



## Economie / Stratégie

*Il y aura un « après coronavirus »*

**François Duhén**  
*Chef Economiste & Stratégiste*  
(+33 1 53 48 81 02)  
francois.duhén@cic.fr

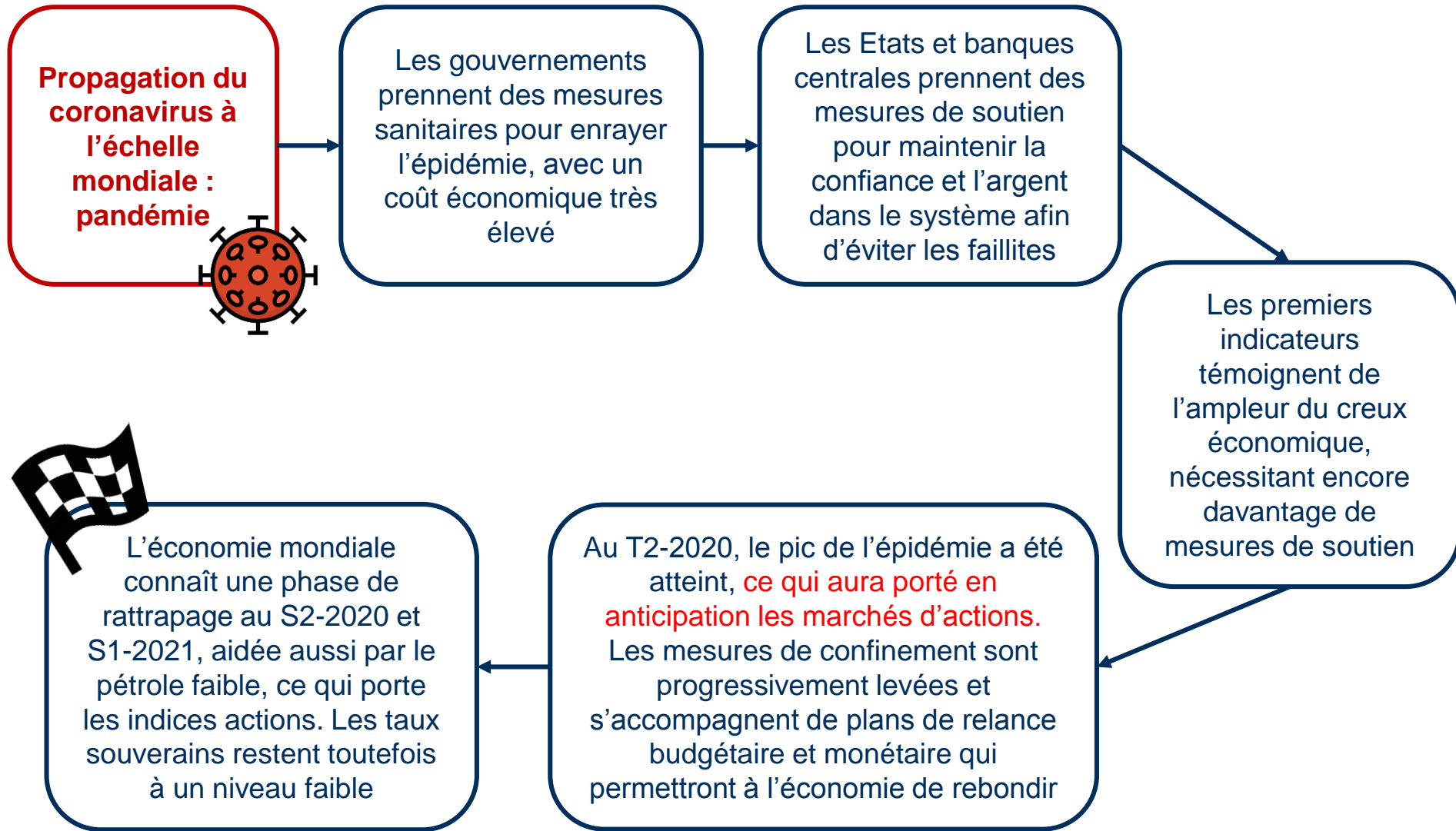


# Messages clés

- L'aggravation de l'épidémie, avec sa diffusion à l'ensemble de la planète, signifie que son effet sur la croissance provoquera une récession au 1<sup>er</sup> semestre. L'enjeu pour les autorités des pays est de s'assurer qu'une amélioration sanitaire est envisageable ces prochaines semaines pour permettre un début de rebond conjoncturel d'ici la fin du T2-2020
- Les plans de relance budgétaire votés ou à l'étude, ainsi que les décisions récentes et très volontaristes des banques centrales doivent permettre de financer la lutte contre l'épidémie et de préserver les entreprises et les ménages pour ne pas compromettre définitivement le rebond de croissance espéré
- La hausse importante des déficits budgétaires attendue alimente un rebond des taux souverains mais les banques centrales interviendront pour l'enrayer
- **Seul le constat de l'amélioration sanitaire dans un pays développé, soit un début de réduction du nombre de nouveaux cas quotidiens, permettra une vraie dissipation de l'aversion au risque. Elle débouchera à la fois sur une hausse des indices boursiers et une baisse des taux du fait du retour des fonds placés en cash**
- D'ici là :
  - > Les taux souverains arrêteront de progresser au fur et à mesure que les banquiers centraux renforcent leurs programmes d'achat, à l'instar de la BCE. Les taux périphériques et *corporate* resteront donc sous pression et seule une amélioration du contexte économique permettra un retour à des *spreads* durablement plus faibles
  - > Les valeurs « refuges » continueront d'évoluer dans le même sens que les actifs risqués du fait de la nécessité de couvrir les pertes, à l'exception du franc suisse
  - > La probabilité de baisse des marchés d'actions à court terme reste élevée, mais les cours devraient finir plus élevés qu'aujourd'hui à fin 2020

# Scénario économique et impact sur les actifs

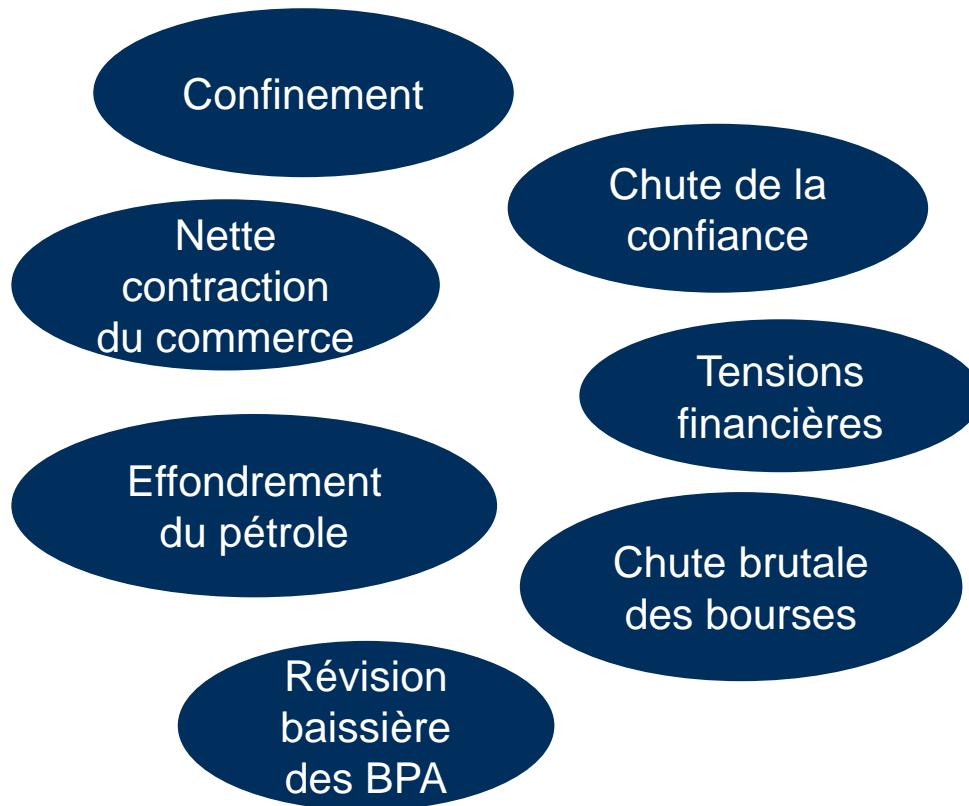
## Notre schéma de sortie de crise



# Scénario d'une fin de cycle

## *Pourquoi la question se pose ?*

### Constat



### Nos attentes

Amélioration sanitaire d'ici l'été

Soutiens budgétaires et monétaires additionnels

Préservation des ménages par les gouvernements

Pétrole structurellement plus faible

Un commerce mondial durablement abîmé

Révision baissière des résultats

⇒ **Ceci nous paraît trop pessimiste. Les Etats et les banques centrales prendront les mesures pour éviter les faillites rendant possible un rebond de l'activité au S2-2020**

# Clés d'arbitrage

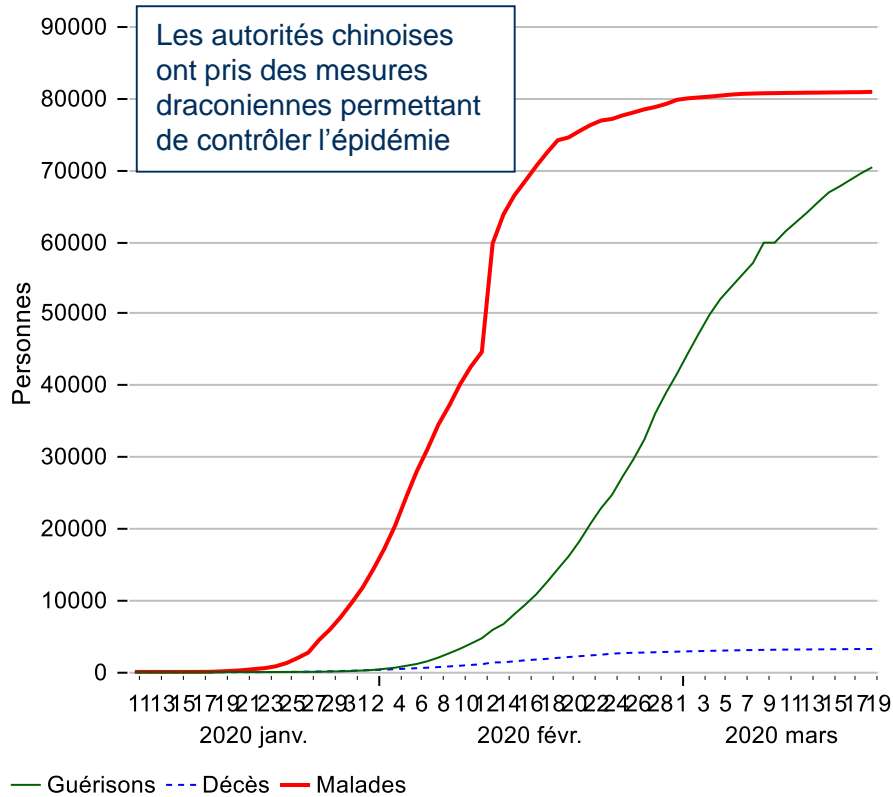
## *Nos réponses*

La **situation sanitaire**  
est-elle hors de  
contrôle ?

# Coronavirus dans le monde

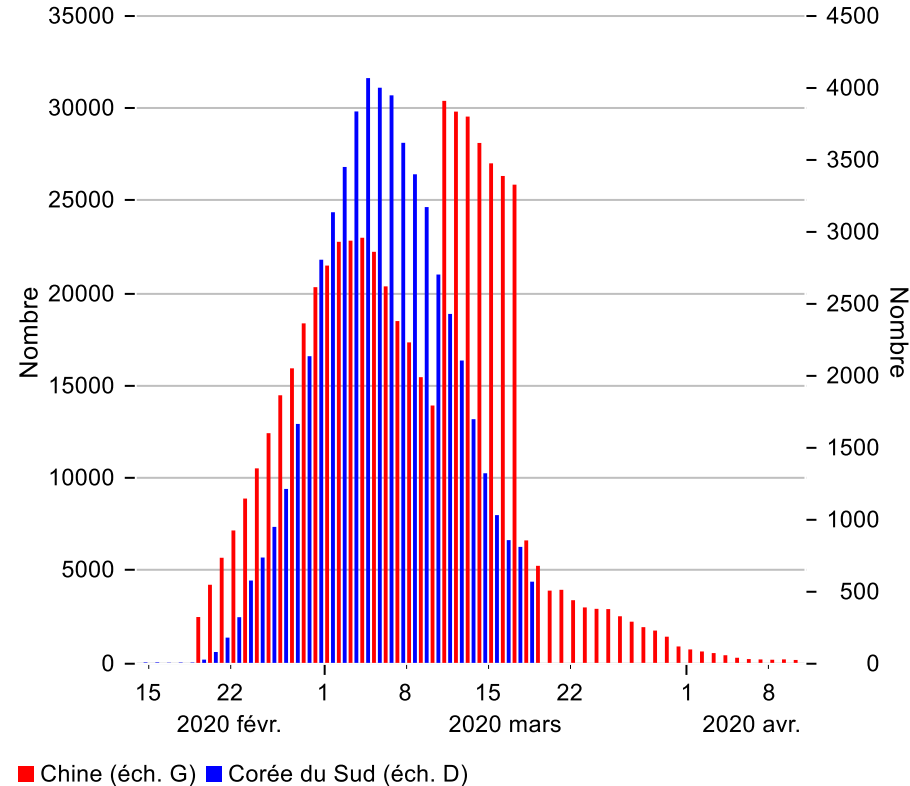
## La Chine a montré la voie, la Corée du Sud suit

Chine : évolution du nombre de cas, des décès et des guérisons



Source : OMS, Agence de santé chinoise, CIC Market Solutions

Evolution du nombre de contaminations en Corée du Sud comparée à la Chine

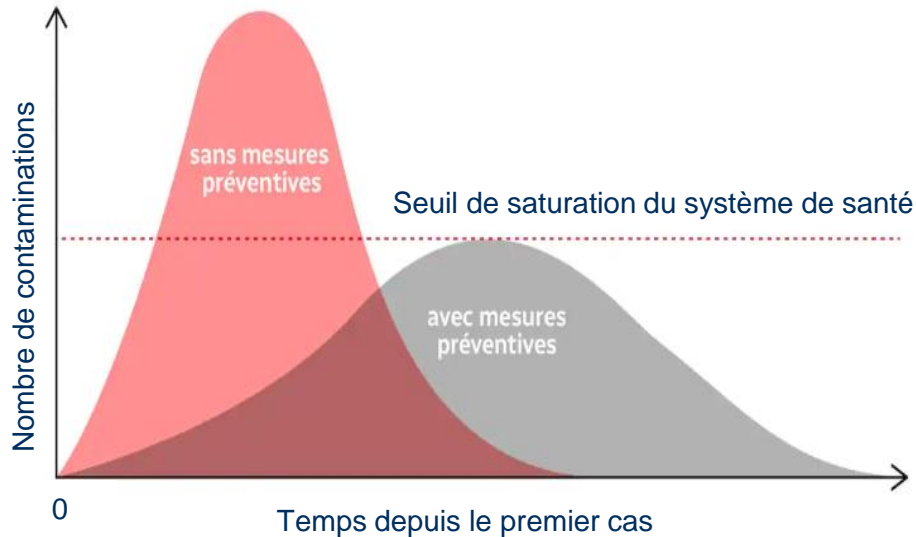


⇒ **Alors que le stade de pandémie a été atteint, beaucoup de pays ont suivi la Chine et mis en place des mesures de confinement drastiques, ce qui devrait permettre de tabler sur un enrayment dans le courant du T2-2020**

# Comment gérer l'épidémie ?

## Différentes stratégies selon l'ampleur de la diffusion

Zone euro : évolution du nombre de cas par jour



Source : OMS, Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **Les réactions rapides semblent les plus efficaces dans la lutte contre l'épidémie, ce qui permet notamment de ne pas saturer le système de santé et de limiter le nombre de décès. Plus les décisions sont prises avec retard, plus le coût humain et économique sera élevé**

### Stratégie 1 : freiner l'introduction sur le territoire

Restrictions d'entrée et mise en quarantaine  
→ Taiwan

### Stratégie 2 : freiner la propagation sur le territoire

Confiner les zones touchées, auto-quarantaine, fermeture de certains lieux publics, test systématique, port du masque obligatoire  
→ Corée du Sud, Japon

### Stratégie 3 : gérer au mieux et atténuer les effets

Fermeture des lieux publics, interdiction de rassemblement, ou confinement total  
→ Chine, Europe, Etats-Unis, Iran avec retard, Royaume-Uni avec beaucoup de retard

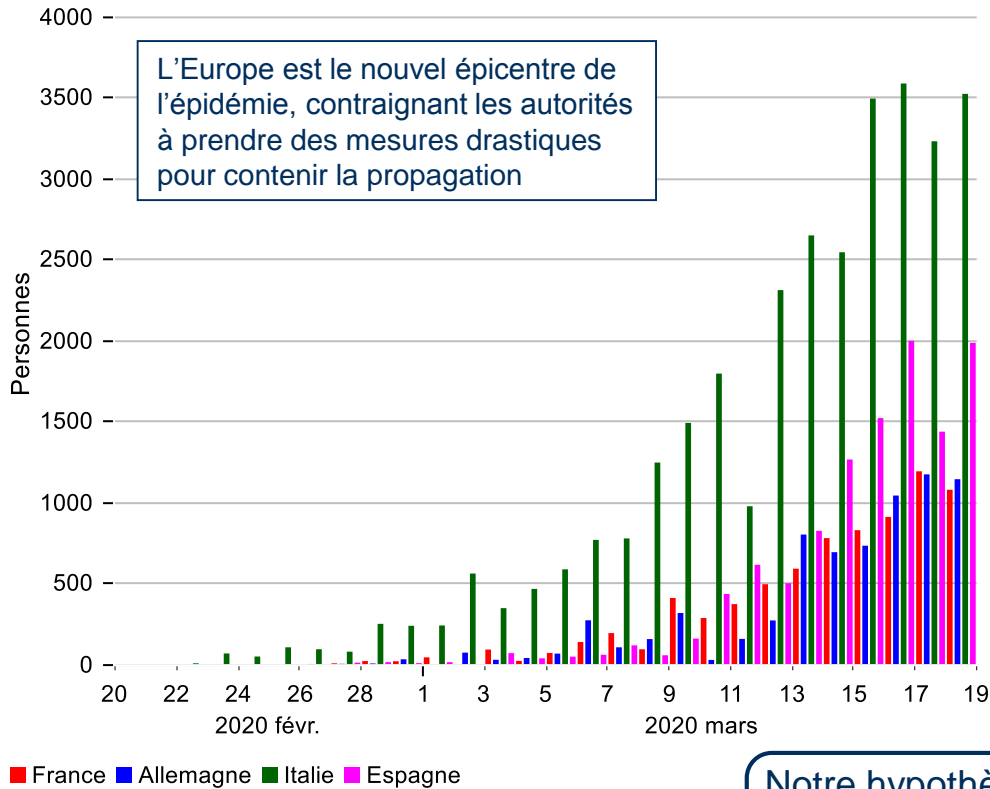
### Stratégie 4 : on vise l'immunité collective

On laisse circuler le virus afin que 40 à 70% de la population soit infectée  
→ Pays-Bas ?

# Coronavirus en Europe

## Le confinement total pour enrayer l'épidémie

Zone euro : évolution du nombre de cas par jour



Source : OMS, Macrobond, CIC Market Solutions

Notre hypothèse :  
**6 semaines** de confinement

## L'enjeu du confinement

### Contamination

Période d'incubation  
2 à 14 jours maximum

Premiers symptômes

Période de contagiosité  
14 jours voire plus

Guérison ?

J1

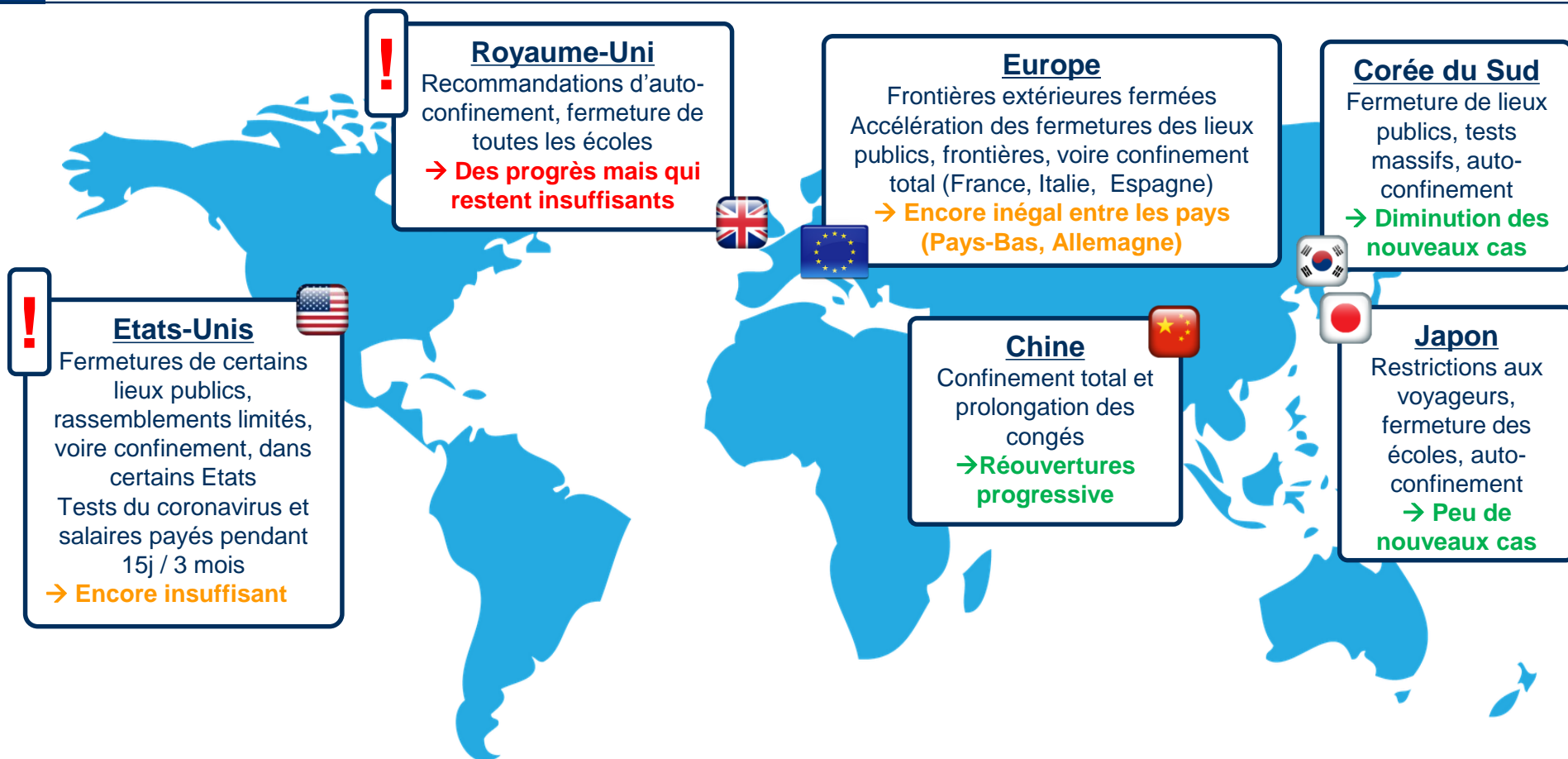
J+14

J+28

⇒ **Comme l'a montré la Chine, le confinement total est un bon outil afin de réduire le pic de l'épidémie, la charge pour les hôpitaux, et ainsi permettre à l'activité de repartir**

# Coronavirus : réponse sanitaire des Etats

*Le risque sanitaire ne sera pas levé à court terme*



⇒ **Le risque sanitaire ne pourra être vraiment contenu qu'avec la mise en place de mesures de confinement drastiques. Le retard pris par certains pays ne fera que repousser la fin de l'épidémie et donc le rebond de l'activité à attendre**

# Clés d'arbitrage

## Nos réponses

La **situation sanitaire**  
est-elle hors de  
contrôle ?

Une **longue bataille**,  
mais peut encore être gagnée

Le coronavirus  
précipitera-t-il une **fin**  
**de cycle** ?

# Croissance en Chine

## Qu'apprend-on des données chinoises du début d'année

Chine : production industrielle et ventes au détail janv-fév 2020 vs janv-fév 2019

### Production industrielle

**-13,5%**

Jusqu'à mi-janvier (3 semaines)

**+6%**

De mi-janv. À fin fév. (5 semaines)

**-20% / -30%**

### Ventes au détail

**-20,5%**

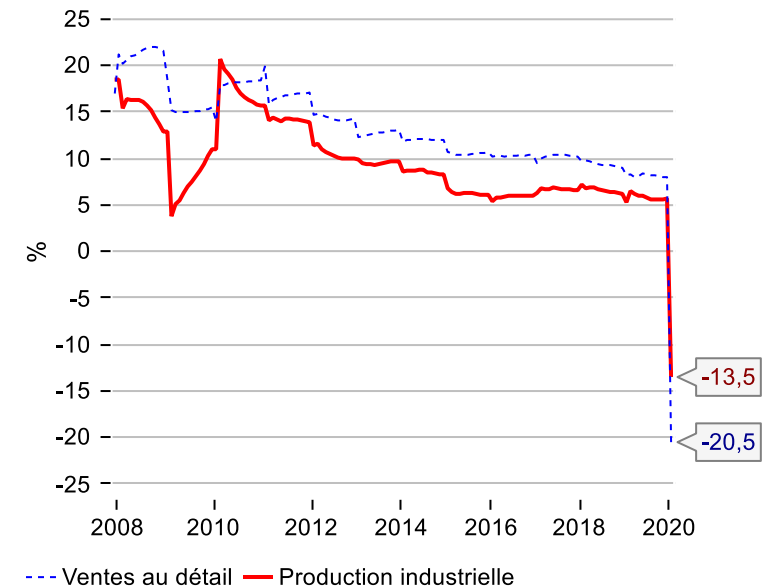
Jusqu'à mi-janvier (3 semaines)

**+8%**

De mi-janv. À fin fév. (5 semaines)

**-35% / -40%**

Chine : production industrielle et ventes au détail (g.a.)



