 3: S&P500 (actions américaines) – PE de Shiller (PE ajusté du cycle et de l'inflation) – sources: Seeyond, Bloomberg, données au 18 mars 2020.

- ➔ Si les indicateurs de valorisation ne donnent généralement pas de signaux optimaux d'achat ou de vente pour la gestion de portefeuille au jour-le-jour, ***ils s'avèrent cependant très utiles en période de panique pour évaluer les possibles points de retour sur les actifs risqués; et parmi l'ensemble des indicateurs de valorisation, le PE de Shiller est le plus performant*** ; nous le suivrons donc de près au cours des prochaines semaines.

4- Marchés actions & Volatilité

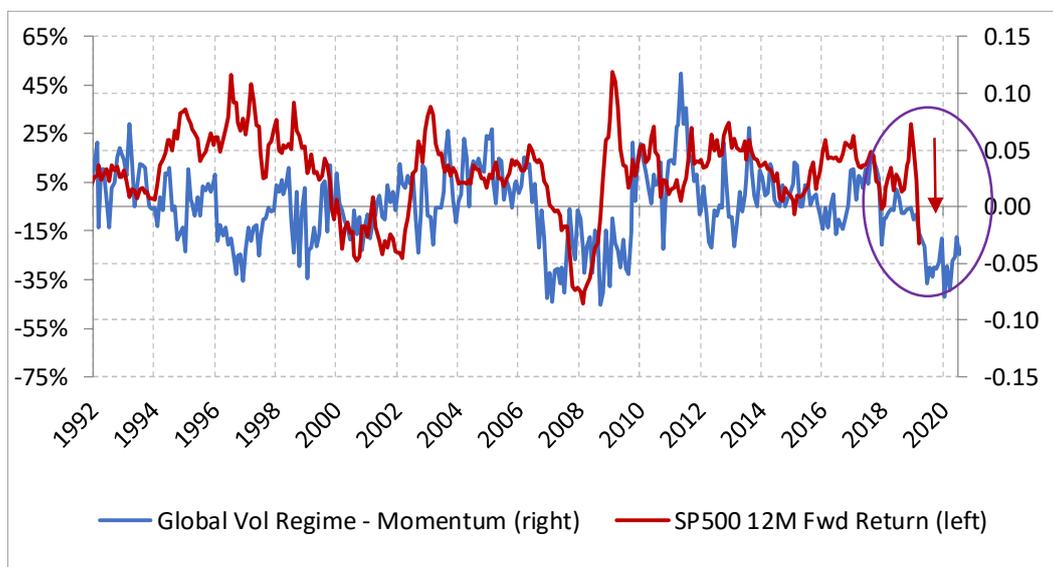


Etant donné la nature de la crise sanitaire (limitée dans le temps) et de la récession globale sous-jacente (violente mais de courte durée), ***le pic de volatilité actuel est clairement le fruit d'une panique généralisée et de comportements irrationnels***, à l'inverse des motivations économiques rationnelles liées aux précédentes crises majeures (Graph 4). ***Nous estimons que ce pic est temporaire, et nous préparons à un retournement prochain des niveaux de volatilité implicite et réalisée.***



Grphe 4: Volatilité implicite - source: Bloomberg, Seeyond, données au 16 mars 2020

Les actions américaines ont subi une forte correction, et ont effacé les excès de janvier et de février 2020; elles restent cependant toujours survalorisées au regard de l'environnement global de risque que nous avons estimé début 2020 pour l'année à venir (graphe 5) – sans même prendre en compte la crise sanitaire qui allait frapper l'Europe et l'Amérique.



Grphe 5: Performance attendue des actions US sur les 12 prochains mois & Régime de Volatilité Attendu (modèles propriétaires) – sources: Seeyond, Bloomberg, données à fin décembre 2019 pour les estimations de Régimes de Volatilité pour les 12 prochains mois et considérant les points bas du 18 mars 2020 pour les actions US

→ Une baisse additionnelle de 10% depuis les points bas locaux (soit un niveau de 2100 sur le S&P500) est fortement probable et pourrait offrir des points d'entrée plus en phase avec les dynamiques de risque actuelles.