Source : CIC Market Solutions, Macrobond

■ Le confinement chinois se rapproche de la situation européenne. Chaque mois de confinement équivaudra à une perte entre 35 et 40% de consommation des ménages (en g.a.)

⇒ **Un effondrement de la consommation est à attendre en mars et avril au sein des pays développés**

# Zone euro : impact sur la consommation

## Coup d'arrêt en mars et avril

Zone euro : composition des dépenses de consommation et impact du coronavirus pendant le pic de l'épidémie

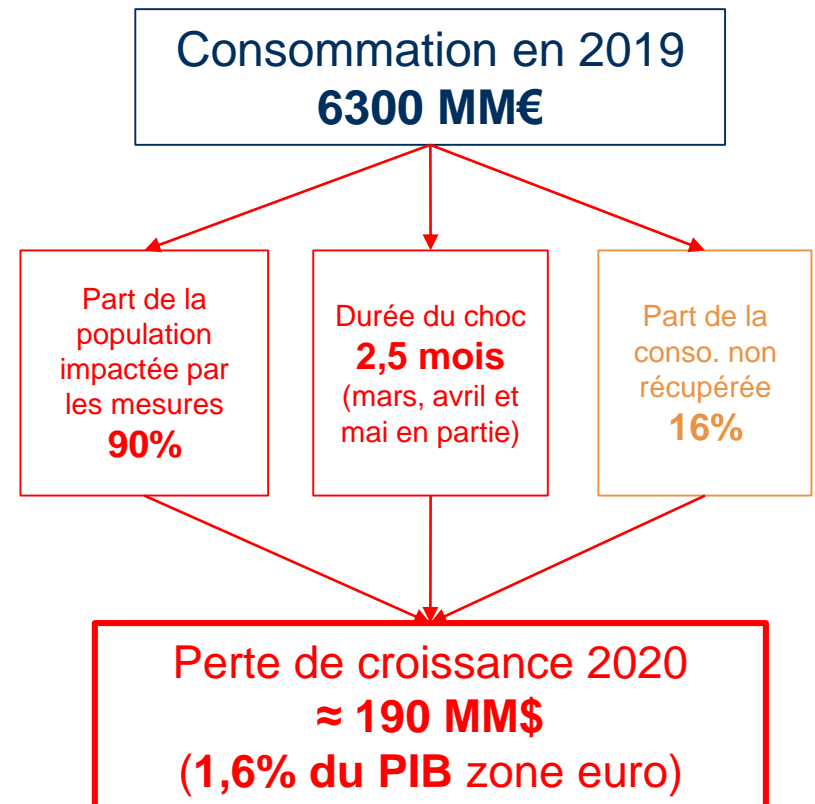
Composantes	Poids dans la consommation en 2019	effet coronavirus sur un mois	Consommation maintenue en mars-avril
Alimentation et boissons	19%	110%	21%
Habillement	6%	15%	1%
Dépenses courantes de logement	16%	100%	16%
Biens d'équip. du logement	6%	15%	1%
Santé	5%	150%	7%
Transport	16%	20%	3%
Communication	3%	100%	3%
Loisirs	9%	0%	0%
Education	1%	25%	0%
Restaurants et hotels	10%	0%	0%
Autres	10%	50%	5%
	100%		57%

Source : CIC Market Solutions, Macrobond

- A court terme, le choc de consommation pourrait coûter jusqu'à 4,5% de croissance et une partie non négligeable ne sera pas rattrapée

⇒ **Le secteur des services sera particulièrement pénalisé et l'impact jusqu'à la fin du 2<sup>ème</sup> trimestre sera très élevé en zone euro. Un rebond interviendra ensuite**

Zone euro : perte de croissance définitive via la consommation à cause du coronavirus



# Cycle économique et réponse des autorités

*Elles maintiennent en vie l'économie*

## Gouvernements

Extension du **chômage partiel**

Mesures spécifiques au  
**pouvoir d'achat**

**Garanties** publiques sur les  
crédits

**Baisses des charges**

**Lutte contre les faillites**



Eviter un choc  
de demande

## Banques centrales

**Accès à la liquidité** très bon  
marché pour les banques

**Achats massifs d'actifs**

**Taux directeurs**

**Prêts ciblés**

Accès aux devises

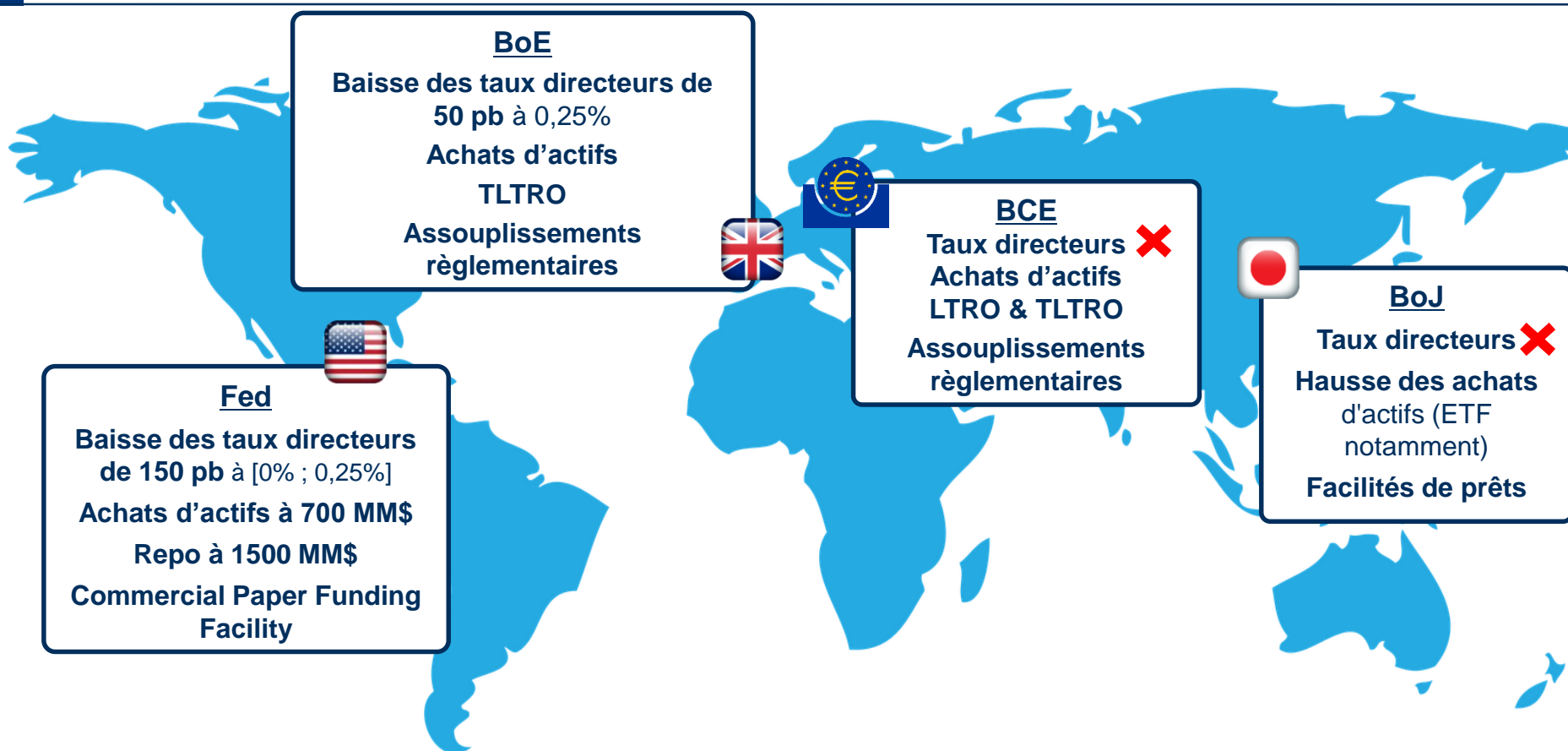


Assurer la solidité des  
marchés de  
financement

⇒ **Une réponse complémentaire plus que nécessaire et qui doit permettre de réduire les craintes de fin de cycle, le temps d'une amélioration sanitaire d'ici à cet été**

# Relance monétaire mondiale

## Outils conventionnels et non conventionnels activés



⇒ Les banques centrales arrivent au bout de leurs outils conventionnels. Elles renforceront leurs achats d'actifs pour celles qui ne l'ont pas encore fait autant que nécessaire. Malgré l'amélioration de la situation au S2-2020, elles resteront accommodantes et ne réduiront l'intensité de leur soutien que progressivement en 2021

# Clés d'arbitrage

## Nos réponses

La **situation sanitaire** est-elle hors de contrôle ?

Une **longue bataille**, mais peut encore être gagnée

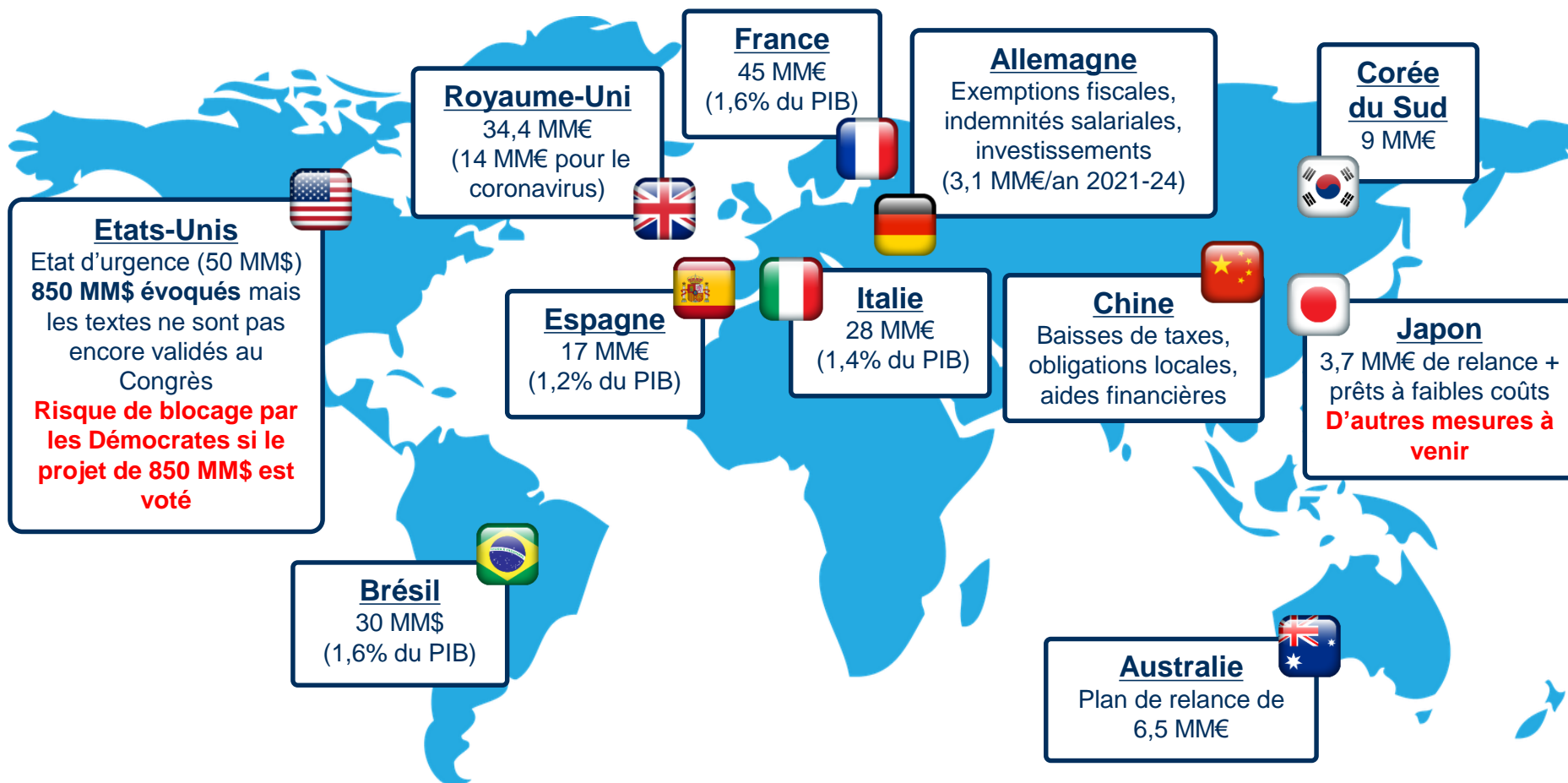
Le coronavirus précipitera-t-il une **fin de cycle** ?

Un **creux conjoncturel profond**, avant un rebond. Pour s'en assurer, des mesures fortes (banques centrales / Etats) qui doivent permettre de tenir jusqu'à ce que les contraintes sanitaires soient levées

Quelle peut être l'ampleur du **rebond économique** ?

# Urgence budgétaire dans le monde

## Les gouvernements à la rescousse

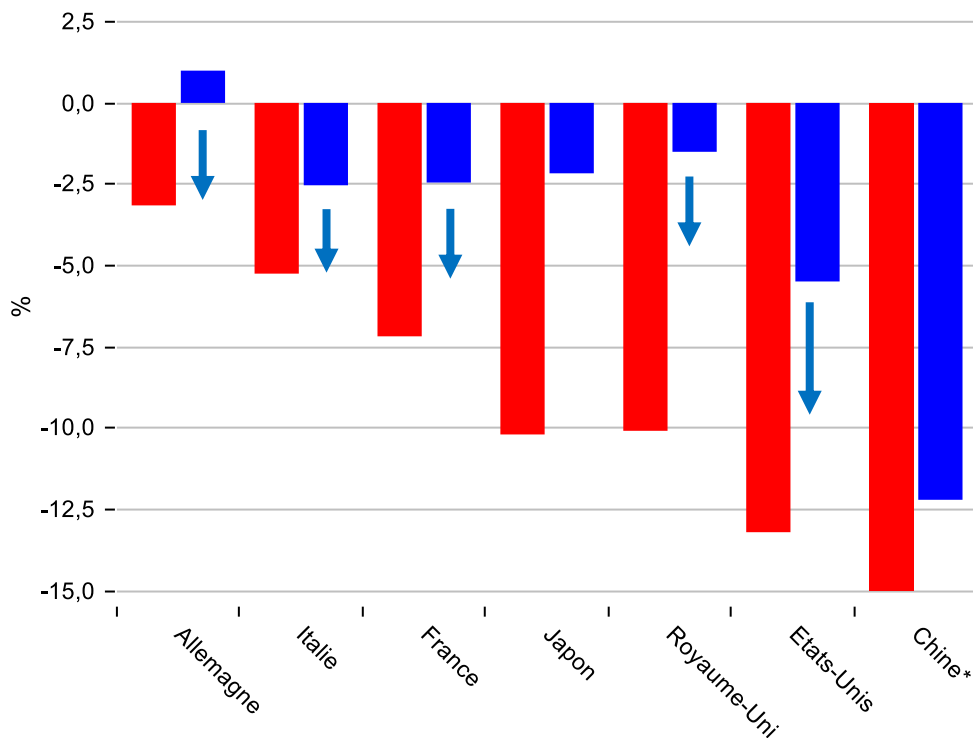


⇒ **Les gouvernements multiplient les mesures de relance budgétaire afin d'accompagner le soutien des banques centrales, mais le risque de déception auprès des investisseurs financiers persiste**

# Croissance et relance budgétaire

## Après le soutien de court terme, place à la relance

Monde : déficit public en % du PIB



■ 2009 ■ 2020

\* Chine : déficit « augmenté » incluant les collectivités et calculé par le FMI

Source : Macrobond, CIC Market Solutions

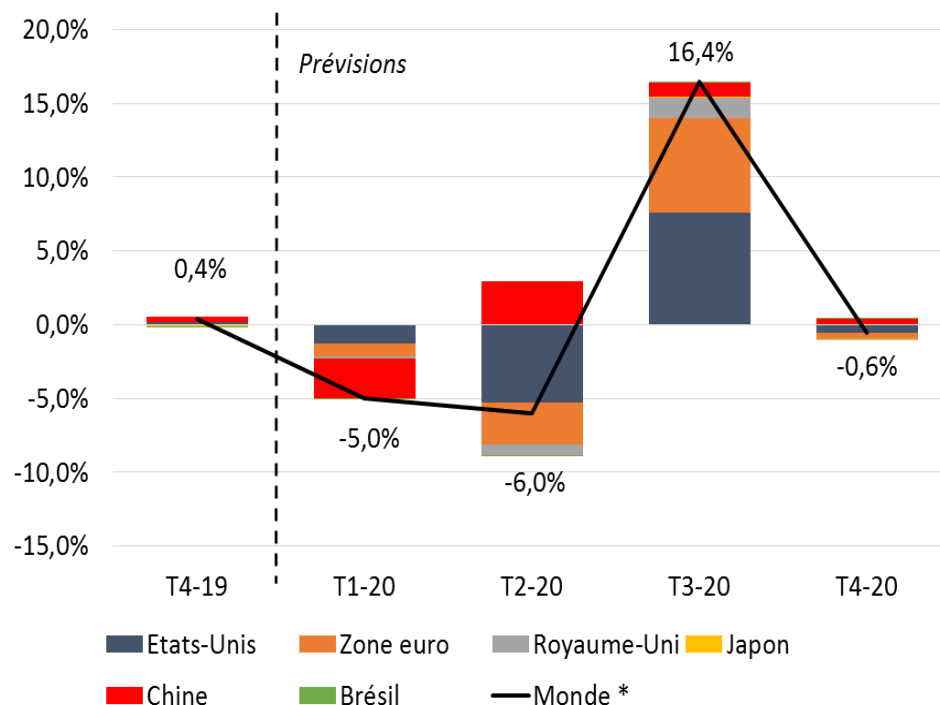
- L'ampleur du soutien de l'Etat ne s'arrêtera pas aux seules mesures d'urgence. Des mesures fiscales accompagneront le retour de la croissance sur son rythme de croisière. Ceci est déjà annoncé par exemple par le Président français
- Aux Etats-Unis, le contexte électoral limitera toutefois la capacité du Congrès de réaliser une réforme fiscale d'ampleur
- Nous retenons dans nos prévisions 2% de relance en Allemagne, 2% en France et environ 2,5% aux Etats-Unis

⇒ **Une augmentation des déficits publics et donc de la dette souveraine pendant plusieurs mois reste nécessaire pour s'assurer de rattraper une année 2020 perdue sur le plan de la croissance**

# Croissance mondiale en 2020

## Un avant et un après Coronavirus

Monde : scénario de croissance (glissement trimestriel, %)



\* PIB monde calculé à partir de la zone euro, les US, le UK, la Chine, le Brésil et le Japon (soit 68% du PIB mondial)

Source : Macrobond, CIC Market Solutions

### Facteurs opérants au S2-2020



Pétrole

Conditions financières

Maintien du pouvoir d'achat des ménages

Absence de guerre commerciale

Reprise du commerce et reconstitution des stocks



Perte définitive de croissance

Fragilités structurelles (dont commerce et industrie)

Faillites non évitées

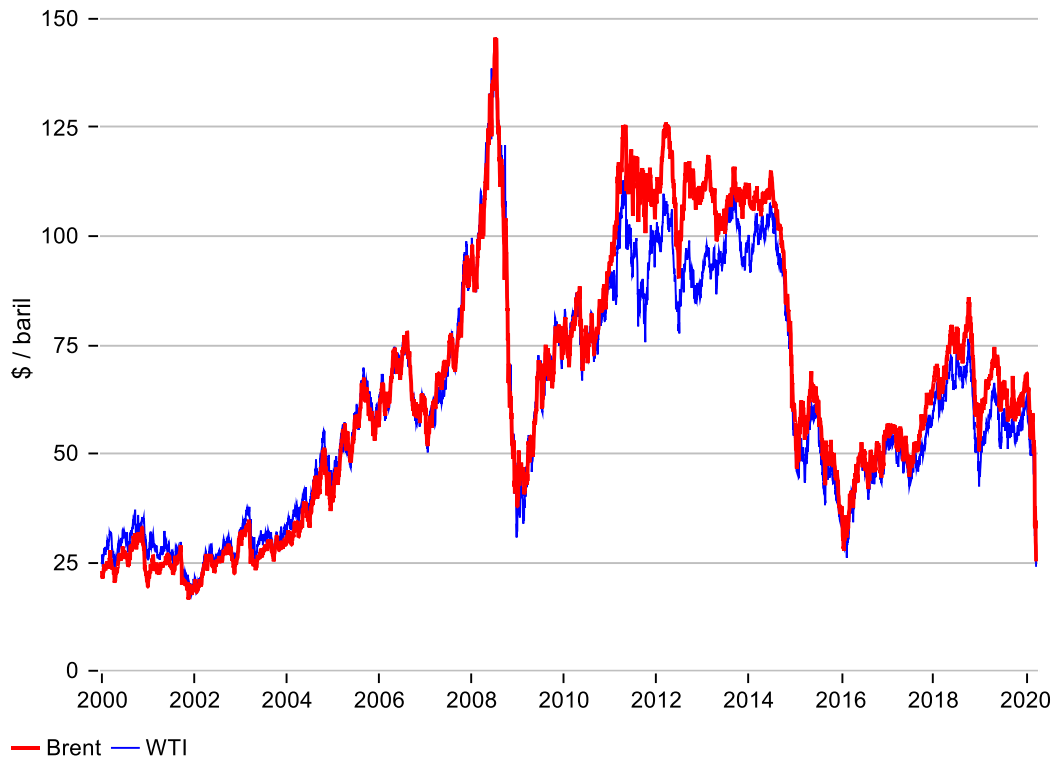
Dégradation durable de la confiance et hausse de l'épargne

⇒ **L'ampleur du choc au T1-2020, mais surtout au T2, sera majeur. Un rebond devrait s'opérer à mesure que les restrictions sont levées**

# Pétrole

## Des cours du brut particulièrement sous pression

Evolution du cours du Brent et du WTI depuis 2000



- Une chute brutale des cours, liée dans un premier temps à l'épidémie et aux craintes sur la demande, puis aggravée dans un second temps par la fin de l'accord OPEP+ (fin des coupes de production en place depuis fin 2016)

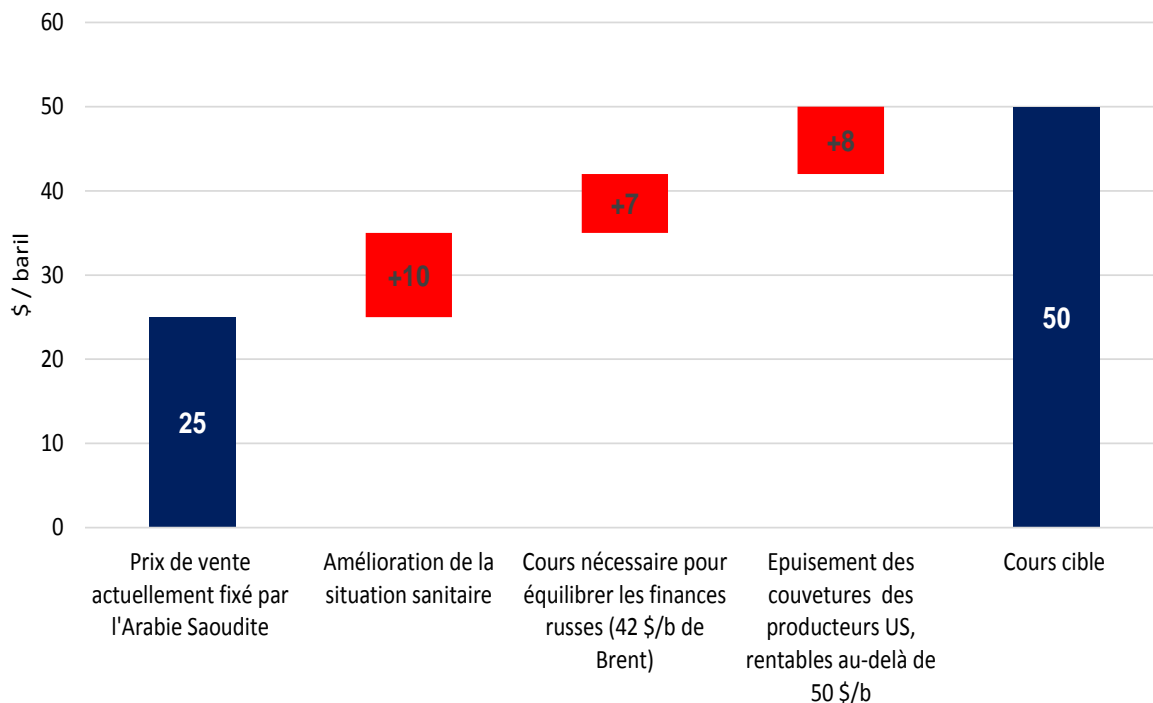
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **Un point d'appui est proche à présent, même si la capacité de remontée dépend fortement, au moins à court terme, aussi bien de l'enrayement de l'épidémie que de la capacité de l'OPEP et de la Russie à stopper la course aux volumes**

# Pétrole

## Décomposition de notre cours cible

Brent : impact des différents éléments sur notre cours cible



Source : CIC Market Solutions

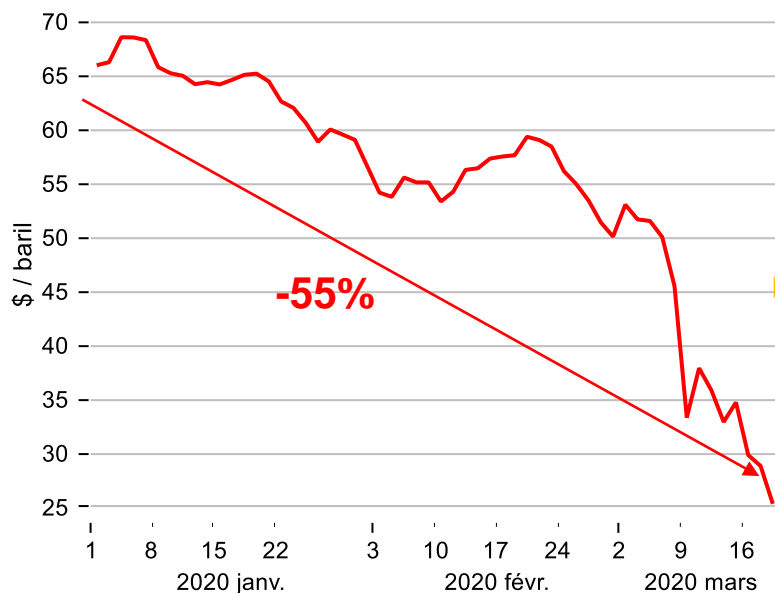
- La course aux volumes initiée par l'Arabie Saoudite et la Russie maintiendra les cours sous pression encore plusieurs mois, avant une remontée par étape :
  - > Un premier point d'appui avec le seuil permettant d'équilibrer les finances publiques russes (soit 42 \$/baril de Brent)
  - > Ensuite, une remontée progressive de la demande en lien avec l'enraiment de l'épidémie
  - > Sans oublier l'essoufflement à venir de la production américaine, le seuil de rentabilité de nombreux producteurs se situant autour de 50 \$/baril

⇒ Des niveaux de cours qui resteront fortement sous pression à court terme, avant une remontée progressive vers 50 \$/baril pour le Brent mais pas avant le T3-2020

# Pétrole et croissance mondiale

## *Un soutien bienvenu mais pas opérant avant le S2-2020*

Pétrole : évolution du Brent



Source : Macrobond, CIC Market Solutions



Dans le cas de l'UE, l'impact de -50% du prix du pétrole pourrait apporter +70 pb de croissance supplémentaire



L'impact serait d'abord négatif sur l'investissement puis positif sur la consommation, **soit un effet neutre dans la durée**



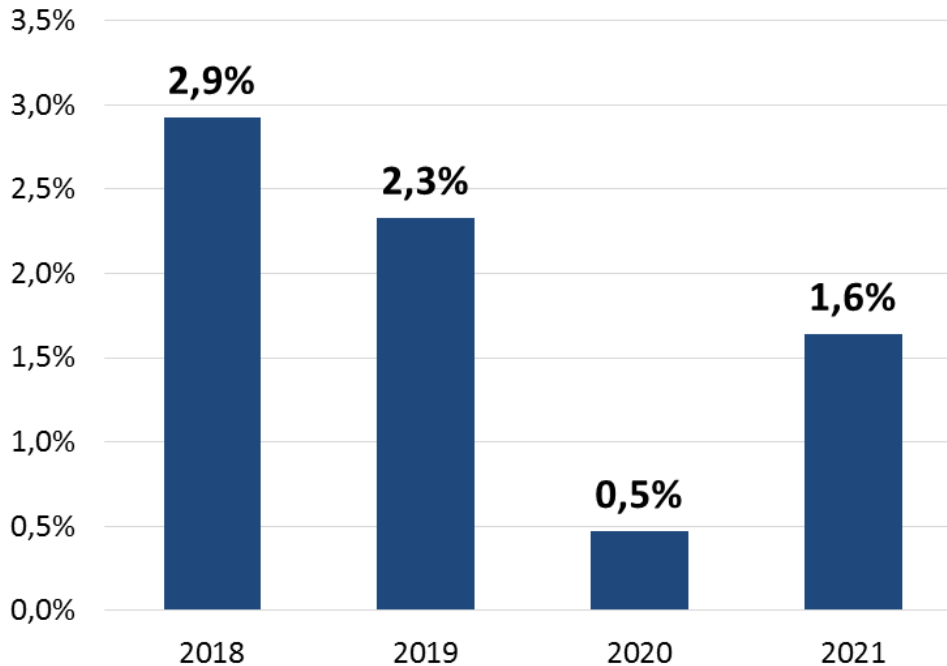
Une **dégradation des équilibres budgétaires** est à attendre, au moment où les Etats doivent dépenser

⇒ **Le pétrole se stabilisera à un niveau structurellement plus faible du fait de la fin de l'accord OPEP+ (50 \$ le baril vs 65 \$ auparavant), ce qui dans la durée sera favorable au pouvoir d'achat des ménages**

# Etats-Unis : scénario de croissance

## *L'Etat intervient pour éviter la récession*

Etats-Unis : croissance annuelle du PIB



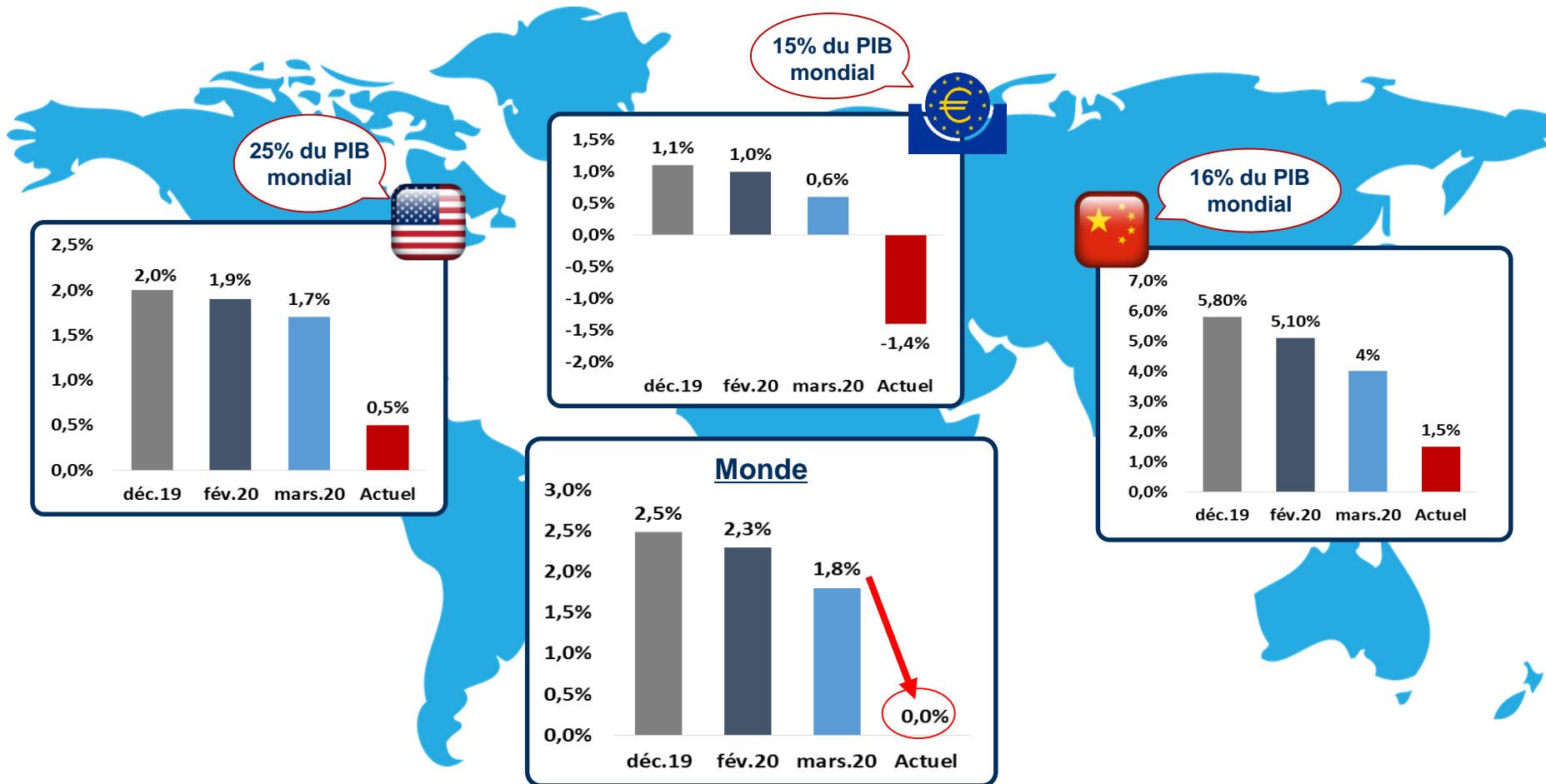
Source : CIC Market Solutions, Macrobond

- En février 2008, déjà en année électorale, G. Bush avait fait voter un « chèque » de 600\$ aux Américains, ce qui avait porté la consommation de manière temporaire, l'ampleur de la crise reprenant rapidement le pas
- La relance budgétaire américaine devrait être de l'ordre de 2,5% du PIB ciblant notamment les ménages mais également les entreprises
- Cette fois, sans hausse durable du chômage, sans effondrement de l'immobilier, les ménages pourront consommer encore plus dès cet été

⇒ **Les différentes mesures de l'Etat permettront d'assurer que le creux ne sera que temporaire et que le rebond sera important en 2<sup>nd</sup>e partie d'année**

# Révision du scénario

## Nouvelle révision d'ampleur, pour atteindre 0% en 2020

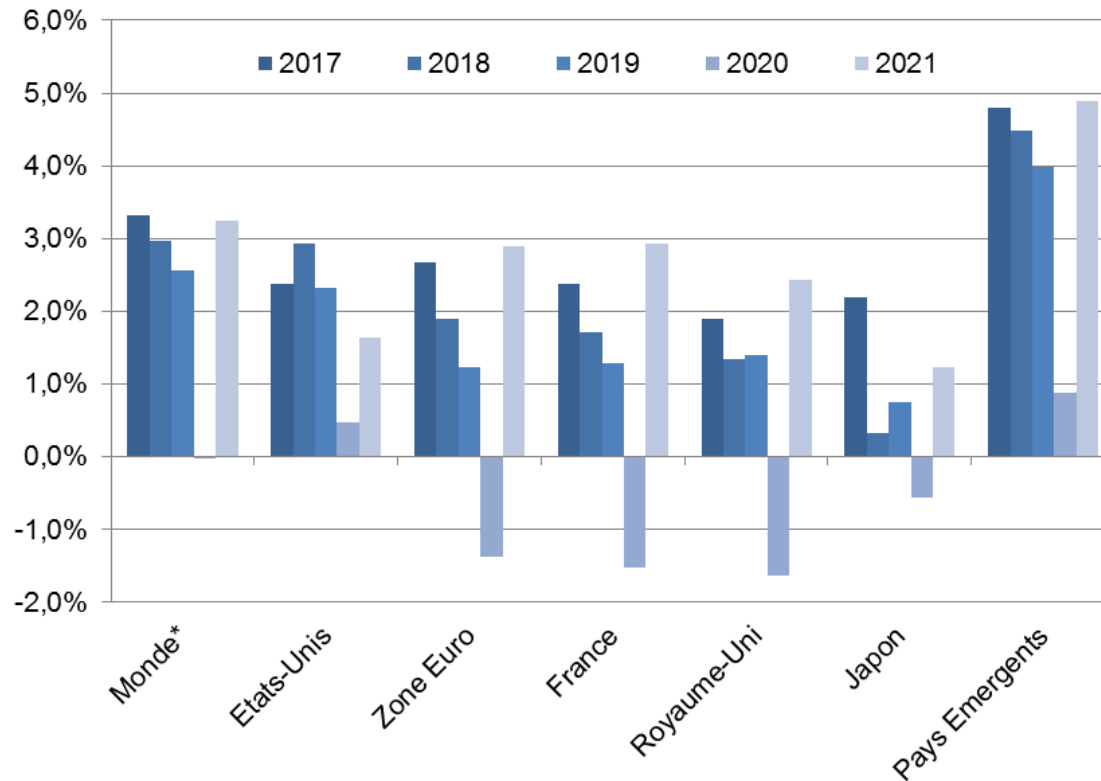


⇒ **Le creux conjoncturel est encore plus prononcé que ce que nous escomptions mais un rebond est toujours anticipé au S2-2020 (à partir de juin en glissement mensuel\*)**

# Croissance mondiale

## Le rebond de 2021 sera significatif

Monde : prévisions de croissance\* (en glissement annuel)



\* taux de croissance à taux de change courant

Source : Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **Un palier avait déjà été perdu en 2019. La croissance souffrira énormément en 2020 (0% en taux de change courant) avant un rebond marqué en 2021 (+3,3%)**

# Clés d'arbitrage

## Nos réponses

La **situation sanitaire** est-elle hors de contrôle ?

Une **longue bataille**, mais peut encore être gagnée

Le coronavirus précipitera-t-il une **fin de cycle** ?

Un **creux conjoncturel profond**, avant un rebond. Pour s'en assurer, des mesures fortes (banques centrales / Etats) qui doivent permettre de tenir jusqu'à ce que les contraintes sanitaires soient levées

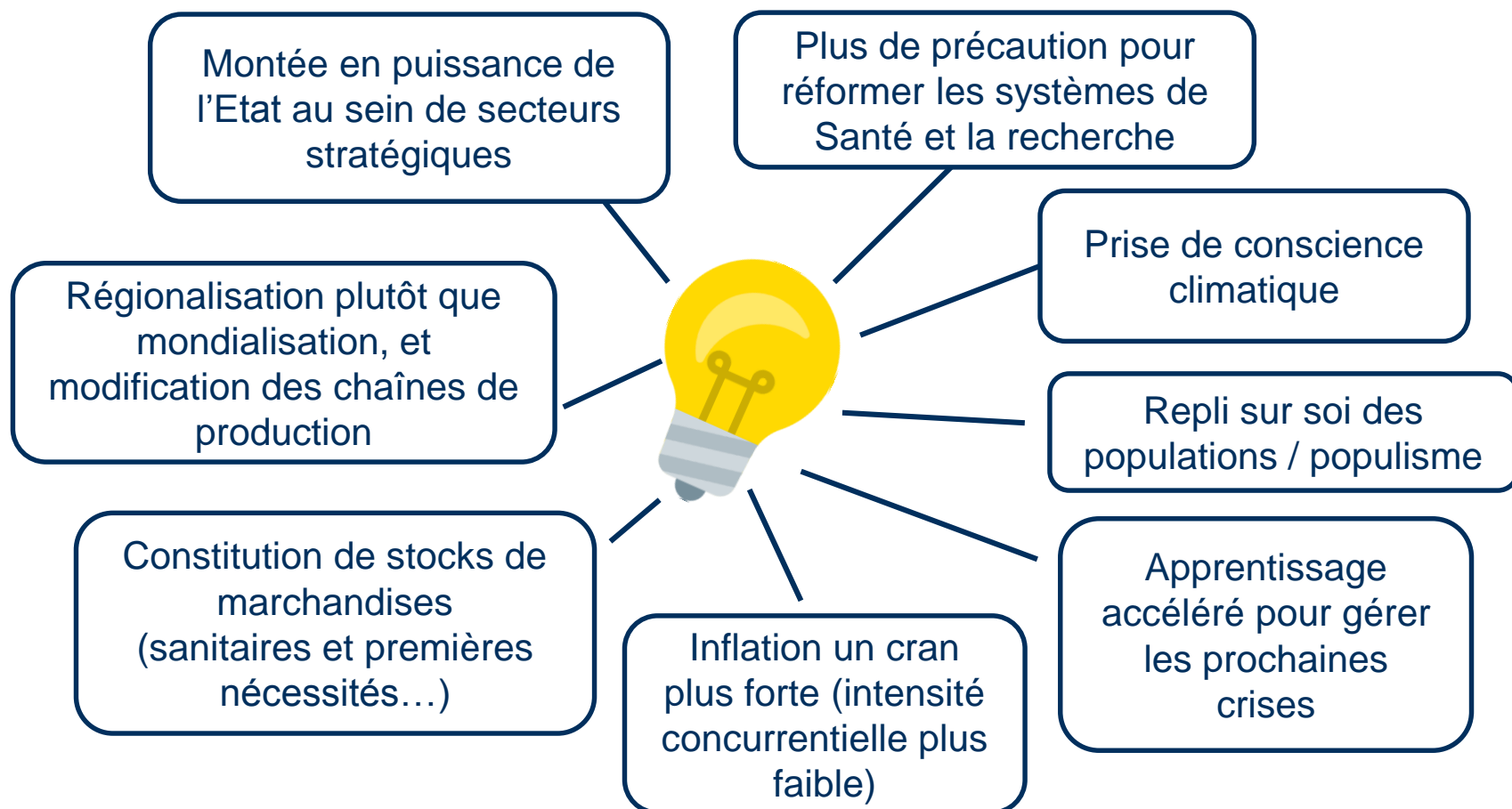
Quelle peut être l'ampleur du **rebond économique** ?

Les Etats prendront davantage de mesures pour accélérer le rebond

Vers une modification de l'équilibre offre/demande sur les **marché obligataires** ?

# Quel monde après le coronavirus ?

## Principaux enjeux de la gestion post-crise

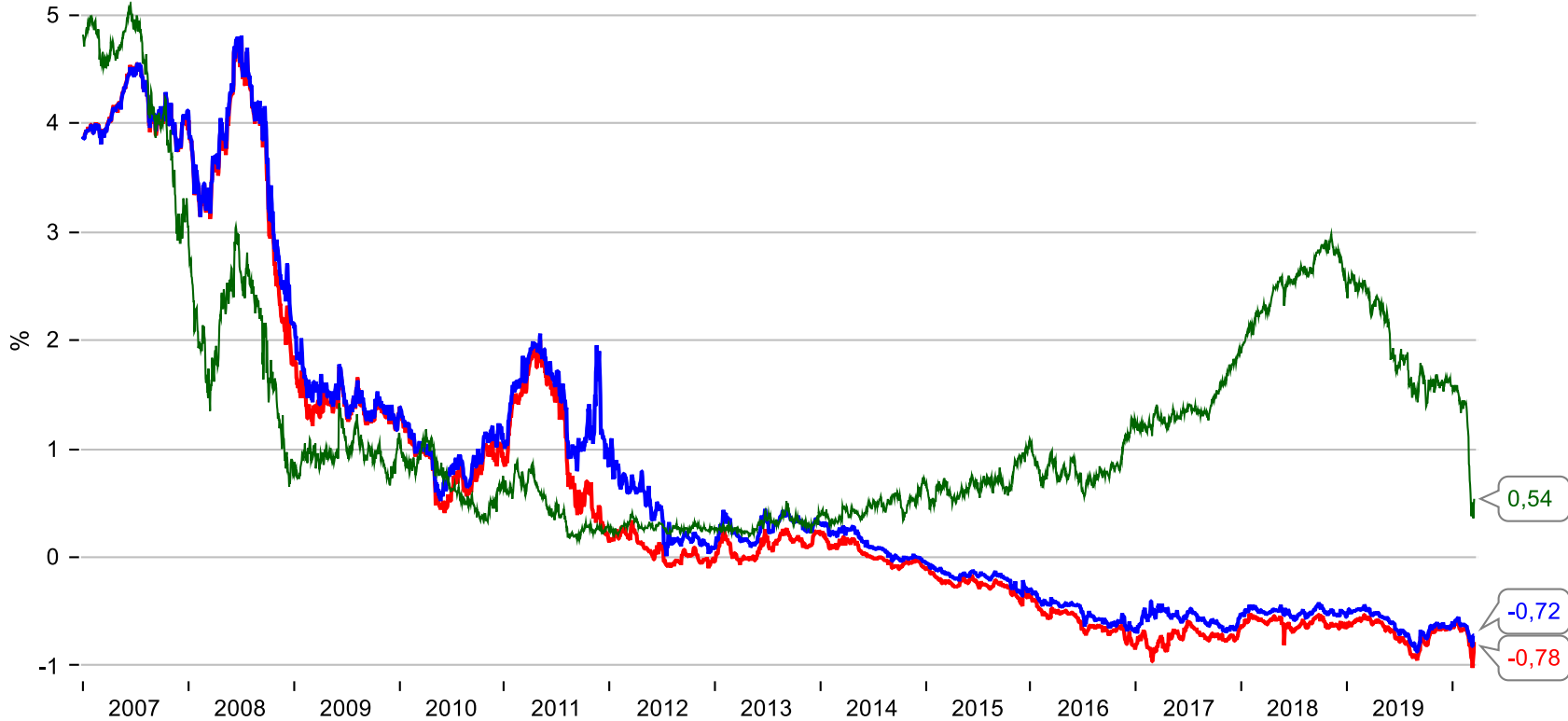


⇒ **La place de l'Etat doit être repensée dans le système économique, ce qui impliquera mécaniquement un interventionnisme plus fort et donc un impact sur les taux de croissance, mais aussi sur les taux souverains dans la durée**

# Taux souverains à 2 ans

## *Stabilisation sur des niveaux bien plus faibles*

Principaux taux souverains à 2 ans



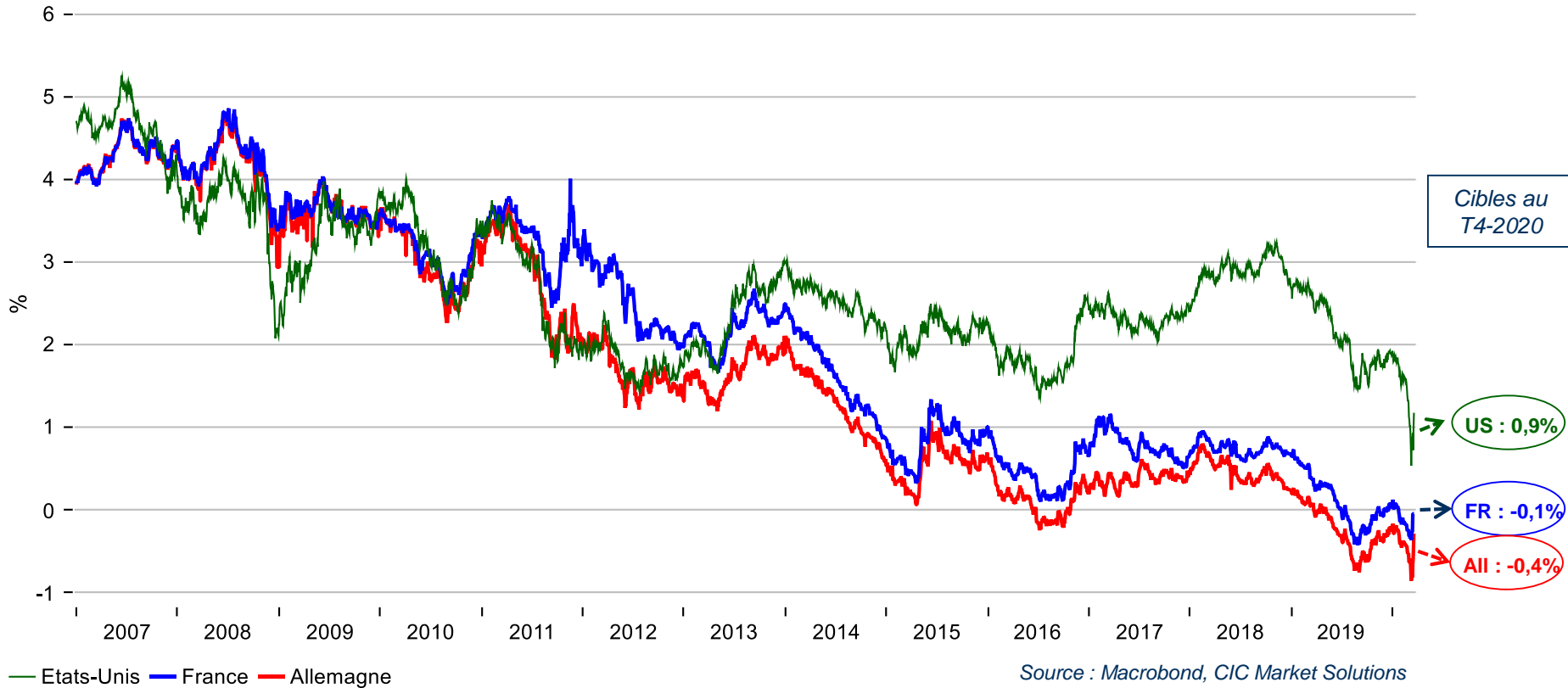
— Etats-Unis — France — Allemagne  
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **Taux courts** : les mesures des banques centrales ont fait plonger les taux courts, qui se sont stabilisés du fait de marges de manœuvre sur les taux directeurs très limitées dorénavant

# Taux souverains à 10 ans

## La BCE se place en face des déficits budgétaires

Principaux taux souverains à 10 ans

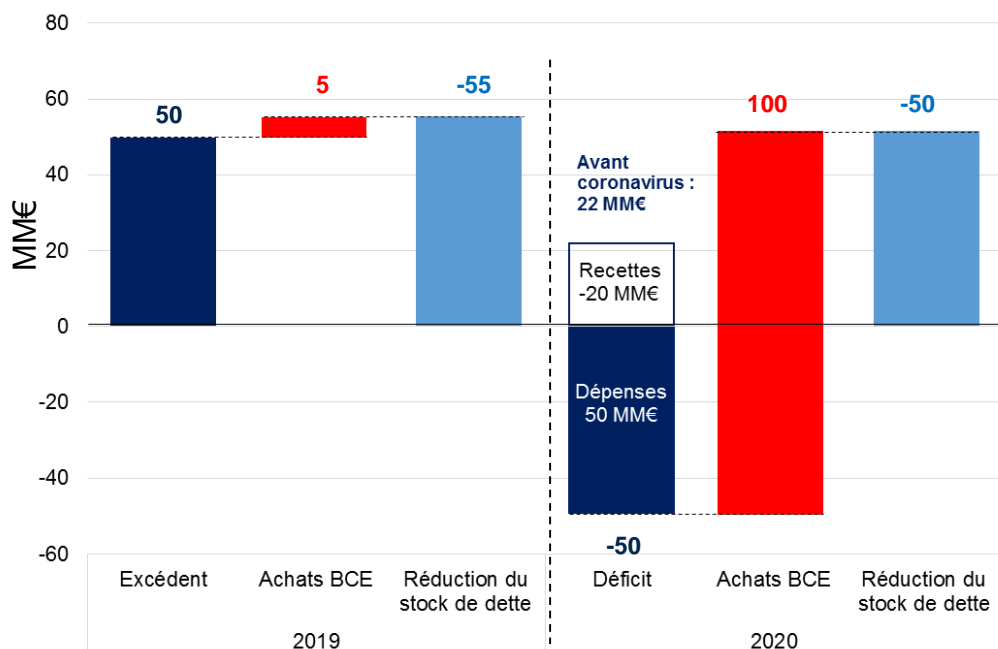


⇒ **Taux longs** : les taux arrêteront de progresser alors que la BCE a largement ajusté son programme d'achat, ce qui devrait occasionner une rechute. A terme, ils resteront sur des niveaux faibles avec : 1/ le maintien de politiques monétaires ultra-accommodantes; 2/ une déception partielle quant à la relance ; 3/ l'excès d'épargne demeure

# Taux allemands

## Quel impact des mesures de relance ?

Allemagne : excédent budgétaire, achats de dette publique par la BCE et évolution du stock de dette (MM€)