5- Liquidité des marchés

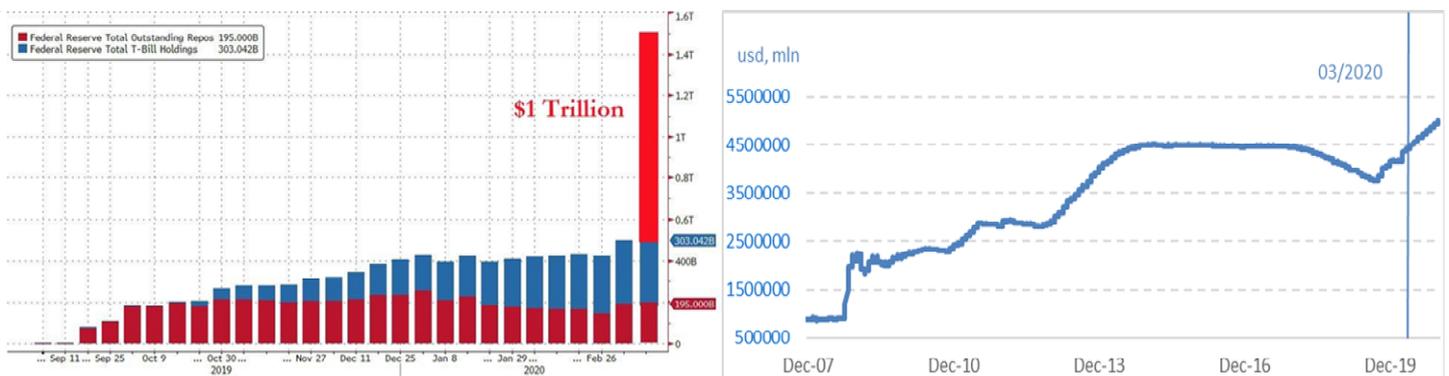
Réservé à des investisseurs professionnels au sens de la MIF



La Fed de New York a récemment surpris les marchés en utilisant son plus gros « bazooka » depuis la chute de Lehman Brothers, et en annonçant jusqu'à \$3 trillions de repos (s'ils sont tous alloués) d'ici fin mars: \$1 trillion en repos 3-mois sur 2 jours, et \$500 milliards additionnels de repos 1-mois sur une base hebdomadaire.

En outre, la Fed a annoncé une série de mesures d'urgence: une baisse des taux de 100bps pour atteindre zéro; un nouveau QE portant sur \$500 milliards de Treasuries et \$200 milliards de MBS; et enfin, un plan d'action coordonné avec la BCE, la BoE, la BoJ, la BoC et la BNS pour renforcer les conditions de liquidités au moyen d'accords de swap sur le Dollar US (graphe 6).

Contrairement à 2008, les principales banques centrales ont vite pris la mesure de la situation et ont été très réactives.



Grphe 6: Opérations de repo de la Fed de NYC au 12 mars 2020 (à gauche) & bilan de la Fed et prévisions à fin 2020 (à droite) – sources: Seeyond, Bloomberg, Zero Hedge

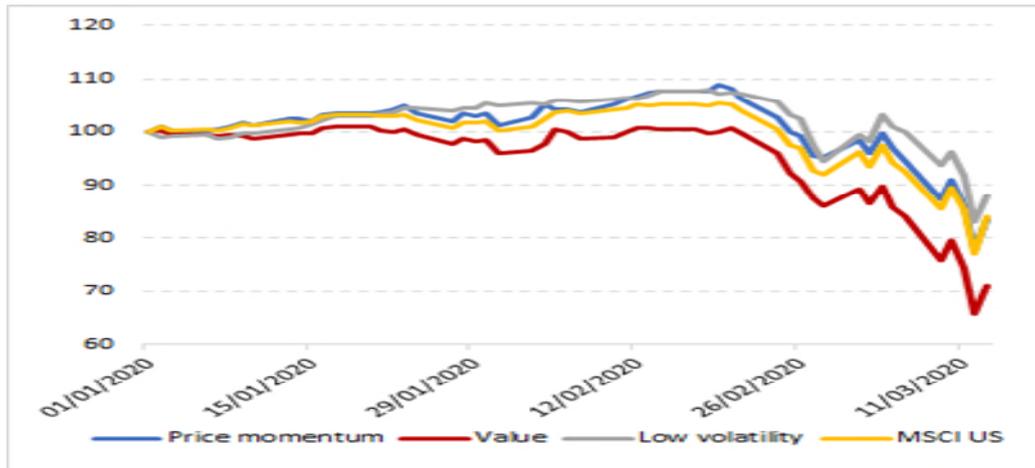
➔ **Cette nouvelle vague de mesures monétaires considérables devrait empêcher une crise de liquidité à court terme et contribuer à un rebond marqué des actifs risqués lorsque cet épisode de volatilité touchera à sa fin.** Ces mesures ne suffiront cependant pas à stopper le mouvement de correction à elles seules, car le risque sanitaire reste prépondérant.