Source : Commission européenne, CIC Market Solutions

- Situation actuelle : la BCE achète 1100 MM€ d'obligations en 2020 (20 MM€/mois + 120 MM€ + 750 MM€)
  - > La BCE achètera 35% de dette souveraine
  - > Dont 26% d'obligations allemandes
  - > Soit au total : entre 95 à 105 MM€ de dette souveraine allemande par an en 2020
- Sur la base de ce qui a été annoncé (chômage partiel, avantages sociaux...), le plan de relance mis en place par le gouvernement allemand représentera jusqu'à 1,5% du PIB en 2020 (soit 50 MM€), en ligne avec les décisions prises en 2008

⇒ Avec les mesures annoncées le 18 mars, la BCE s'assure de maintenir l'équilibre offre/demande sur la dette allemande à un niveau similaire aux années précédentes afin de peser davantage sur les taux allemands

# BCE : nouvelles mesures face au coronavirus

## La BCE sort l'artillerie lourde

### Mesures additionnelles du 18 mars

Programme d'achats d'actifs de 750 MM€ jusque fin 2020 a minima, portant à **près de 1100 MM€** d'achats restants d'ici la fin de l'année\*

↓  
Engagement à modifier si nécessaire des règles auto-imposées limitant la détention de dette à 33%

Extension des **achats d'actifs corporate aux billets de trésorerie des entreprises** non-financières éligibles (i.e. notation suffisante)

Extension des types de collatéraux acceptés dans les opérations de la BCE aux *corporates*

### Les enjeux qui pesaient sur la BCE

Soutien aux Etats pour lutter contre la crise

Euro effectif trop fort

Fragmentation et fragilité des pays périphériques

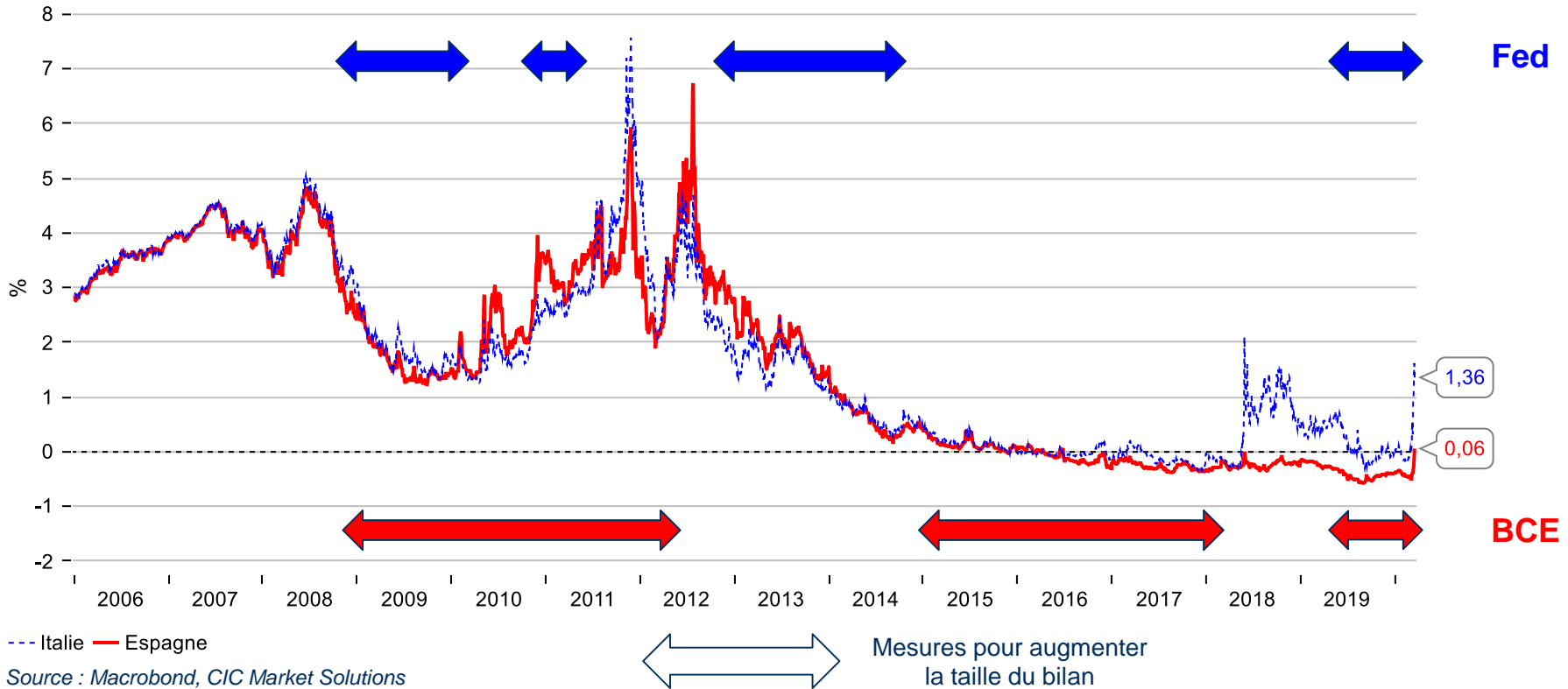
Tensions sur les conditions financières

⇒ **Après des erreurs manifestes de communication, la BCE répond par des actes forts pour ne prendre aucun risque face à l'impact économique du coronavirus**

# Taux souverains à 2 ans

## Des signes d'alerte pour la BCE

Principaux taux souverains à 2 ans (%)

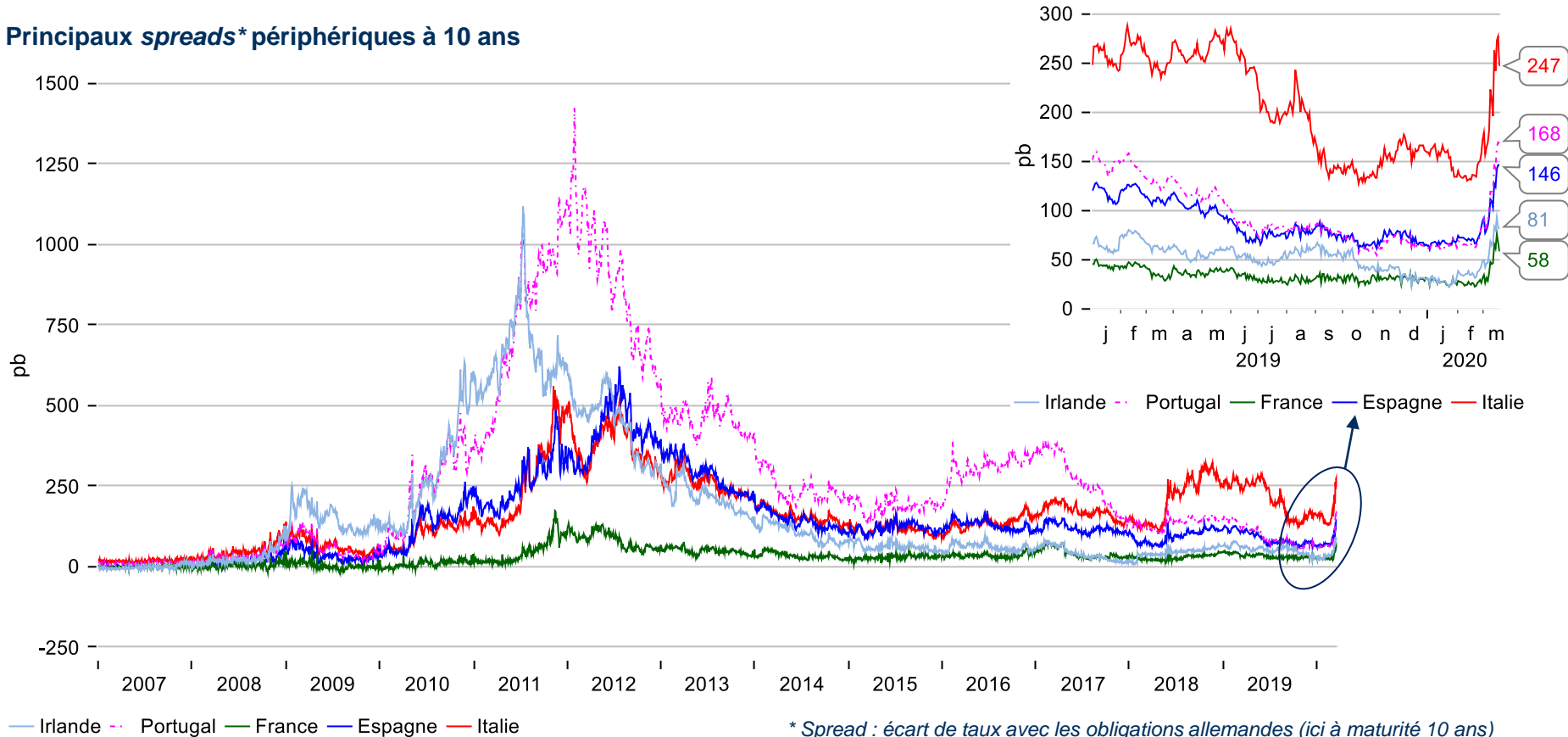


⇒ **Les tensions sur les taux courts italiens ont aussi contribué à justifier que la BCE se précipite à agir en relevant le montant de ses achats d'actifs rapidement**

# Spreads de taux périphériques

## Entre communication ratée et coronavirus

Principaux spreads\* périphériques à 10 ans



\* Spread : écart de taux avec les obligations allemandes (ici à maturité 10 ans)

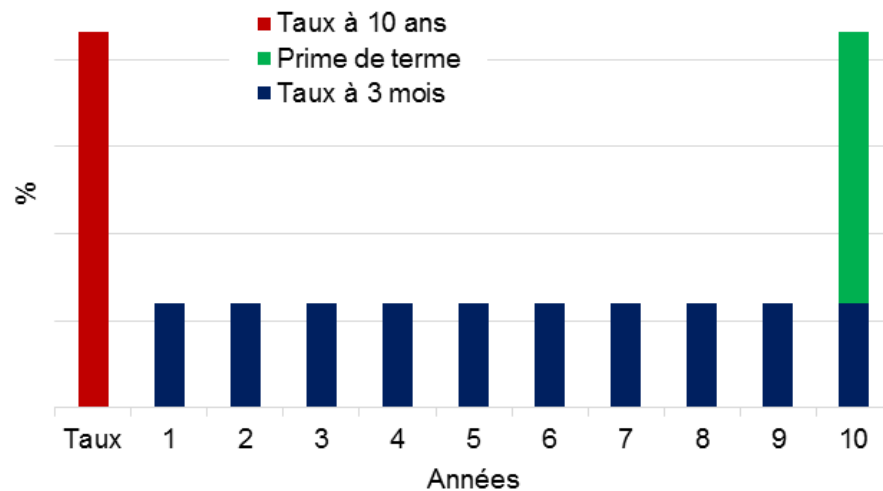
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **L'écartement des spreads n'était pas soutenable. La BCE devrait y mettre fin avec l'amplification actée le 18 mars de ses achats et l'amélioration des perspectives de croissance en 2<sup>ème</sup> partie d'année**

# Taux souverains européens

## La BCE doit écraser la prime de terme

Italie : décomposition du taux souverain à 10 ans entre taux courts (à 3 mois) et prime de terme\*



\* Prime de terme : rendement supplémentaire perçu lorsqu'on prend le risque d'investir dans des obligations à long terme plutôt que de renouveler des investissements à échéance très rapprochée

Note : nous retenons les taux à 3 mois comme approximation pour calculer le taux forward à 1 an à chaque date d'échéance

Source : CIC Market Solutions

- Les taux directeurs ne suffisent plus à tirer les taux longs vers le bas
  - La BCE, comme la Fed aux Etats-Unis, prendra davantage de mesures si nécessaire pour réduire la prime de terme jusqu'à avoir recours à des opérations monétaires sur titre (OMT)
- ⇒ **Le niveau des taux italiens avait commencé à atteindre des niveaux limites sur les échéances longues, ce qui a obligé la BCE à augmenter ses achats massivement**

Equilibre entre croissance, inflation et taux souverains

Si  
taux souverains > croissance +  
inflation  
→ **La dette n'est pas soutenable**

# La hausse des taux souverains en zone euro

## *L'OMT\* comme dernier rempart pour sauver un pays*

### Quel cadre de conditionnalité pour les OMT\* ?

- Les Etats désirant avoir recours au programme OMT\* doivent :
  - Faire appel au **MES** et bénéficier d'une aide de cet organisme, ce qui implique d'avoir accepté les conditionnalités afférentes à ces aides
  - Être soumis à un programme **d'ajustement économique** (FMI notamment)
- Maturité des obligations éligibles au programme : **1 à 3 ans** , **sans limitation** d'achats



La BCE a fourni un **cadre général d'utilisation**, mais c'est beaucoup plus « *aux gouvernements eux-mêmes, à l'UE, à la Commission européenne et au FMI de décider de la nature précise de la conditionnalité* »

### Quid de sa légitimité ?

- Le programme OMT\* a été jugé **conforme** au droit de l'Union Européenne (UE) par la Cour de Justice de l'UE en 2015, au dépend des Allemands qui contestaient sa légalité
- A ce jour, il n'a encore **jamais été utilisé**, le seul fait que Mario Draghi, président de la BCE en 2012, ait indiqué que son ampleur serait « *sans limite* » ayant suffi à atteindre momentanément son objectif

Source : Site de la BCE

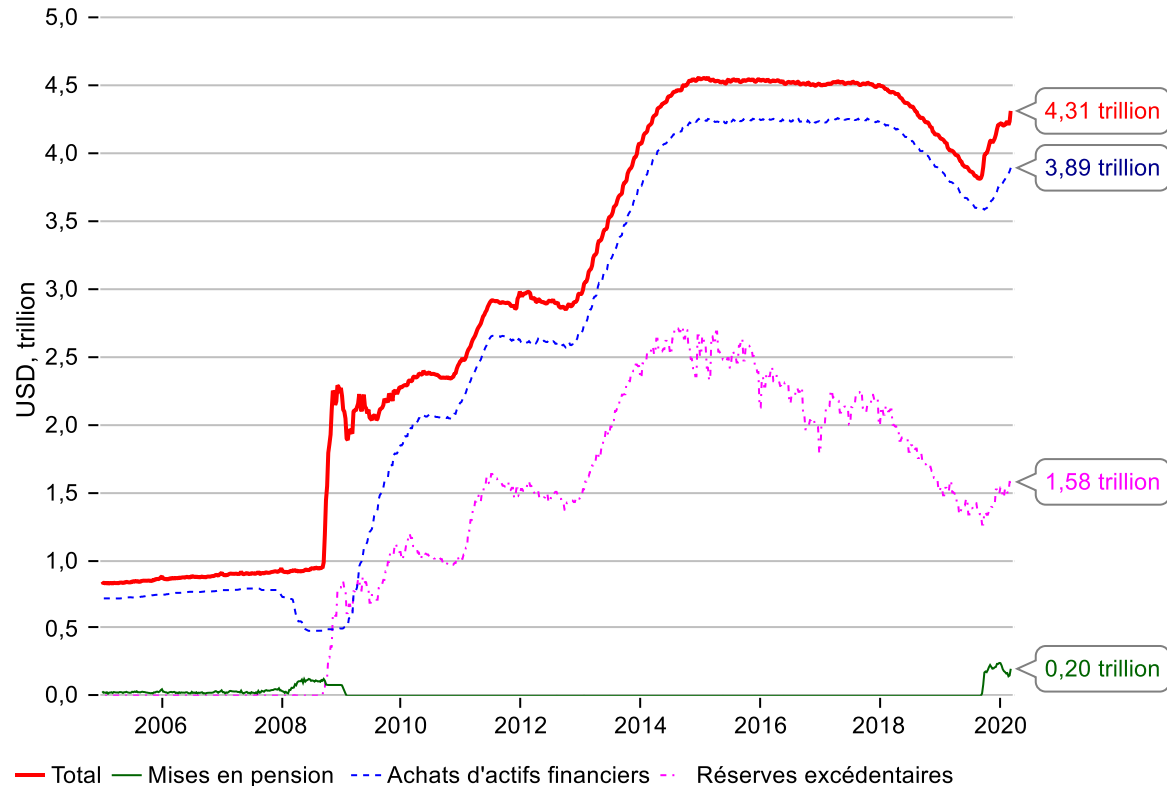
\* OMT : Opérations Monétaires sur Titres

⇒ **La BCE , si nécessaire, n'hésitera pas à utiliser les grands moyens**

# Bilan de la Fed

## Un outil plus que jamais actif

Etats-Unis : bilan de la Fed et réserves excédentaires



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

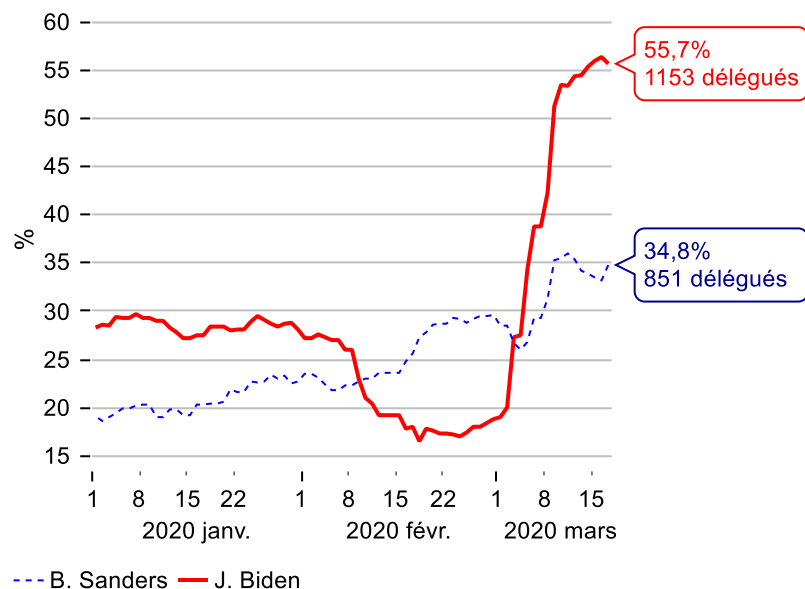
- La question des « repo » ne se pose plus et les opérations seront conduites autant que nécessaires
- La taille du bilan progressera donc du fait des achats massifs de la Fed (700 MM\$) et des opérations de repo importantes
- La décision de reprendre les achats de MBS vise à contenir le risque de contagion au marché immobilier

⇒ **La hausse de la taille de la Fed sera un facteur qui limitera la hausse des taux souverains américains et, par arbitrage, européens**

# Elections présidentielles de novembre

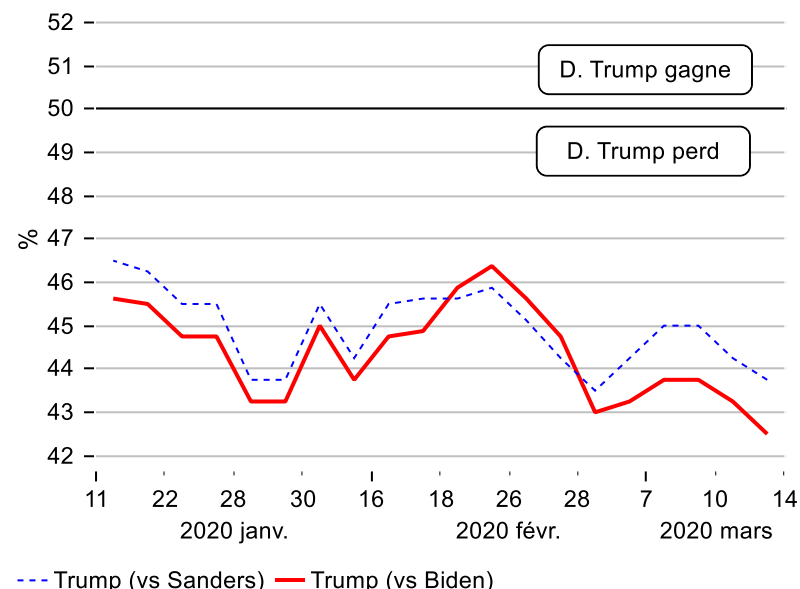
## Vers un face à face J. Biden vs D. Trump

Etats-Unis : évolution des sondages et délégués à la primaire démocrate



Source : Macrobond

Etats-Unis : sondages nationaux aux élections présidentielles



■ J. Biden accroît son avance, désormais confortable, et se rapproche du seuil de 1991 délégués nécessaire à la victoire. Face à D. Trump, les sondages nationaux ont une portée limitée compte tenu des *swing states*

⇒ **Une victoire de J. Biden semble très probable, ce qui devrait être un facteur de support à la confiance des marchés financiers une fois la crise du coronavirus dépassée**

# Sondages en vue des élections au Congrès

## La cohabitation devrait perdurer

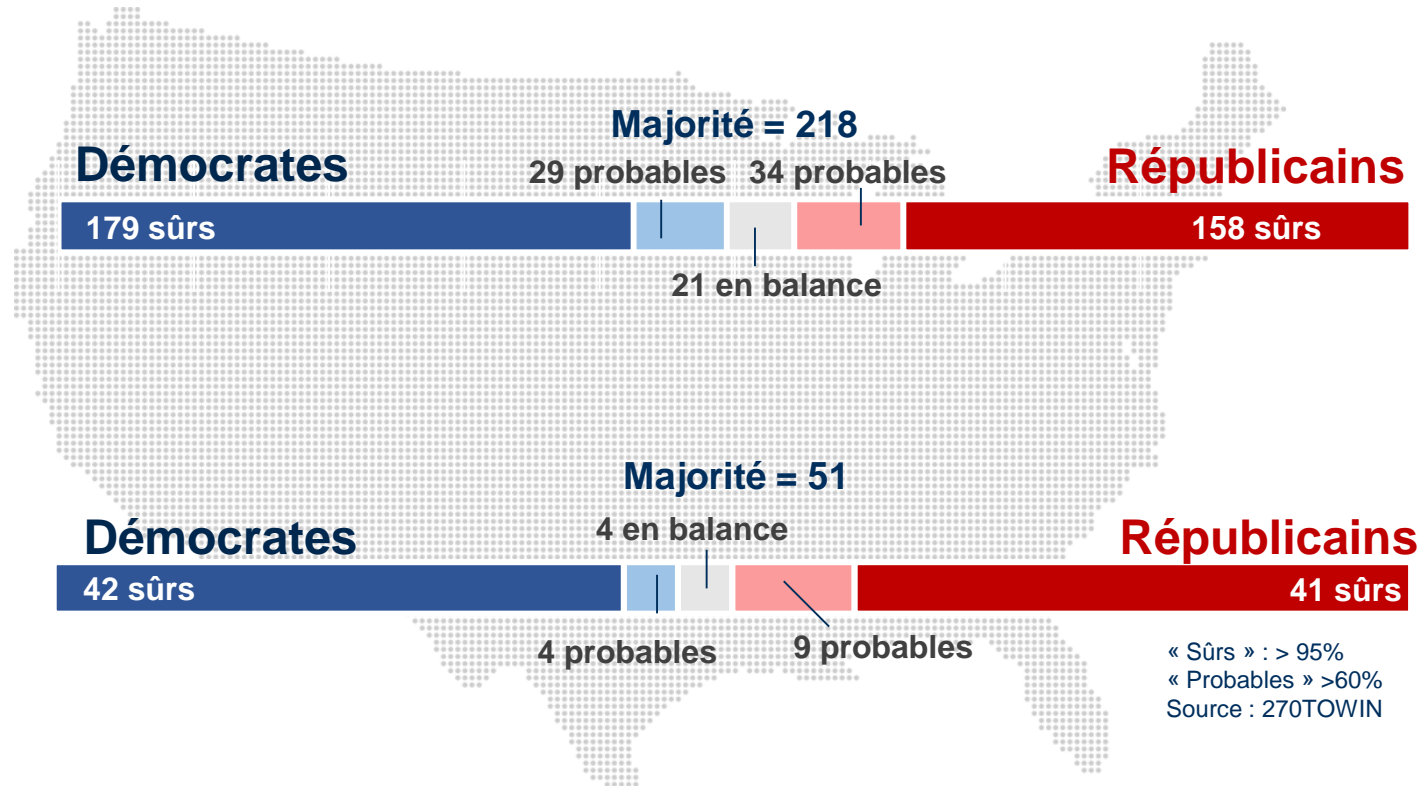
Etats-Unis : sondages en vue des élections au congrès de 2020



**Chambre des  
représentants**



**Sénat**



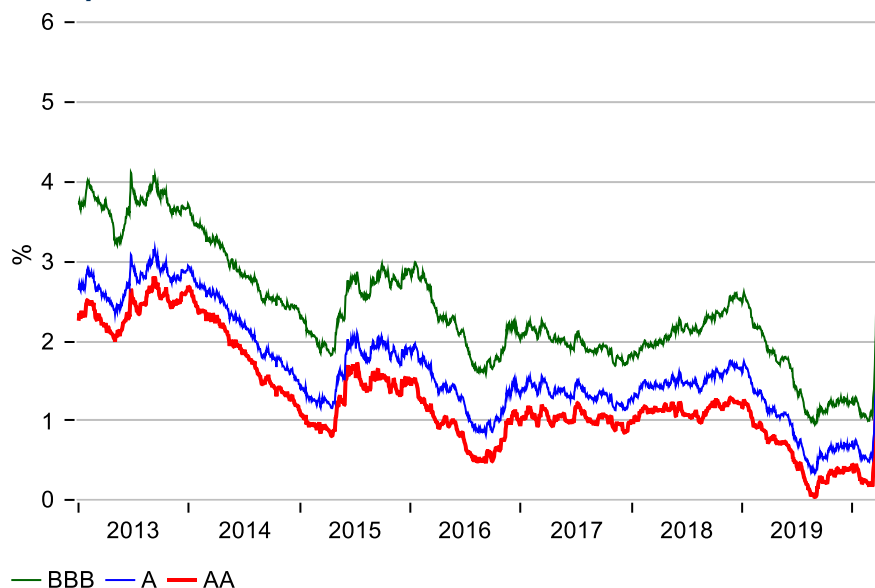
⇒ **Alors qu'une cohabitation semble toujours la situation la plus probable, les marges de manœuvre, notamment budgétaires, du futur président seront limitées**

# Obligations corporate

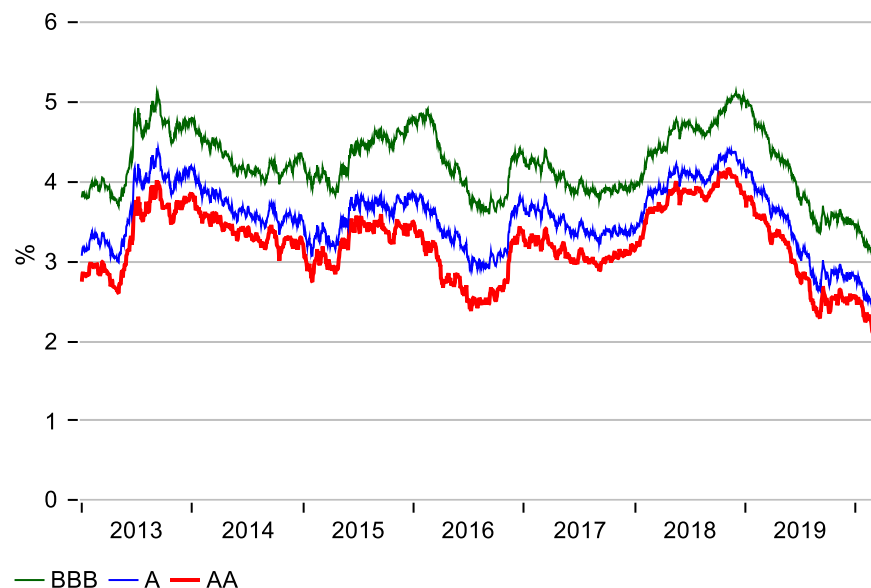
## Une brutale dégradation des conditions de financement

### Évolution des rendements obligataires corporate à 10 ans

#### Europe



#### Etats-Unis



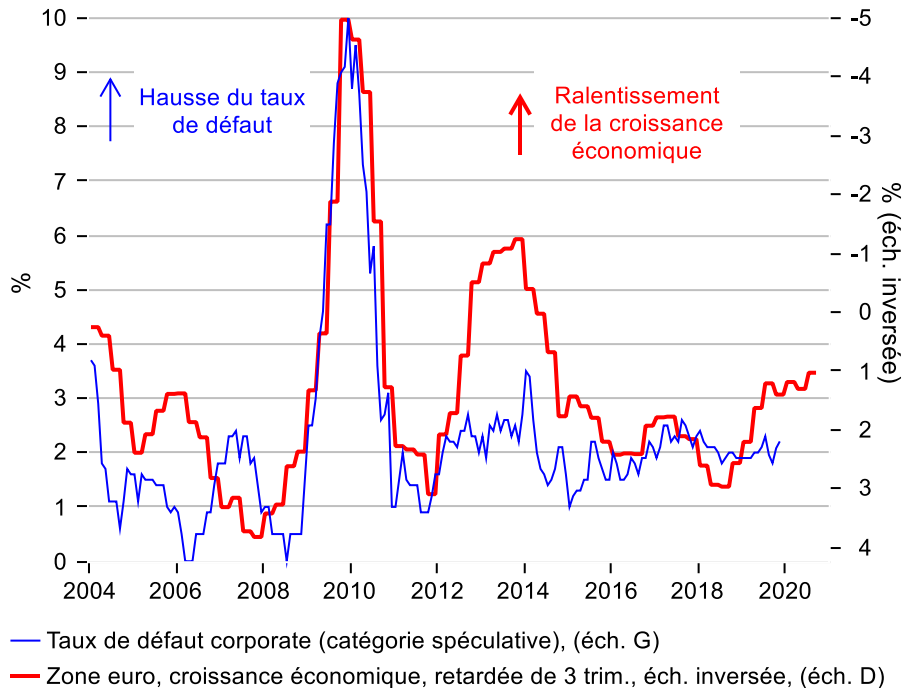
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Les rendements des obligations *corporate* ont subi ces dernières semaines la hausse brutale aussi bien des taux *swap* que des spreads de crédit, amplifiée par l'absence de liquidité. Le High Yield (HY) est particulièrement sous pression. Le marché primaire s'est par ailleurs fermé
  - La capacité de remontée additionnelle des taux souverains reste limitée par la politique monétaire très accommodante de la BCE et l'excès d'épargne au niveau mondial
- ⇒ **Vers une rechute des rendements *corporate*, mais seulement une fois le risque sanitaire écarté**

# Taux de défaut

## Un risque significatif, fonction de la durée de la crise

Evolution comparée du taux de défaut (catégorie « spéculative ») et de la croissance économique de la zone euro (retardée de 3 trimestres)



Source : S&P, CIC Market Solutions

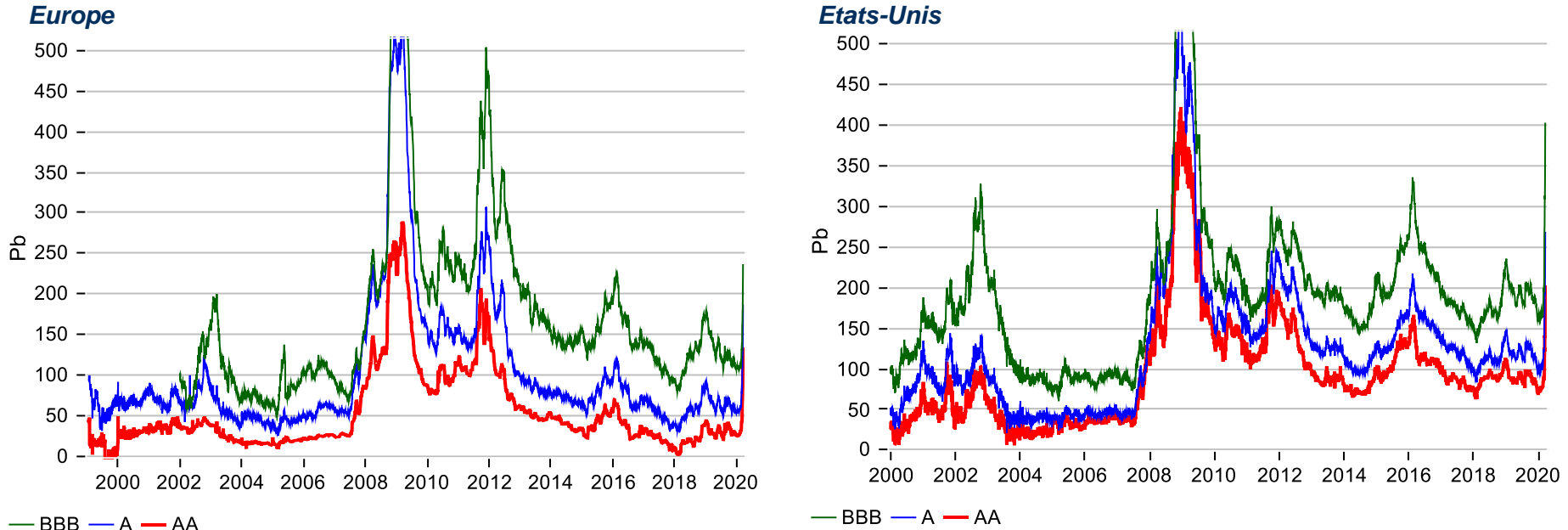
- Les taux de défaut des entreprises de catégorie spéculative évoluent dans le sillage de la croissance économique, avec trois trimestres de retard en moyenne
- Avec l'entrée en récession de l'économie mondiale en 2020, les taux de défaut s'accroîtront dans les mois à venir, en particulier dans les secteurs les plus fragiles, aussi bien structurellement que face à la crise sanitaire (pétrole, et tourisme & loisirs notamment)
- Ils devraient toutefois rester contenus dans l'ensemble, grâce aux aides des Etats et aux conditions de financement favorables permises par la BCE dans un premier temps, puis ensuite par le rebond économique attendu au S2-2020

⇒ **Vers une remontée des taux de défaut incitant à une sélectivité accrue, mais contenue dans l'ensemble par les décisions des banques centrales et des Etats**

# Obligations corporate

## Victimes de la crise sanitaire

### Évolution des *spreads* de crédit obligataire corporate à 10 ans (vs obligations souveraines)



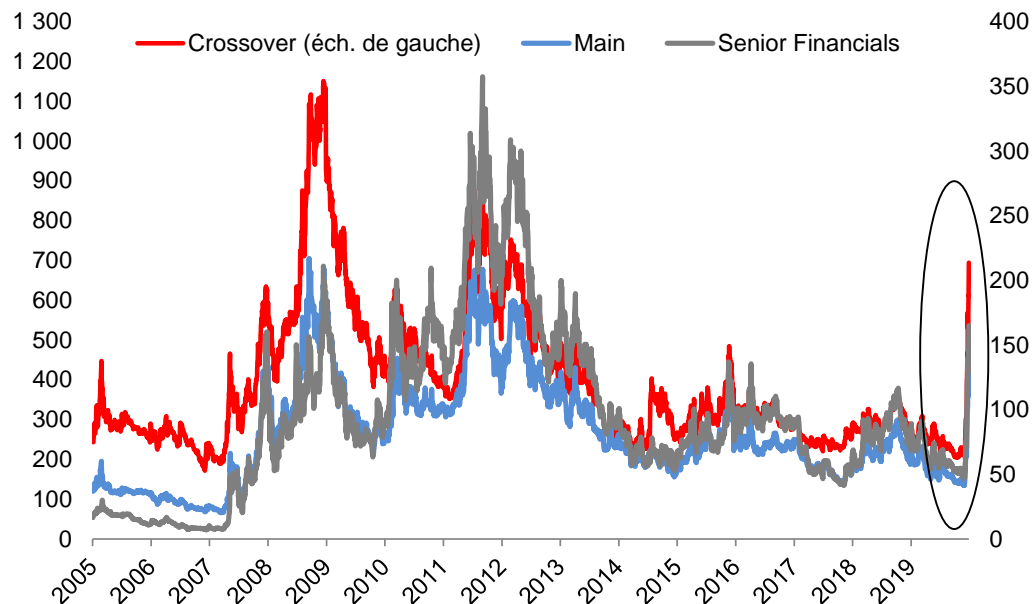
Source : CIC Market Solutions

- Face à la perspective d'un accroissement du taux de défaut des entreprises, l'intervention des banques centrales n'a pour le moment pas suffi à dissiper les craintes
  - Les *spreads* restent encore sur des niveaux nettement inférieurs aux précédentes crises pour la catégorie non spéculative. La vigilance doit surtout être accrue sur le « high yield ». Attention particulière sur la liquidité, les besoins de refinancement à court terme et les *covenants*
- ⇒ **Les achats additionnels promis par la BCE le 18 mars vont contenir le risque. Les *spreads* ne pourront se détendre qu'avec l'amélioration de la situation sanitaire**

# Mesure du risque des *corporate* Europe

## L'impact de la crise sanitaire

### Évolution des indices *iTraxx*\*



\* *iTraxx* : Indice CDS (coût pour s'assurer contre le risque de défaut d'un émetteur)

Source : Bloomberg, CIC Market Solutions

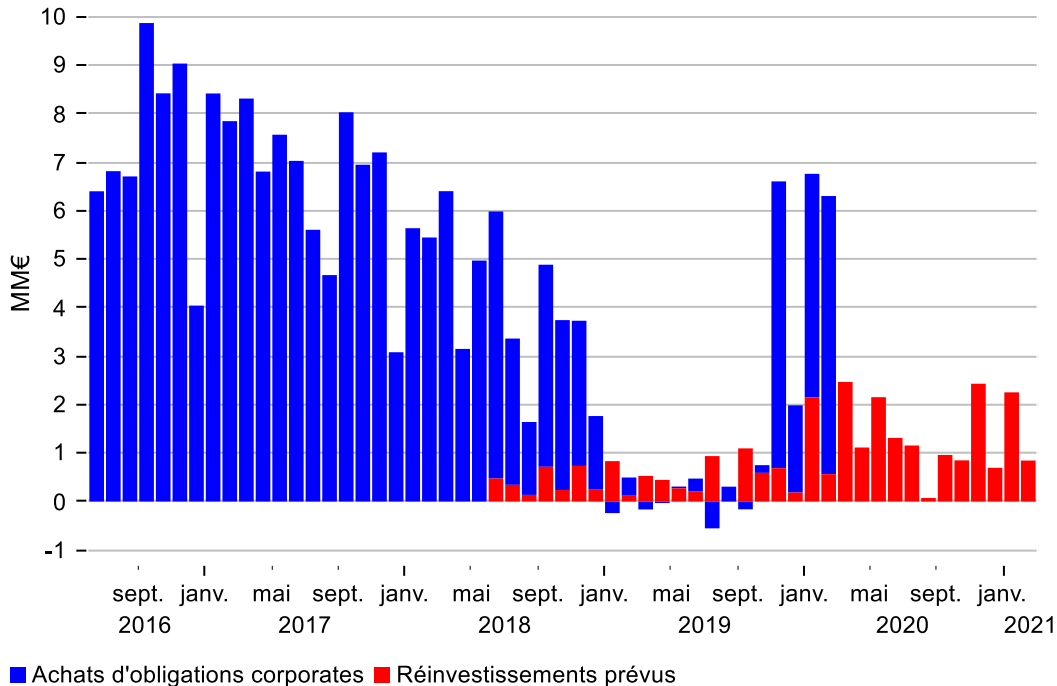
⇒ **Des niveaux de CDS déjà très tendus par rapport aux précédentes crises, mais les dernières décisions de la BCE (achats de *commercial papers*) devraient contribuer à calmer le jeu. L'accès à la liquidité reste crucial pour le « *high yield* »**

- Les inquiétudes de plus en plus vives quant à la résilience des entreprises face à l'aggravation de la crise sanitaire se reflètent particulièrement bien dans l'écartement brutal des indices *iTraxx*
- Le segment « *high yield* » est d'autant plus fragilisé qu'il ne bénéficie plus des rebalancements de portefeuilles des investisseurs à la recherche de rendement et qu'il est toujours exclu des achats de la BCE
- La violence des mouvements peut également s'expliquer par le manque de liquidité sur le marché du crédit, d'autant qu'un grand nombre de fonds doit faire face à une décollecte importante

# Politique monétaire de la BCE

## *L'impuissance de la politique monétaire*

BCE : achats d'obligations *corporate* et réinvestissement des échéances arrivant à maturité



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

\* QE : programme d'achats d'actifs par la banque centrale

- En réponse à l'aggravation de l'épidémie de coronavirus, la BCE a renforcé d'un cran son soutien monétaire en mettant en place une enveloppe temporaire additionnelle de 870 MM€ pour ses achats d'actifs, avec une volonté affichée de privilégier la dette d'entreprises
- Cela vient s'ajouter au programme d'achats d'actifs déjà existant, dont une part plus importante (à peu près un tiers) est désormais consacrée aux achats d'obligations corporate, aussi un moyen pour l'institution d'éloigner l'horizon de temps auquel elle atteindra les limites qu'elle s'est fixée en termes de détention de dettes souveraines

⇒ **Le soutien de la BCE était indispensable pour contenir l'écartement des *spreads***

# Clés d'arbitrage

## Nos réponses

La **situation sanitaire** est-elle hors de contrôle ?

Une **longue bataille**, mais peut encore être gagnée

Le coronavirus précipitera-t-il une **fin de cycle** ?

Un **creux conjoncturel profond**, avant un rebond. Pour s'en assurer, des mesures fortes (banques centrales / Etats) qui doivent permettre de tenir jusqu'à ce que les contraintes sanitaires soient levées

Quelle peut être l'ampleur du **rebond économique** ?

Les Etats prendront davantage de mesures pour accélérer le rebond

Vers une modification de l'équilibre offre/demande sur les **marchés obligataires** ?

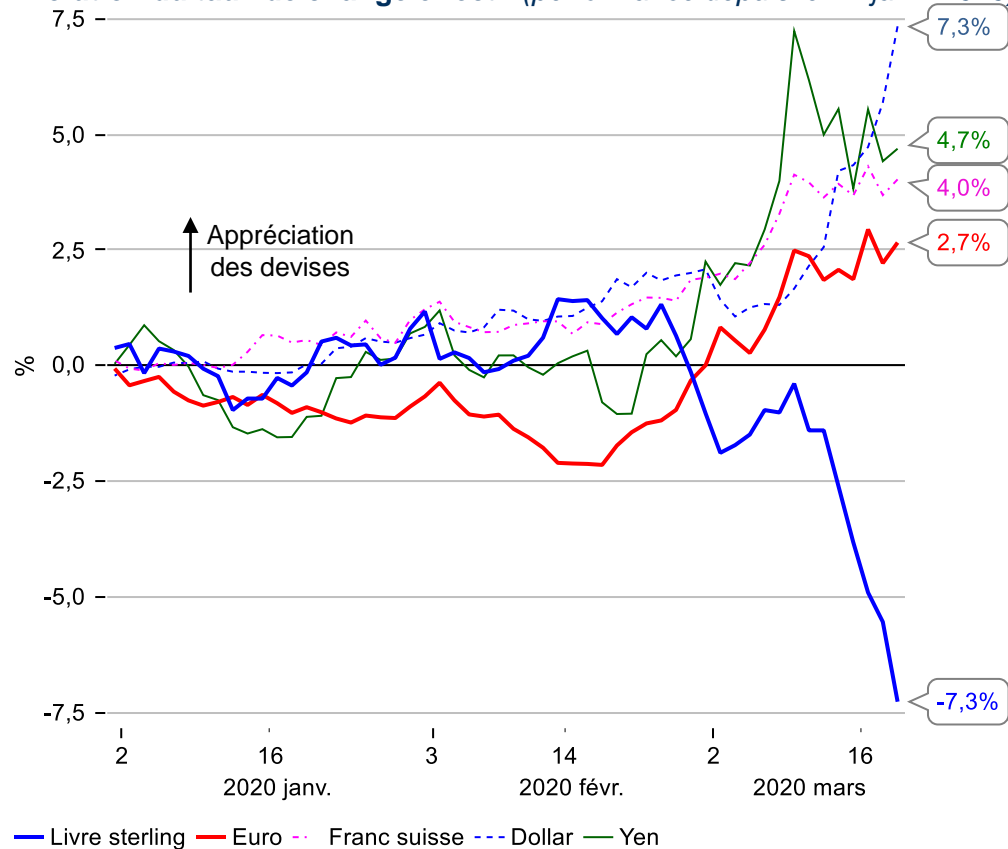
Les banques centrales ne laisseront pas les taux souverains monter à des niveaux insoutenables

L'**euro** peut-il encore remonter ?

# Comportement des devises

## Les gagnants et perdants de l'aversion au risque

Evolution du taux de change effectif (performance depuis le 1<sup>er</sup> janv. 2020)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **L'aversion au risque devrait se poursuivre jusqu'à ce que des signes d'enrayement de l'épidémie se matérialisent. Ensuite, les mouvements seront arbitrés entre rebond de croissance et maintien des politiques monétaires accommodantes**

### Evolution T1-2020

Appréciation du **dollar** sur fond d'aversion au risque

Hausse du **yen** avec le regain d'aversion au risque mais limitée par la banque centrale

Hausse du **CHF** en lien avec l'aversion au risque, et ce malgré les interventions de la banque centrale

Appréciation de **l'euro** sur fond de marges de manœuvre limitées pour la BCE

Forte chute de la **livre** sur fond d'inquiétudes quant à la capacité d'enrayement de l'épidémie et action de la banque centrale

### Les enjeux à suivre S2-2020

**A suivre** : rebond de la croissance, élections US et anticipation du début de remontée des taux directeurs de la Fed

**A suivre** : rebond de croissance et communication de la Banque du Japon

**A suivre** : le rebond de l'activité et les opérations sur le marché des changes de la Banque nationale suisse

**A suivre** : ampleur du rebond de la croissance et le maintien d'une politique monétaire de la BCE ultra-accommodante

**A suivre** : rebond de la croissance et l'évolution des négociations sur la relation future UK-UE

# Parité euro/dollar

## Facteurs clés d'évolution

### Création monétaire

- Creusement des déficits budgétaires US et ZE
- Poursuite des achats d'actifs par la BCE et la Fed

### Caractère refuge

- Avec le coronavirus, le dollar reste « refuge »
- Le « no deal » a été évité, mais l'incertitude subsiste sur l'issue du Brexit
- Absence de reprise de l'intégration européenne

### Taux directeurs et espérance de rendement

- Le différentiel des taux souverains reste en faveur des Etats-Unis, mais s'est fortement réduit
- L'euro profite du débouclage des opérations de financement pour des opérations de carry trade\*

Stabilisation de l'euro face au dollar à court terme

Ce qui l'emportera à moyen terme :  
Le double déficit américain (budgétaire et commercial)

### Balances courantes

La zone euro restera en excédent commercial

- Facteur haussier pour l'euro
- Facteur neutre pour l'euro
- Facteur baissier pour l'euro

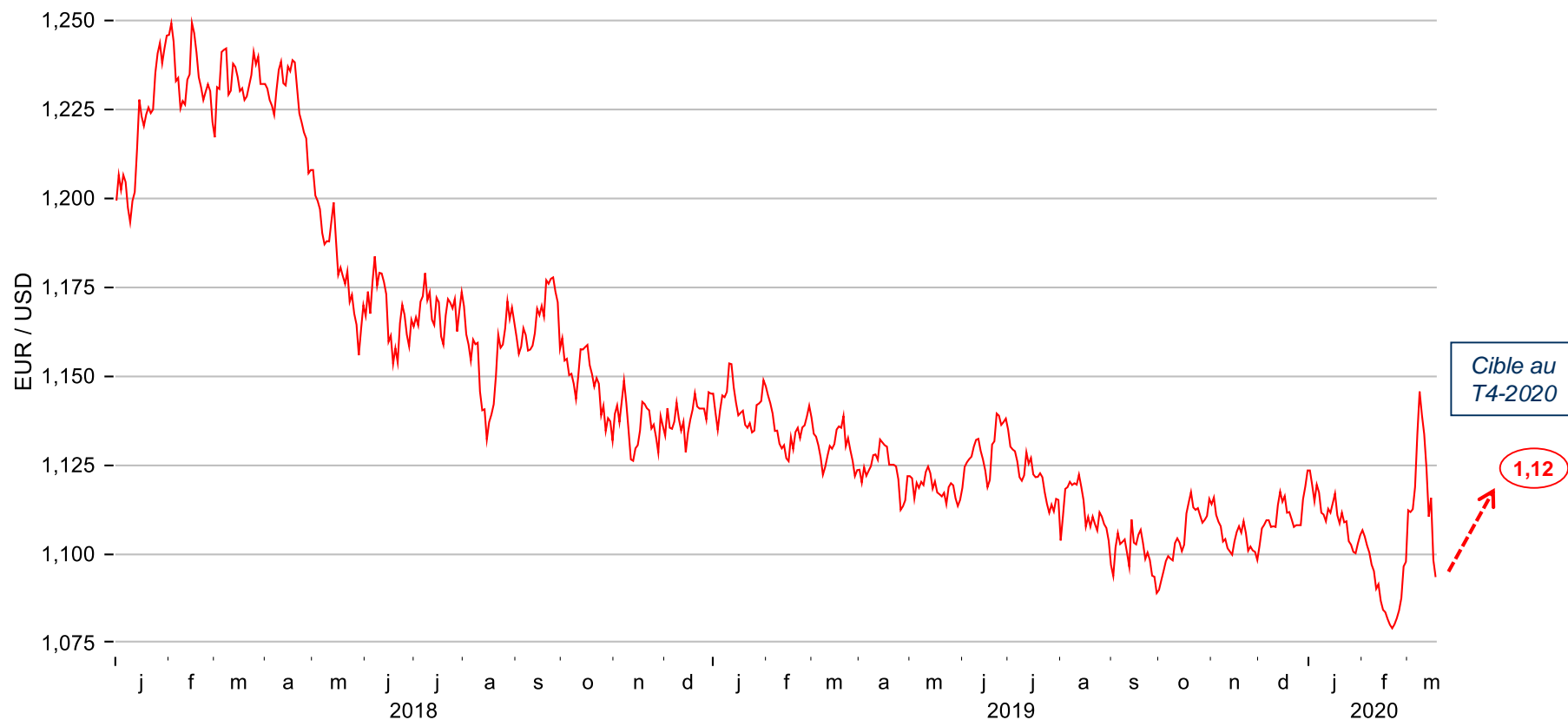
\* Carry trade : opérations consistant à s'endetter dans la monnaie d'une zone où les taux d'intérêt sont très bas, pour placer les sommes empruntées dans un pays où les taux d'intérêt servis sont élevés

⇒ L'euro devrait rester stable face au dollar ces prochains mois, avant que les facteurs plus structurels ne portent la monnaie unique

# Taux de change euro-dollar

## L'euro conserve un potentiel haussier

Dollar : évolution du taux de change EUR / USD



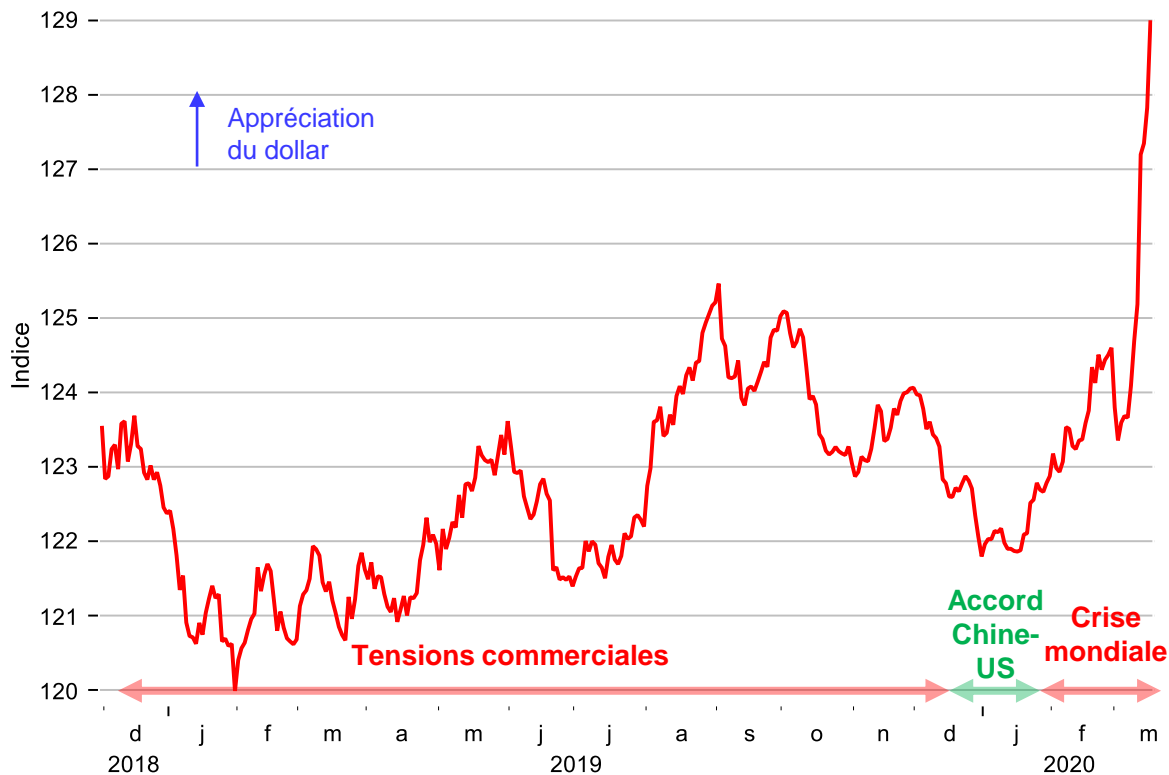
Source : Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **La monnaie unique ne pourra s'inscrire sur une tendance durablement haussière qu'une fois le rebond de croissance en zone euro mieux établi**