Elles devraient toutefois permettre, d'une part, d'éviter une crise systémique de liquidité, et d'autre part, d'enrayer la baisse de confiance des investisseurs envers les taux US, ce qui est très positif en soi.

6- Analyse factorielle des marché actions



L'analyse des dynamiques factorielles sur les marchés d'actions (*Momentum, Low Volatility, Value*) depuis le début de la crise révèle qu'après plusieurs séances de comportement erratique des marchés (capitulation généralisée sans discrimination sectorielle ou au sein des facteurs de risque), les toutes dernières séances boursières se sont révélées plus constructives. Prenons l'exemple du marché US (graphe 7):



Graph 7: Performance des facteurs de risques aux US depuis début 2020 – source: Seeyond, Bloomberg, Factset, données au 13 mars 2020

- ➔ Après une période de forte surperformance, **les facteurs Low Volatility et Momentum convergent désormais vers l'indice: un symbole de la volonté des investisseurs d'augmenter progressivement la part de risque dans leurs portefeuilles.**

Conclusion

- ➔ Les investisseurs ne devraient pas se méprendre : la crise actuelle est une crise sanitaire et non une crise financière. **La Fed et les principales banques centrales mondiales ont rapidement pris conscience de la gravité de la situation et ont fait preuve, de façon coordonnée, d'une grande réactivité. Elles ont déjà acté un ensemble de mesures d'ampleur historique visant à empêcher une crise systémique majeure, laissant présager un rebond conséquent sur les marchés lorsque la crise du Covid-19 touchera à sa fin.**
- ➔ La propagation du Covid-19 aux Etats-Unis au cours des prochaines semaines pourrait pousser la volatilité vers de nouveaux sommets et les actions vers de nouveaux points bas, **mais les marchés d'actions ont déjà considérablement chuté et deviennent progressivement attractifs dans une perspective de long terme.**
- ➔ Une correction supplémentaire de 10% depuis les points bas locaux est fortement probable; en revanche, **la liquidité aura un effet multiplicateur positif sur les actions lorsque les craintes d'un choc systémique s'estomperont**, même dans le cadre d'un rebond macroéconomique en "U" -et non en "V" comme initialement espéré.

Rédigé par Stéphanie Bigou, Global Macro Portfolio Manager chez Seeyond, 20 mars 2020, avec les contributions de Pierre Savarzeix, Simon Aninat & Juan Sebastian Caicedo, Portfolio Managers chez Seeyond, et Stéphane Alloiteau, Ingénieur en Recherche Quantitative chez Seeyond.



Cet article a été fourni à des fins d'information uniquement pour les clients professionnels tels que définis dans la directive MiFID. Il ne doit pas être utilisé pour les investisseurs de type réseau. La fourniture de ce document ou la référence à des secteurs ou marchés spécifiques dans cet article ne constitue pas un conseil en investissement ni une recommandation ou une offre d'achat ou de vente de titres. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs, les risques et les frais d'investissement de tout investissement avant d'investir. Les opinions exprimées dans cet article à la date indiquée sont sujettes à changement et rien ne garantit que des développements se produiront comme prévu dans cet article.

A propos de Seeyond

Spécialiste de la gestion quantitative active de Natixis Investment Managers, Seeyond propose une gamme complète de stratégies d'investissement visant à offrir une rémunération optimale du risque, et ce sur trois domaines d'expertise : gestion actions, gestion multi-classes d'actifs et gestion volatilité & overlay. Seeyond regroupe 25 spécialistes de la gestion d'actifs disposant d'une longue expérience des marchés financiers et gère environ 9.7 milliards d'euros d'encours.

Source : Seeyond au 31/12/2019

> pour plus d'informations: www.seeyond-am.com

Natixis Investment Manager International

43 Avenue Pierre Mendès-France – CS 41432

75 648 Paris Cedex 13 – France – Tel. +33 1 58 19 09 70/ +33 1 58 19 09 80

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €

Agrément AMF n° GP 90-009

RCS Paris n° 329 450 738

SEEYOND

43 Avenue Pierre Mendès-France – CS 81436

75 648 Paris Cedex 13 – France – Tel. +33 1 58 19 09 80

Société anonyme au capital de 4 963 183 €

Agrément AMF n° GP 17000034

RCS Paris n° 525 192 720

Réservé à des investisseurs professionnels au sens de la MIF



Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Seeyond.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Seeyond à partir de sources qu'elle estime fiables. Seeyond se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Seeyond. Seeyond ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Conformément aux conventions signées par la France, Seeyond exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Mentions légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir



des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations. La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.