# Comportement du dollar effectif

## Toujours aussi lié aux risques

Evolution du taux de change effectif nominal du dollar depuis le 30 novembre 2018



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

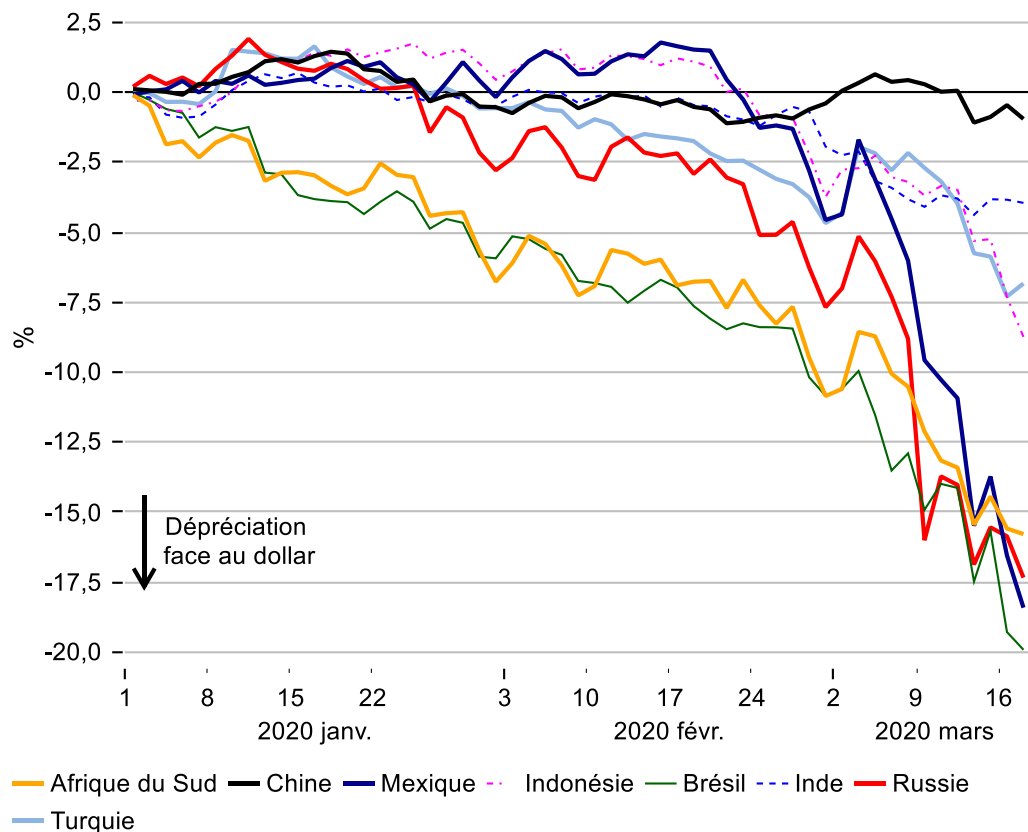
- L'aversion au risque en lien avec les craintes concernant la propagation rapide du coronavirus à l'échelle mondiale a ravivé l'attrait pour le dollar (valeur « refuge »)
- La tendance à la baisse devrait reprendre, une fois que l'épidémie sera enrayée et ce, malgré un recalage des anticipations des investisseurs en faveur d'une Fed moins accommodante

⇒ **Le mouvement de baisse du dollar ne pourra reprendre qu'avec la réduction des risques. La tendance reste structurellement baissière du fait de facteurs durables**

# Pays émergents : devises

## Forte chute sur fond d'aversion au risque

Pays émergents : évolution des devises face au dollar depuis le début de l'année(%)



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

### Les enjeux à suivre au S2-2020

Fin de la crise sanitaire

Reprise de l'activité en Chine

Absence de tensions commerciales

Rebond du pétrole

Anticipation du début de remontée des taux directeurs de la Fed

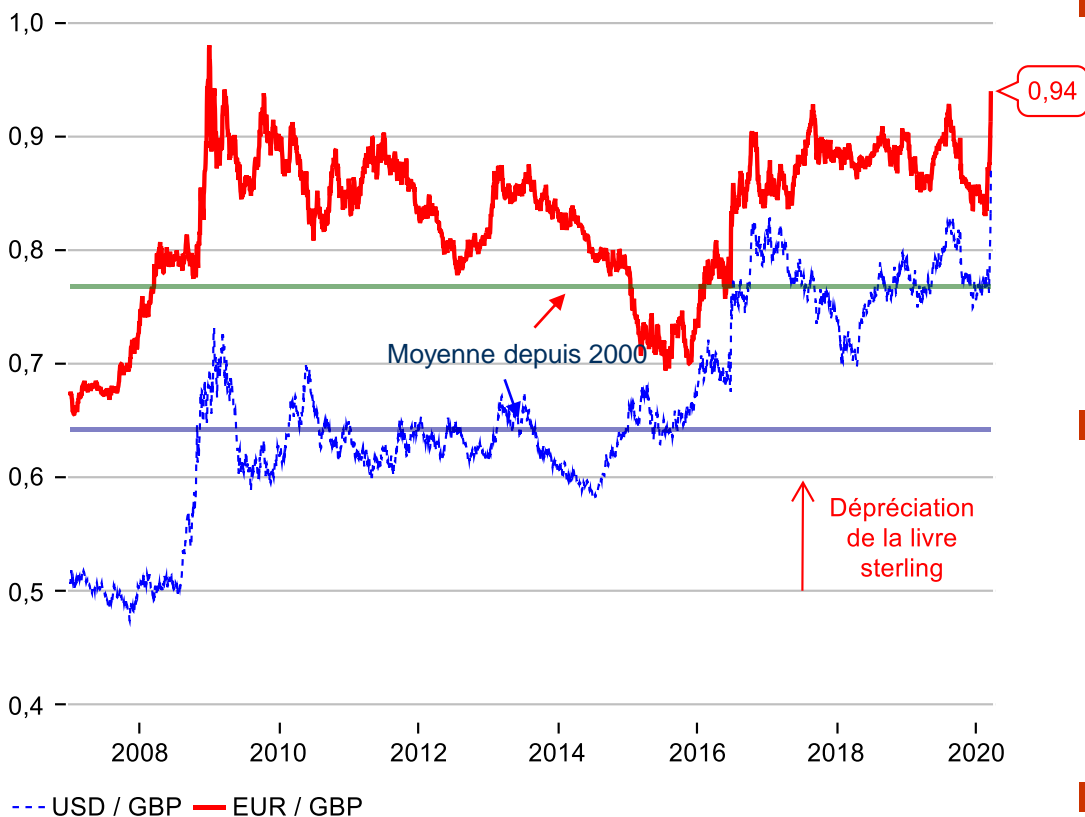
Tensions politiques localisées

⇒ Les flux de capitaux sortants ne pourront s'inverser qu'avec l'assurance que la dynamique au sein de la zone émergente peut repartir, soit pas avant le 2<sup>nd</sup> semestre

# Focus Livre sterling

## Violent repli de la devise britannique

Evolution du taux de change EUR / GBP et USD / GBP



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

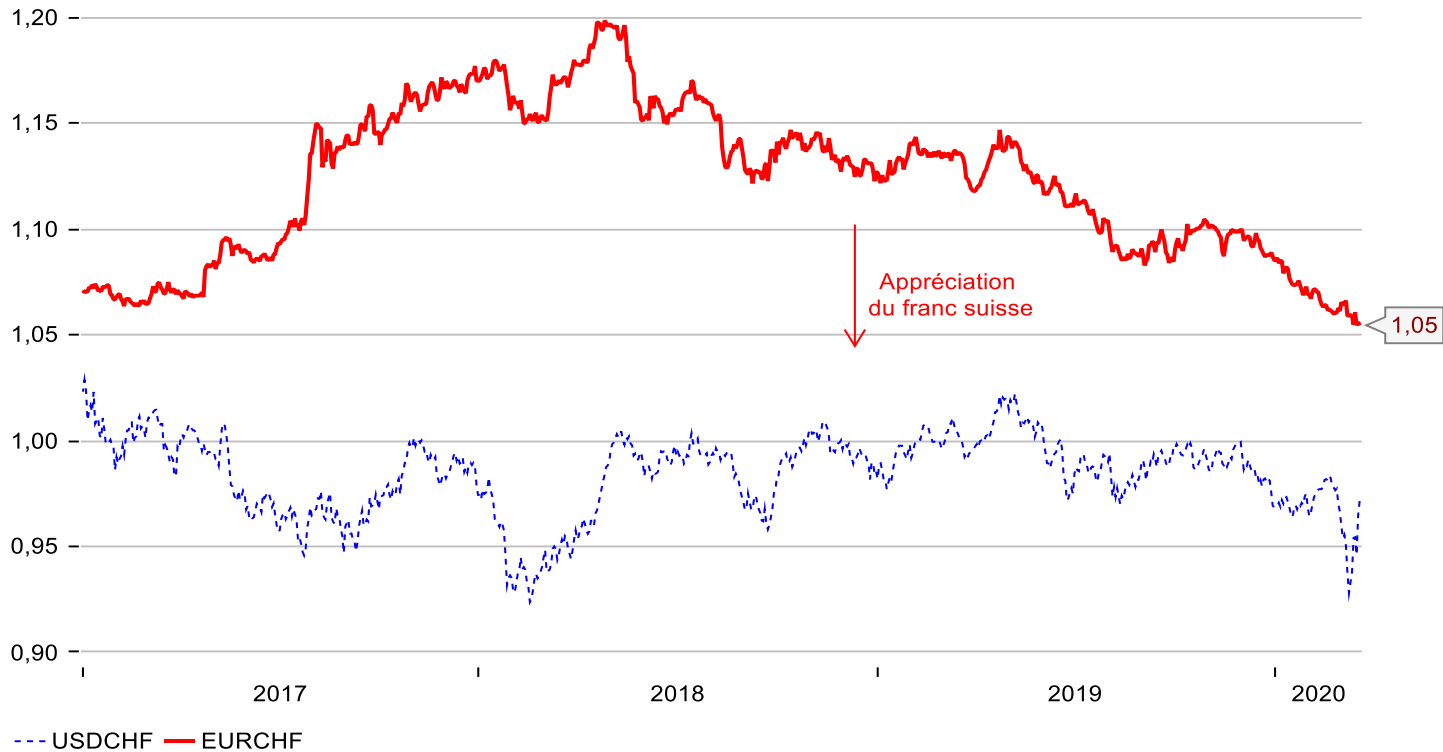
- Les investisseurs s'inquiètent du retard pris dans les mesures de confinement et de l'impact économique durable de la crise (les dernières annonces de B. Johnson sont à ce titre relativement rassurantes mais sans effets à ce stade)
- Les attentes sont également élevées en termes de soutien monétaire. Les munitions de la banque d'Angleterre sont encore multiples. Elle a déjà annoncé reprendre les achats de dettes d'entreprises plutôt que de baisser ses taux directeurs à 0%
- Le déblocement d'opérations spéculatives alimente le mouvement

⇒ **Le mouvement brutal de dépréciation ne pourra se calmer qu'avec un regain de confiance dans les décisions politiques ainsi que la réduction de l'aversion au risque**

# Focus Franc suisse

## La banque de Suisse (BNS) contient l'appréciation

Suisse : taux de change du franc suisse avec l'euro et le dollar



Source : Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **Deux facteurs limitent actuellement l'appréciation : 1/ la BNS et 2/ les prises de profits d'investisseurs. Le potentiel de baisse restera contenu par ces deux éléments et seule la dissipation durable de l'aversion au risque permettra une inversion de la tendance**

# Clés d'arbitrage

## Nos réponses

La **situation sanitaire** est-elle hors de contrôle ?

Une **longue bataille**, mais peut encore être gagnée

Le coronavirus précipitera-t-il une **fin de cycle** ?

Un **creux conjoncturel profond**, avant un rebond. Pour s'en assurer, des mesures fortes (banques centrales / Etats) qui doivent permettre de tenir jusqu'à ce que les contraintes sanitaires soient levées

Quelle peut être l'ampleur du **rebond économique** ?

Les Etats prendront davantage de mesures pour accélérer le rebond

Vers une modification de l'équilibre offre/demande sur les **marché obligataires** ?

Les banques centrales ne laisseront pas les taux souverains monter à des niveaux insoutenables

L'**euro** peut-il encore remonter ?

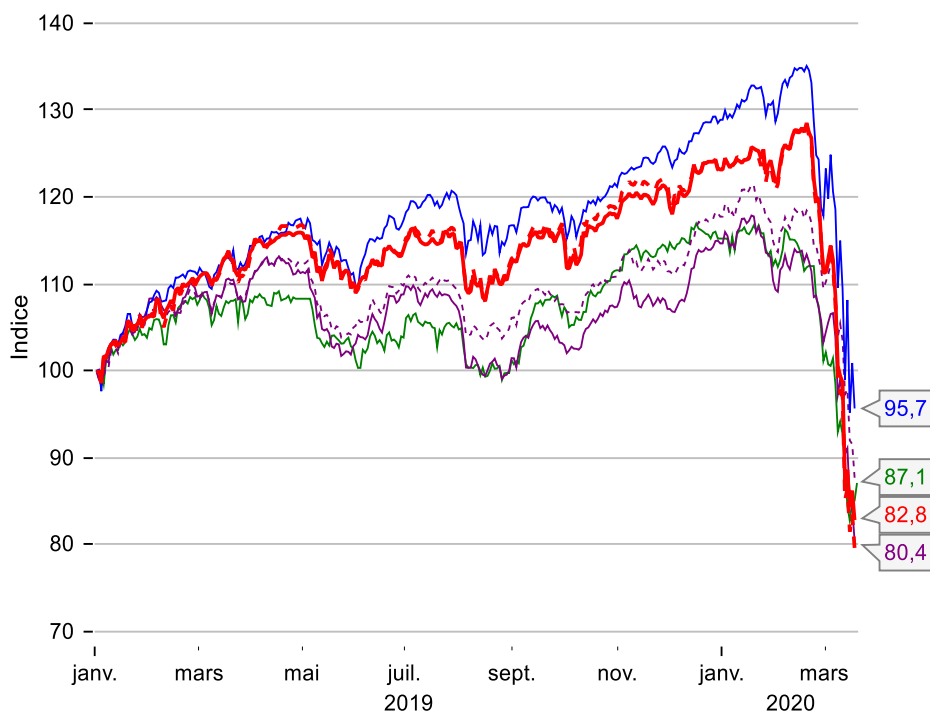
Cher face au reste du monde, **bon marché face au dollar**

**Marchés d'actions** : quand y revenir ?

# Marchés d'actions mondiaux

## Le virus aura eu raison de la confiance

Evolution des principaux indices actions en devises locales\*  
(rebasés à 100 le 01/01/2019)



— STOXX Europe 600 — EuroStoxx — S&P 500  
- - - MSCI Emerging Markets (devises locales) — MSCI Emerging Markets (USD) — Topix

\* sauf pour le MSCI Emerging Markets Source : Macrobond, CIC Market Solutions

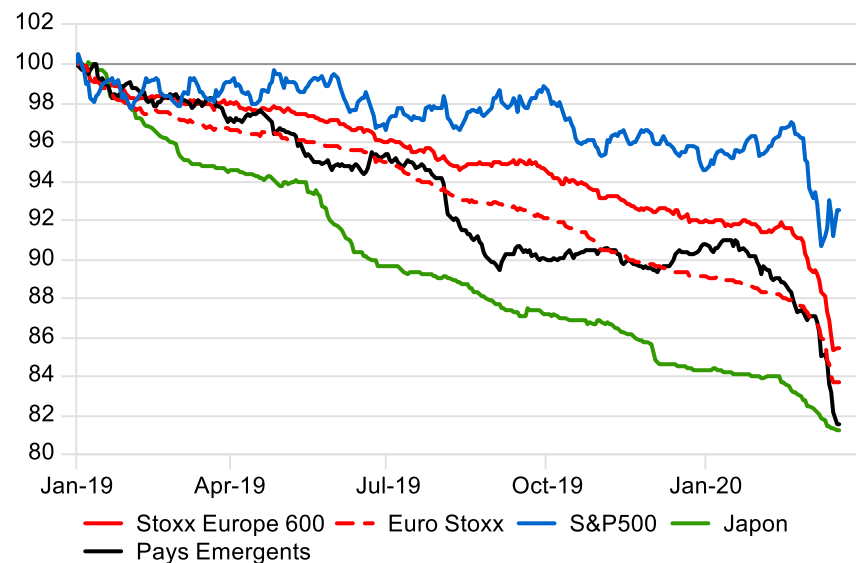
- Un effondrement généralisé des indices, en l'absence de visibilité sur la durée de l'épidémie, et sur l'ampleur du creux économique qu'elle va occasionner

⇒ **Trop tôt pour s'exposer, au moins jusqu'à ce qu'un pays développé montre sa capacité à enrayer l'épidémie**

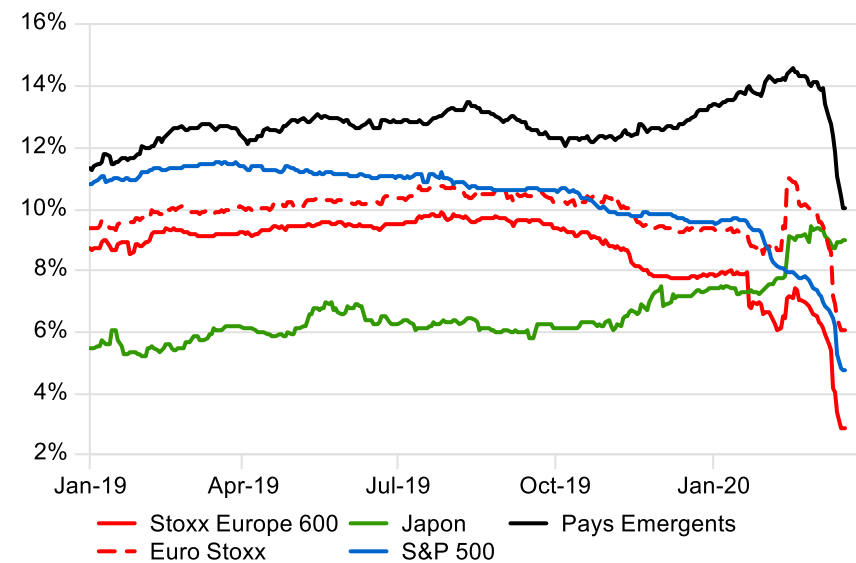
# Arbitrage entre marchés d'actions mondiaux

## Attention aux effets de base

Evolution des BPA 2020



Evolution des croissances de BPA 2020 \*



Source : FactSet, CIC Market Solutions

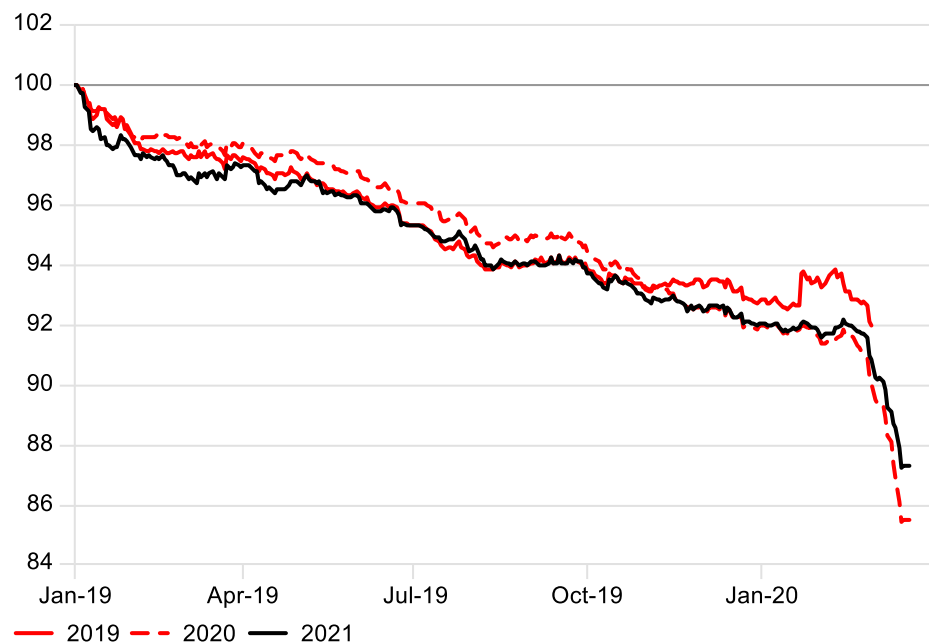
■ Les révisions baissières des estimations de résultats 2020 s'accroissent, enfin, mais elles restent très insuffisantes

⇒ Des prévisions de résultats encore nettement à risque

# Prévisions de résultats en Europe

## *Un impact encore très insuffisamment intégré*

Stoxx Europe 600 : évolution des prévisions de masses de BPA  
2019, 2020 et 2021



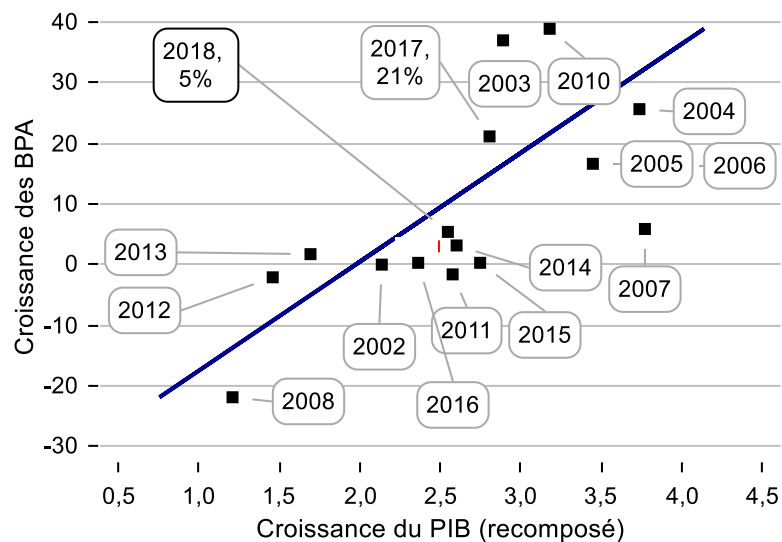
- La révision baissière des prévisions s'accélère aussi bien pour 2020 que pour 2021
- La difficulté : il est « facile » d'évaluer l'ampleur de la baisse des résultats en fonction du chiffre d'affaires et des points morts, mais comment faire quand les Etats vont prendre une partie des frais fixes à leur charge, temporairement ?

⇒ **5 à 7% de révisions baissières des masses de BPA 2020 et 2021 depuis l'accélération de la diffusion du virus mi-janvier, qui vont se poursuivre et s'accélérer**

# Prévisions de résultats

## Impact du coronavirus et du ralentissement économique

Stoxx Europe 600 : corrélation entre croissance économique et croissance des BPA



— Régression linéaire ■ Croissance PIB (recomposé\*)

\* Pondération des croissances en fonction de l'exposition géographique moyenne des entreprises (40% zone euro ; 20% UK ; 20% US ; 20% Pays émergents)

Source : FactSet, CIC Market Solutions

- Empiriquement, un facteur de corrélation de l'ordre de 1 pour 15 entre croissance économique et croissance des BPA : un recul de 10 pb de la croissance mondiale entraîne en moyenne un repli de 150 pb de la croissance des BPA d'une entreprise du Stoxx Europe 600
- Pour 2020 (-230 pb de croissance mondiale adressable\* selon nous), nous serions mécaniquement conduits à réviser à la baisse de 3500 pb nos prévisions de croissance de BPA (soit -40%)
- Reste cependant à intégrer le soutien des Etats

⇒ Des résultats fortement sous pression en 2020, mais attention au soutien budgétaire

# Prévisions de résultats

## L'impact du soutien des Etats

### Décomposition pour une entreprise européenne standard

		Aide de l'Etat	
<b>CA</b>	100		
Coût marchandises	-30	0%	
<b>Marge brute</b>	<b>70</b>		
Frais de personnel	20	40%	<i>Nous intégrons une prise en charge des frais de personnel à hauteur de 40% pendant 3 mois, soit 10% sur l'année, seulement pour les entreprises non financières (70% de la cote environ) =&gt; 7% sur l'année au total</i>
Autres frais	10	0%	
Frais centraux	20	0%	
Taxes et divers	6	0%	
<b>EBIT</b>	<b>14</b>		
Frais financiers et autres	2	0%	
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>12</b>		
Impôt sur les sociétés	4	0%	
<b>Résultat net</b>	<b>8</b>		

**IMPACT**

+1,4% sur le CA avant impôts

+1,0% sur le CA après impôts

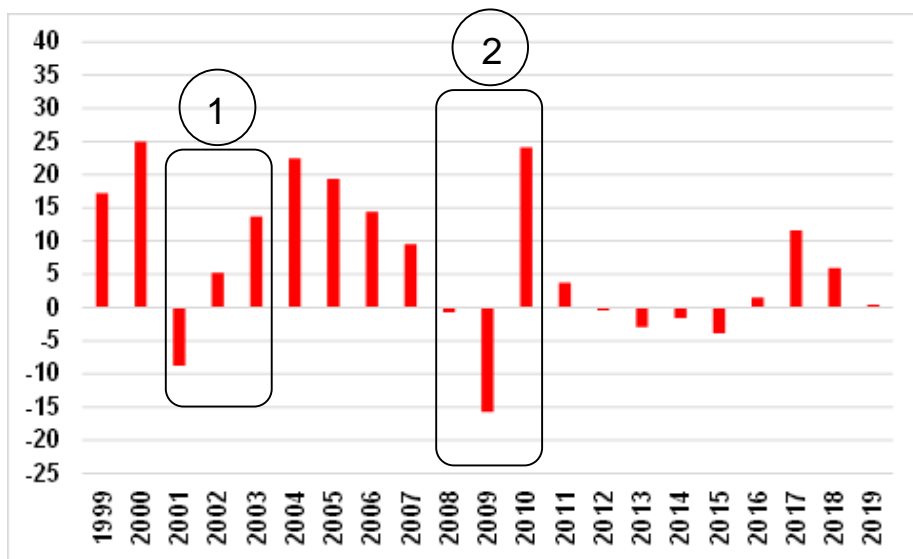
**+13% sur le résultat net**

⇒ **Un soutien significatif, de nature à limiter la baisse des BPA 2020 de 13%, soit des prévisions de BPA à -27% en 2020 et +30% en 2021. Ceci est compatible avec des exemples historiques**

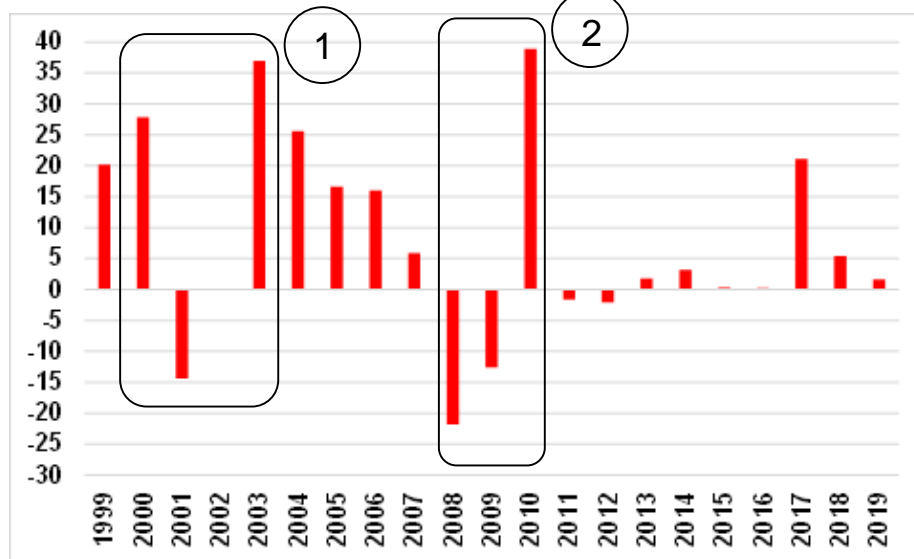
# Stoxx Europe 600

## Les rebonds des BPA peuvent être très violents

Stoxx Europe 600 : variations de la masse d'EBIT



Stoxx Europe 600 : croissance des BPA



Source : FactSet, CIC Market Solutions

- 1 Reprise progressive après l'éclatement de la bulle de 2000
- 2 Reprise brutale en 2010 après deux années de crise

■ Notre hypothèse d'un rebond de 30% des BPA 2021 est inférieure au rebond observé après les périodes difficiles de 2000-2002 et 2008-2009

⇒ **Les rebonds des BPA peuvent être très violents. C'est ce que nous anticipons pour 2021**

# Stoxx Europe 600

## Niveaux de valorisation

Stoxx Europe 600 : évolution du PER 12 mois *forward*



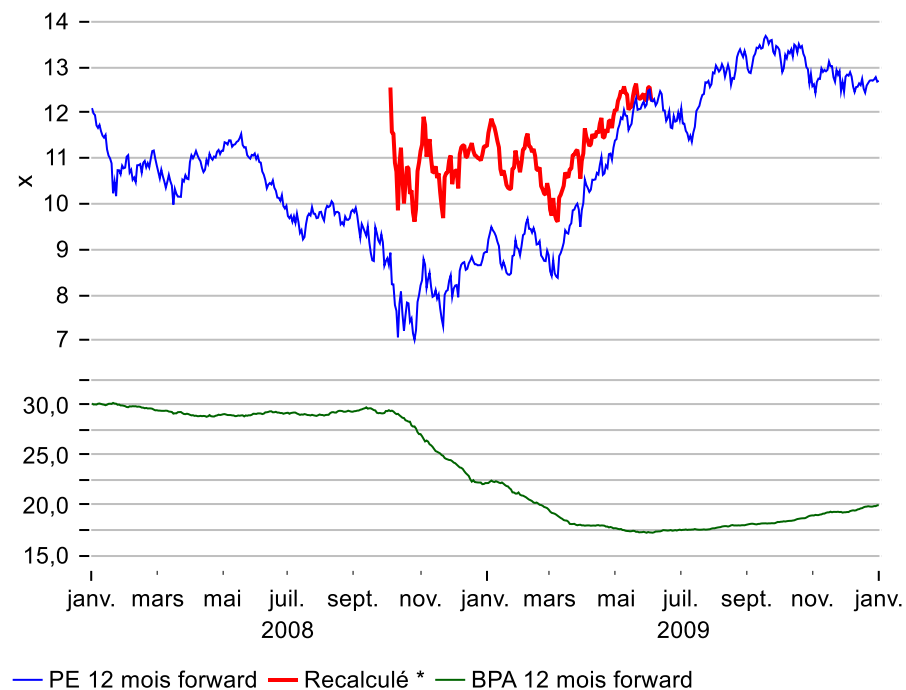
- La chute des ratios de valorisation tient au retard pris par les analystes pour réviser leurs prévisions de BPA
- Les banques centrales resteront en soutien de l'économie, limitant fortement la capacité de rebond des principaux taux souverains
- Ceci permettra aux indices actions (en particulier européens, où les rendements sont structurellement plus élevés) de retrouver le soutien dû au différentiel de rendement avec la classe obligataire
- Notre cible à 15,5x pour le PE 12 mois *forward* ne se situe qu'un petit cran au-dessus du niveau observé de 2015 à début 2018

⇒ **Nous maintenons une cible à fin 2020 à 15,5x pour le ratio PE 12 mois *forward*, les banques centrales ayant encore assoupli leurs politiques monétaires récemment**

# Stoxx Europe 600

## Quelle valorisation une fois les résultats ajustés ?

Stoxx Europe 600 : évolution du PER 12 mois *forward* en 2008-2009



\* PE 12 mois forward prenant en compte la révision de résultats finale (-41%) dès le début, puis linéarisée ensuite

Source : FactSet, CIC Market Solutions

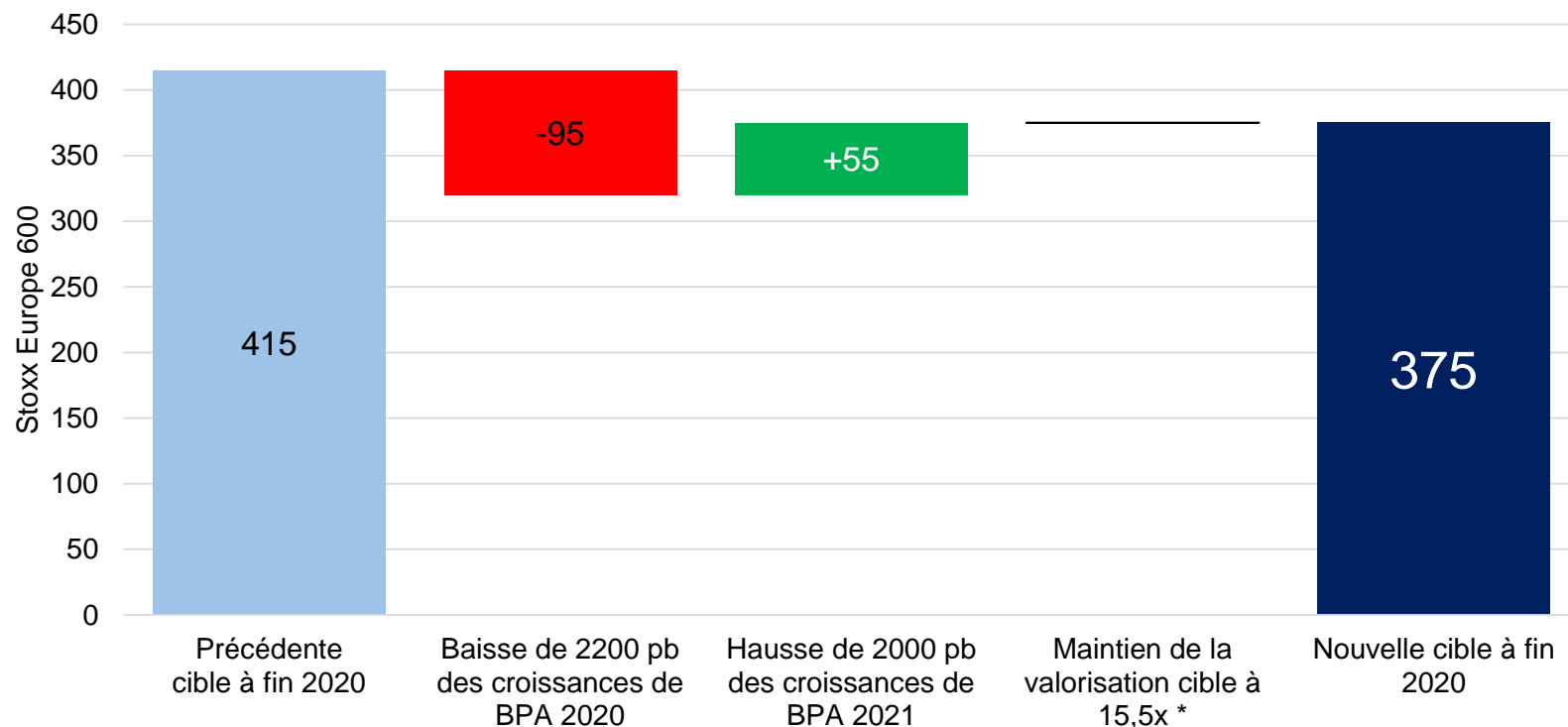
- Si les analystes financiers avaient suffisamment intégré la baisse à venir des résultats dès fin 2008, les ratios de valorisation ne seraient jamais passé en dessous de 10x, soit le bas de la fourchette de la période qui précédait la crise
- Nous anticipons que la situation va se répéter, si bien que la cible de 15,5x pour le PE 12 mois *forward*, le niveau attendu avant l'effondrement récent des indices, reste accessible

⇒ **Attention à trop extrapoler les niveaux actuels, qui intègrent déjà des révisions très significatives des résultats 2020 et 2021**

# Stoxx Europe 600

## Evolution de notre cours cible

### Stoxx Europe 600 : impact des différents éléments sur notre cours cible



\* En intégrant le soutien massif des banques centrales, qui resteront « behind the curve »

Source : FactSet, CIC Market Solutions

⇒ **Une forte capacité de rebond une fois l'épidémie enrayée, dans le sillage de l'activité, qui restera soutenue par les mesures monétaires et budgétaires**

# Stoxx Europe 600

## Nos hypothèses et sensibilités

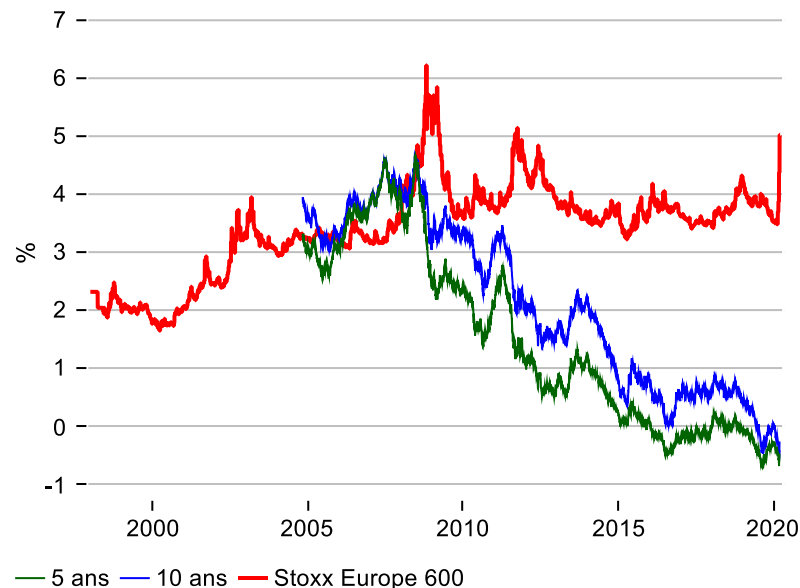
Upside et cours cible correspondant à un retour au niveau de PE 12 mois <i>forward</i> cible, fonction des hypothèses de croissance des BPA	PE 12 mois <i>forward</i> cible	Croissance des résultats nets			
		Prévisions actuelles par le consensus	Nos hypothèses		
			Scénario du pire	Scénario central	Scénario optimiste
à horizon fin 2020					
Cours spot Stoxx Europe 600 : 280		<b>Crois. BPA ajusté 2019</b> 2%	2%	2%	2%
		<b>Crois. BPA ajusté 2020</b> 3%	-40%	-27%	-15%
		<b>Crois. BPA ajusté 2021</b> 11%	20%	30%	20%
<b>18 mars 2020</b>	<b>10.6x</b>				
<b>Scénario optimiste</b>		<i>Cours cible</i>	<b>304</b>	<b>399</b>	<b>429</b>
Retour nettement au-dessus de la moyenne de 2015-2017	<b>16.5 x</b>	<i>Upside / Downside</i>	<b>9%</b>	<b>43%</b>	<b>54%</b>
<b>Scénario central</b>		<i>Cours cible</i>	<b>286</b>	<b>375</b>	<b>403</b>
Retour un cran au-dessus de la moyenne de 2015-2017	<b>15.5 x</b>	<i>Upside / Downside</i>	<b>2%</b>	<b>34%</b>	<b>44%</b>
<b>Scénario moyen avec prime</b>		<i>Cours cible</i>	<b>240</b>	<b>314</b>	<b>338</b>
Retour sur le milieu de fourchette de 2003-2007	<b>13.0 x</b>	<i>Upside / Downside</i>	<b>-14%</b>	<b>12%</b>	<b>21%</b>
<b>Scénario moyen</b>		<i>Cours cible</i>	<b>203</b>	<b>266</b>	<b>286</b>
Stabilisation sous le bas de fourchette de 2003-2007	<b>11.0 x</b>	<i>Upside / Downside</i>	<b>-27%</b>	<b>-5%</b>	<b>2%</b>
<b>Scénario pessimiste</b>		<i>Cours cible</i>	<b>166</b>	<b>217</b>	<b>234</b>
Retour vers points bas de 2008-2009	<b>9.0 x</b>	<i>Upside / Downside</i>	<b>-41%</b>	<b>-22%</b>	<b>-16%</b>

⇒ **Potentiel élevé en fin d'année si notre hypothèse d'un virus enrayé d'ici l'été s'avère**

# Thématique « Rendement »

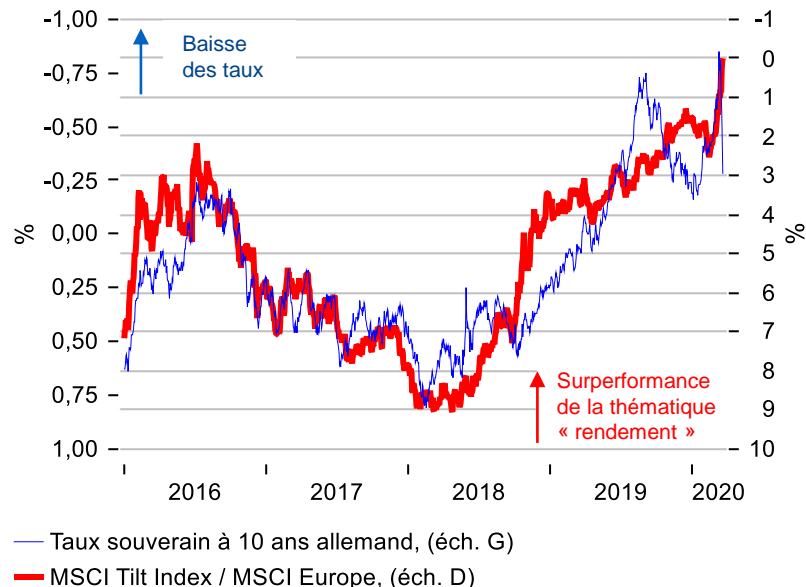
## Un axe toujours pertinent

Rendement 12 mois *forward* du Stoxx Europe 600 comparé à des taux souverains sûrs (FR/GB/DE/SW/CH/FI/NL) (%)



Source : FactSet, CIC Market Solutions

Evolution du taux souverain allemand à 10 ans et performance relative de l'indice MSCI Europe Tilt Dividend vs MSCI Europe (rebasée à 0 en fin de période)

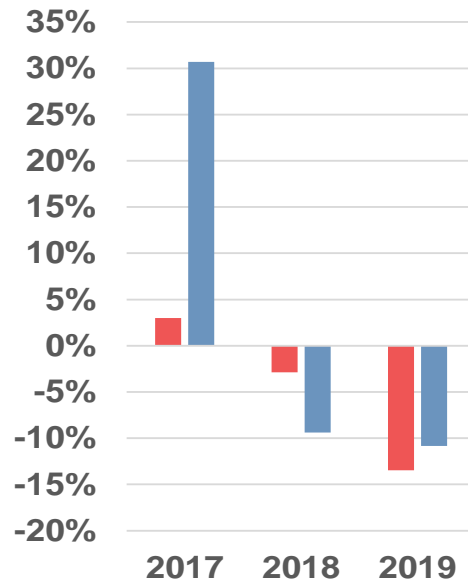


■ Le rebond récent des taux souverains a pénalisé plusieurs « secteurs » rendement, en particulier celui de l'immobilier. La tendance peut se poursuivre jusqu'à ce que l'épidémie soit mieux maîtrisée. Elle devrait s'inverser ensuite

⇒ **La thématique reste porteuse dans son ensemble malgré la remontée récente des taux souverains tant les inquiétudes concernant la croissance sont fortes**

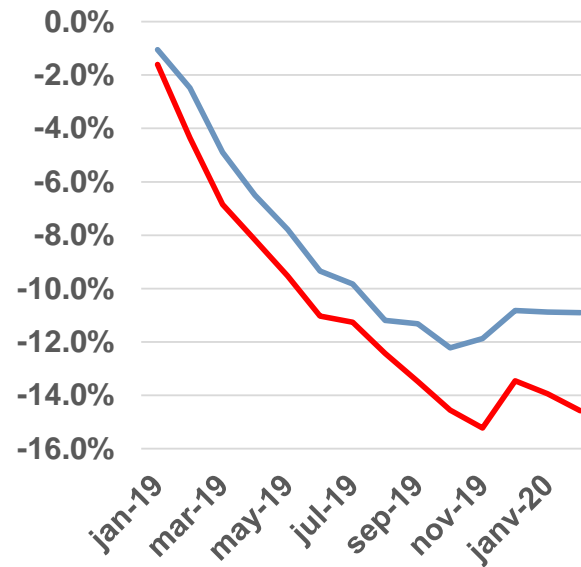
## Analyse des flux « actions » Large / Small

Evolution de la collecte de 2017 à 2019 (% du total des encours à fin d'année précédente)



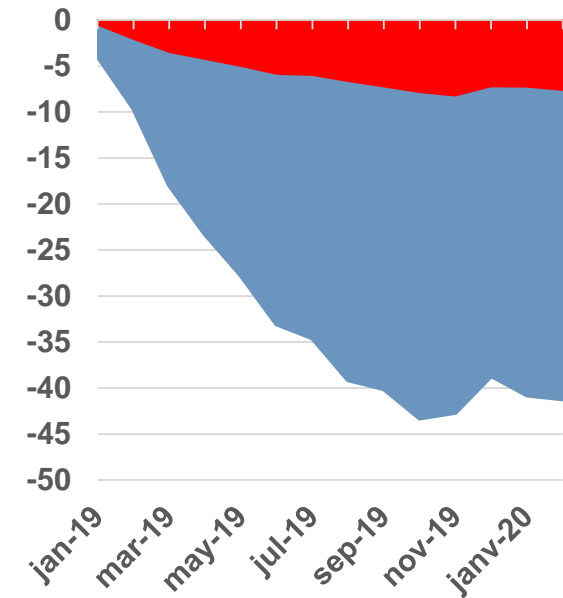
- Fonds actions Europe Small & Mid caps
- Fonds actions Europe Large Caps

Evolution de la collecte cumulée en 2019 (% du total des encours à fin 2018)



- Fonds Actions Europe Small & Mid Caps
- Fonds Actions Europe Large Caps

Evolution de la collecte cumulée en 2019 (MM€)



- Fonds Actions Europe Large Caps
- Fonds Actions Europe Small & Mid Caps

\* Fonds ouverts distribuables en Europe, hors fonds dédiés, fonds spéciaux, fonds institutionnels, réservés, contractuels ...) et hors mandats

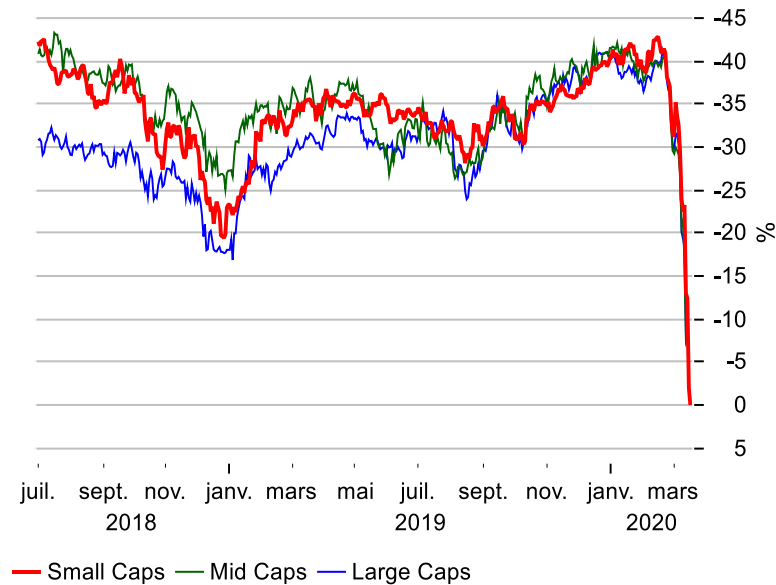
Source : Quantalys

⇒ Une prudence maintenue aussi bien envers les *big caps* que les *small caps*

# Thématique « *Small vs Large* »

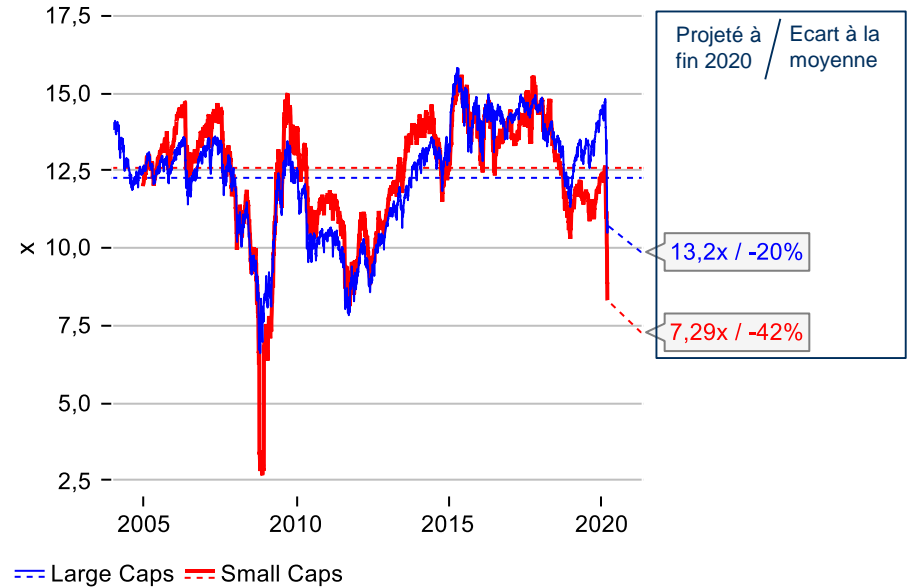
## Tous les types d'entreprise paient le prix

Performance médiane des indices Europe\*  
Large, Mid et Small caps\*\* (rebasée à 0% au dernier jour)



\* Entreprises cotées en Europe et suivies par au moins 4 analystes  
\*\* Small Caps : de 300 M€ à 1 MME de capitalisation flottante  
Mid Caps : de 1 MME à 4 MME  
Large Caps : plus de 4 MME

Evolution des PE 12 mois forward vs moyenne depuis 2004, avec projections à fin 2020 (Small et Large Caps)



Source : Macrobond, FactSet, CIC Market Solutions

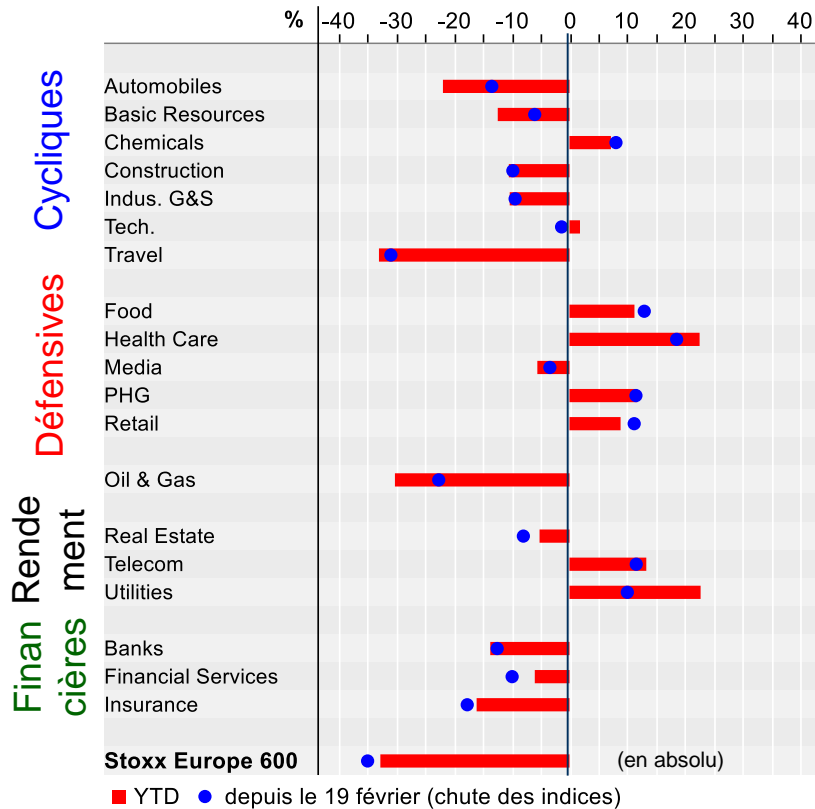
■ La vente massive d'ETF (en lien avec la défiance envers la classe « actions ») semble avoir relativement protégé les *Small Caps*, qui ont moins corrigé

⇒ Prudence maintenue sur les *small caps*

# Secteurs du Stoxx Europe 600

## Les secteurs « défensifs » résistent mieux

Stoxx Europe 600 : performances sectorielles relatives



Source : Macrobond, FactSet, CIC Market Solutions

- Nous différencions les perdants structurels, comme la plupart des acteurs automobiles, ou ceux actifs dans le domaine du pétrole, voire même dans les télécoms (d'autant qu'ils bénéficient aujourd'hui d'un effet d'aubaine qui ne durera pas) ...
- ... et des perdants conjoncturels, tels que Construction ou Tourisme/loisir, même ces derniers seront ceux les plus longtemps impactés par le coronavirus
- Les entreprises financières sont très décotées, en particulier les banques, mais leurs modèles économiques sont perçus comme risqués dans les phases de grande volatilité des marchés financiers

⇒ Les écarts de valorisation entre les secteurs se sont accrus, mais celles au sein de l'indice se sont resserrés. L'approche sectorielle reste approximative

# Marchés d'actions Europe

## Thématiques d'investissement porteuses

**TANT QUE L'ÉPIDÉMIE  
N'EST PAS ENRAYÉE**

**Entreprises moins exposées au creux  
conjoncturel** lié à l'épidémie et aux mesures de  
confinement

**Entreprises peu dépendantes du commerce  
international**, amené à rester sous forte pression  
dans les semaines à venir

**Entreprises fortement exposées à la Chine /  
l'Asie**, et qui n'auraient pas encore récupéré leurs  
pertes alors que le pic de l'épidémie semble  
dépassé dans cette zone

**Entreprises en capacité de maintenir des  
dividendes élevés mais aussi pérennes**, en  
évitant les secteurs fragiles (énergie notamment)

**UNE FOIS LE RISQUE  
SANITAIRE DÉPASSE**

**Entreprises cycliques, en continuant toutefois  
d'éviter les secteurs les plus fragiles  
structurellement** (automobile, énergie)

**Entreprises bien placées pour tirer profit d'une  
mutation fondamentale vers un meilleur respect  
de l'environnement**

**Entreprises peu endettées, moins fragiles à la  
remontée des taux structurels** engendrée par le  
rebond de l'activité mais aussi par la relance  
budgétaire

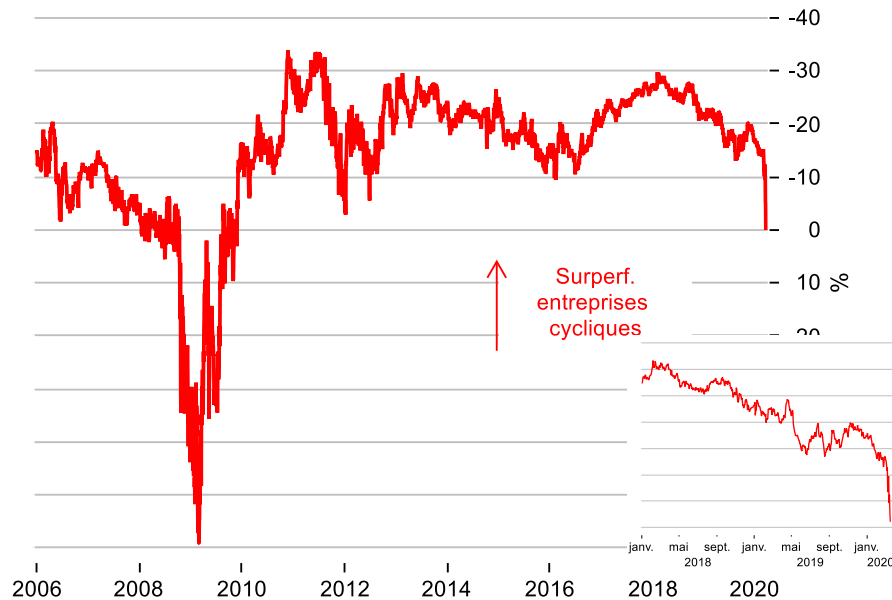
**Entreprises bien positionnées face à  
l'interventionnisme des Etats**, amené à  
s'accroître suite à la crise sanitaire et en prévention  
de la crise écologique

⇒ **En tenant compte bien sûr des niveaux de valorisation actuels**

# Thématique Cycliques

## Jusqu'à quand la nette sous-performance récente ?

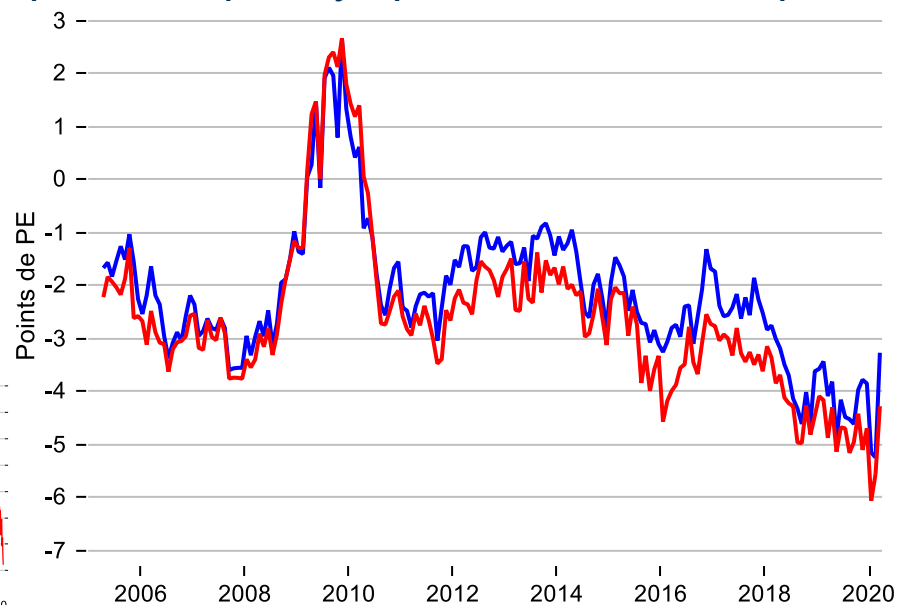
Stoxx Europe 600 : performance relative médiane de notre panier d'entreprises cycliques\* vs Stoxx Europe 600\*\*



Source : Macrobond, FactSet, CIC Market Solutions

\*\* Performance de l'indice pondérée par les flottants

Evolution de l'écart entre le PE 12 mois forward médian de notre panier d'entreprises cycliques\* et celui du Stoxx Europe 600



— Ecart de valorisation du panier "cycliques"

— Ecart de valorisation du panier "cycliques" hors automobile

\* 50 entreprises appartenant au Stoxx Europe 600 et dont la marge est particulièrement dépendante du cycle économique (liste des valeurs en annexe)

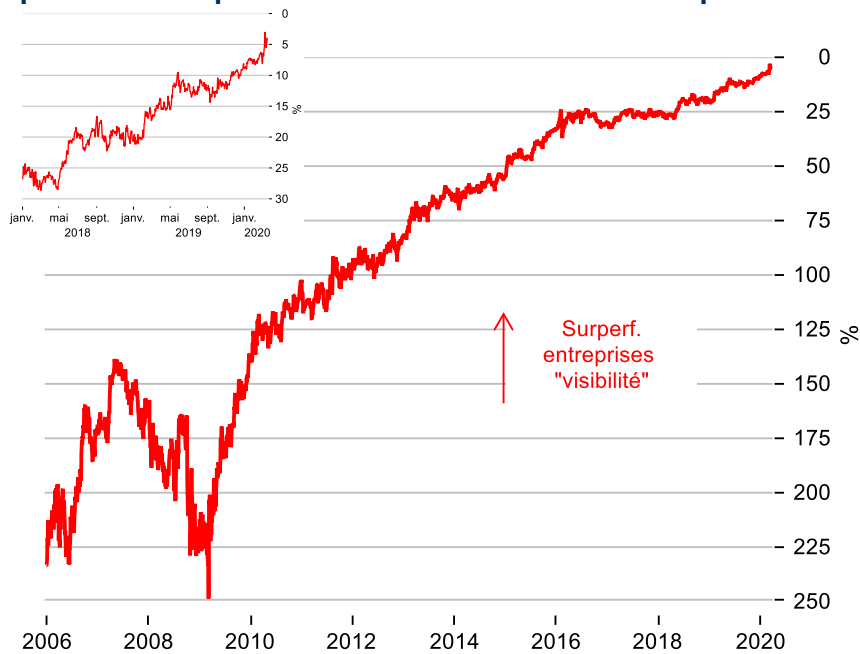
■ La forte chute des prévisions de résultats fait remonter les valorisations malgré la sous-performance de ce type d'entreprises. Un signe qu'il est trop tôt pour les surpondérer

⇒ **Peu d'espoir de surperformance tant que l'ampleur du creux conjoncturel est incertaine**

# Thématique « Visibilité »

## Surperformance quel que soit le contexte

Stoxx Europe 600 : performance relative médiane de notre panier d'entreprises « visibilité »\*\* vs Stoxx Europe 600\*\*\*

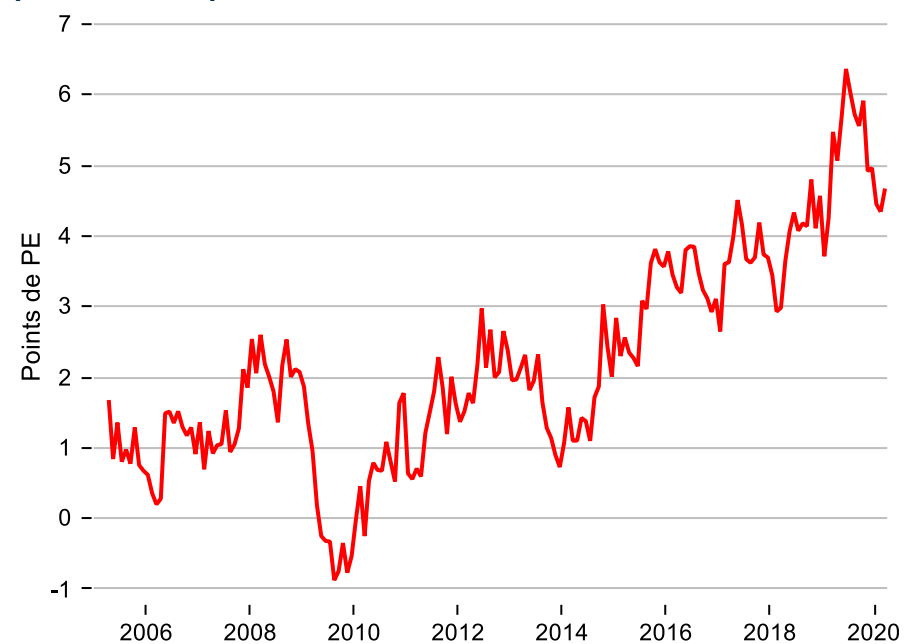


— Perf. relative du panier "visibilité" vs Stoxx Europe 600, 0% au dernier jour

Source : Macrobond, FactSet, CIC Market Solutions

\*\*\* Performance de l'indice pondérée par les flottants

Evolution de l'écart entre le PE 12 mois forward médian de notre panier d'entreprises « visibilité »\*\* et celui du PE du Stoxx 600



— Ecart de valorisation du panier "visibilité"

\* Equipondération des entreprises au sein du panier

\*\* 50 entreprises dont la stabilité des BPA est éprouvée depuis plus de dix ans (liste des valeurs en annexe)

■ Des entreprises qui restent chères par rapport à leur historique, mais qui devraient traverser la crise économique mieux que la moyenne

⇒ **Trop tôt pour sous-pondérer ces entreprises**

# Stratégie « Actions Europe »

## Prudence maintenue à court terme

### ■ Le début d'enraiment de l'épidémie reste l'enjeu clé

- > **Les indices actions resteront pour l'instant sous pression** en raison de la propagation du coronavirus partout dans le monde et de la multiplication des mesures de confinement, certains pays ayant pris du retard à l'instar des Etats-Unis
- > Il s'agit à présent de constater les fruits de ces mesures via un début d'enrayement tangible de l'épidémie dans au moins un des pays européens touchés, à l'instar de ce qui se confirme jour après jour en Chine et en Corée du Sud

### ■ Un creux conjoncturel très marqué mais un rebond rapide au S2-2020

- > La croissance économique mondiale sera fortement freinée par l'épidémie, ce qui se retrouvera dans les prévisions de résultats 2020, lesquelles commencent à peine à être sensiblement révisées à la baisse, en particulier en Europe. Nous tablons pour notre part sur 27% de baisse pour le BPA 2020 (vs +3% anticipé par le consensus aujourd'hui)
- > Toutefois, l'enrayement de l'épidémie dans les semaines à venir permettra un rebond de la croissance relativement rapide en deuxième partie d'année, d'autant que les mesures de soutien massives des banques centrales et des Etats accompagneront ce rebond. Cela se matérialisera par des croissances de résultats particulièrement fortes en 2021 (+30% vs +11% actuellement anticipé par le consensus) et par un niveau de valorisation en mesure de revenir vers son précédent point haut de 15,5x, offrant un potentiel haussier de +34% pour le Stoxx Europe 600 d'ici fin 2020

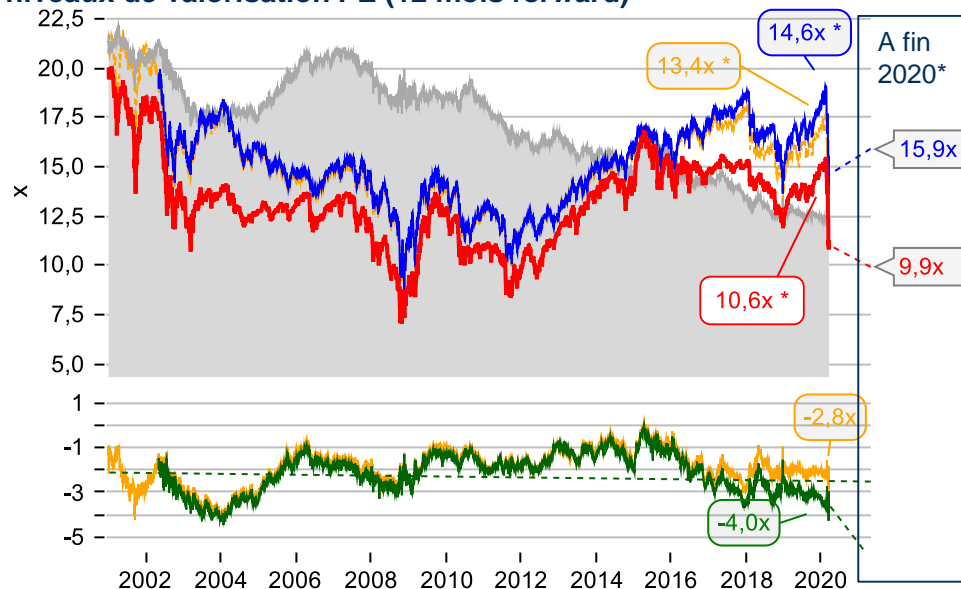
### ■ Nous privilégions des arbitrages sur la base des thématiques suivantes :

- > **Dans un premier temps**, le temps que l'épidémie soit enrayée : 1/ les entreprises fortement exposées à la Chine et qui auraient peu récupéré leur retard, compte tenu de l'amélioration de la situation sanitaire et économique de ce pays ; 2/ les secteurs relativement épargnés par la crise sanitaire et offrant des rendements élevés et à risque relativement faible (services aux collectivités, télécoms) ; 3/ les entreprises de taille intermédiaire, qui ont moins baissé pour l'instant, probablement en raison de ventes massives d'ETF qui les ont relativement épargnées
- > **Une fois le début d'enraiment de l'épidémie confirmé**, les entreprises et secteurs les mieux positionnés pour profiter de la ré-accélération de l'activité, même si nous continuons d'éviter ceux qui sont structurellement fragiles, à l'instar de l'automobile ou encore du secteur pétrolier (fin de l'accord OPEP+ et normes environnementales croissantes). En Europe, préférence à l'Allemagne, qui pourra profiter du rebond de la croissance et du commerce international. Les **Small Caps** pourront elles aussi profiter du regain d'appétit pour le risque

# Indices actions US vs Europe

## Un écart de valorisation très significatif

Stoxx Europe 600, S&P 500 et S&P 500 hors GAFAM\*\* : niveaux de valorisation PE (12 mois forward)

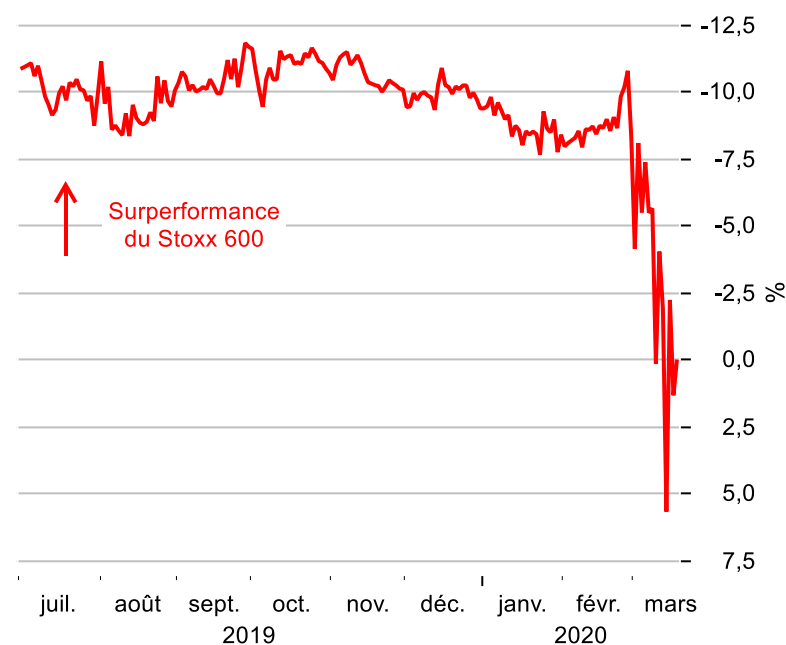


- Stoxx Europe 600, (éch. G)
- S&P 500, (éch. G)
- S&P 500 hors GAFAM, (éch. G)
- Performance relative, (éch. D)
- Spread
- Régression
- Spread vs S&P 500 hors GAFAM

\* Projections sur la base du consensus FactSet

\*\* GAFAM = Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft

Stoxx Europe 600 vs S&P 500 : évolution de la perf. relative (rebasée à 0% au dernier jour)



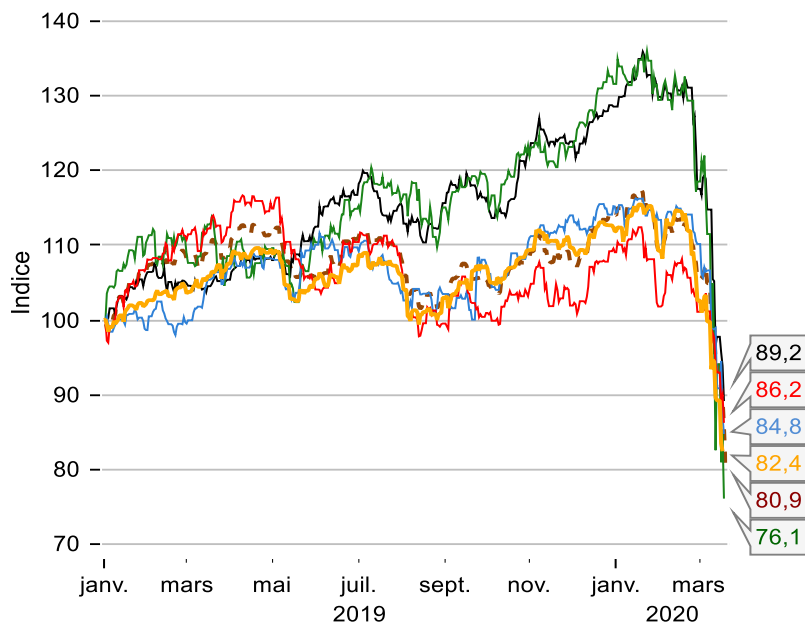
Source : FactSet, Macrobond, CIC Market Solutions

⇒ **La capacité de relance aux Etats-Unis est mieux établie qu'en Europe, même si ce pays peine à réaliser l'ampleur des difficultés. Au moindre signe d'accalmie, l'Europe surperformera**

# Indices actions émergents

## Correction généralisée

Indices actions des pays émergents (référence monnaie locale)  
évolution rebasée à 100 depuis le 01/01/2019



— Asie hors Chine et Japon\*\* — Hang Seng (Chine)  
— Sensex 30 (Inde) — Ibovespa (Brésil) — MOEX (Russie)  
— Indice propriétaire\* pays émergents

Source : Macrobond, CIC Market Solutions

- Les pays qui faisaient la course en tête ont perdu toute leur avance, en Russie à cause de la baisse du pétrole, et au Brésil du fait des perturbations politiques
- La meilleure résistance de la Chine devrait se confirmer maintenant que la pays est en avance pour gérer l'épidémie

\* **Indice propriétaire Pays Emergents** : pondération des indices phares en monnaie locale des pays émergents par la taille des économies

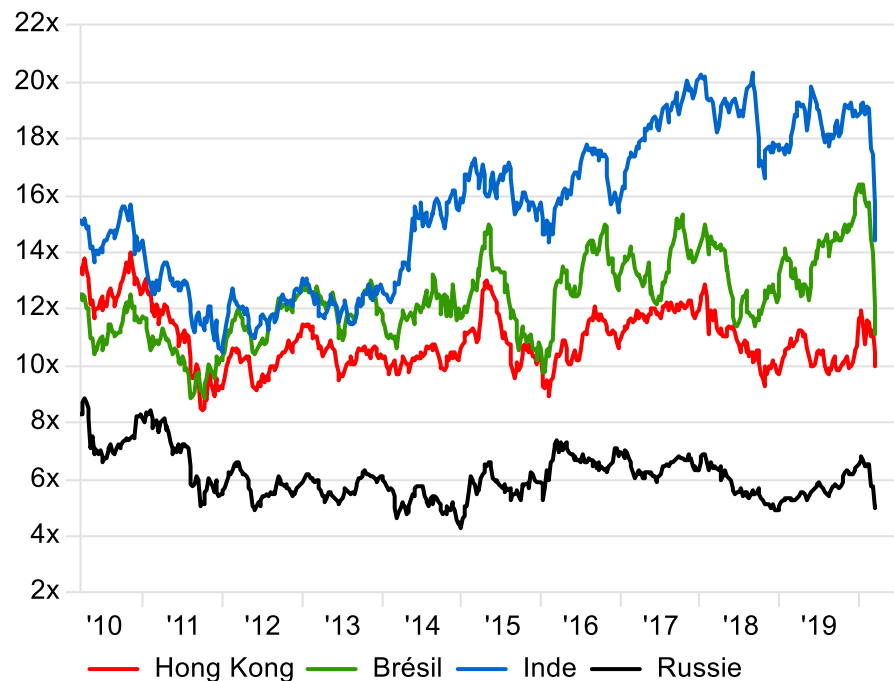
\*\* **Poids dans l'indice Asie hors Chine et Japon** : Inde (33%), Corée du Sud (19%), Taiwan (16%), Thaïlande (9%), Singapour (6%)

⇒ **Les indices chinois sont à présent les mieux positionnés en relatif à leurs pairs, à condition que la situation à Hong Kong reste plus apaisée**

# Indices actions émergents

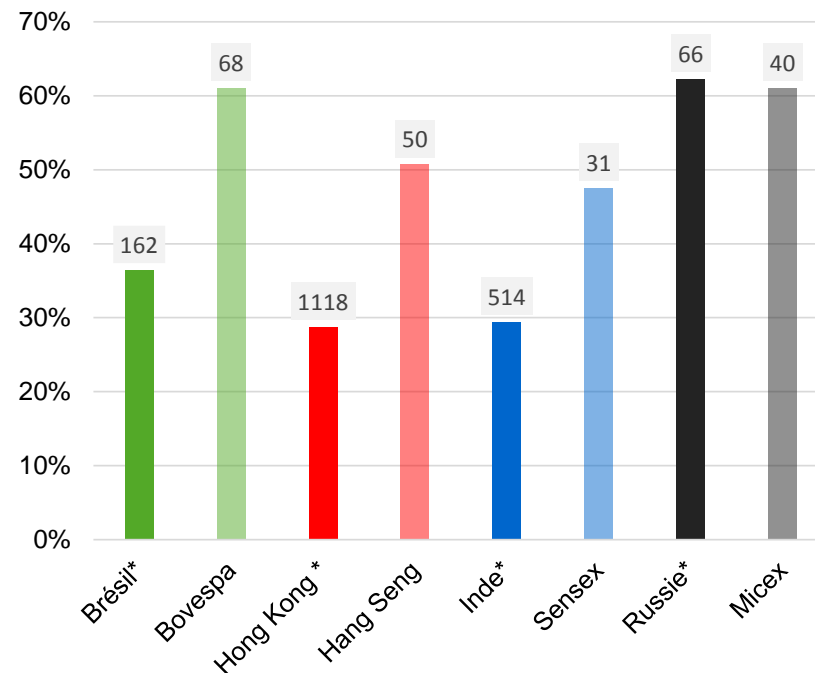
## Niveaux de valorisation

Niveau de valorisation – PE 12 mois forward (indices FactSet)



Source : FactSet, CIC Market Solutions

Poids des 5 plus grandes entreprises nationales dans la capitalisation flottante et nombre d'entreprises incluses au sein des indices émergents



\*Indices FactSet sur lesquels reposent nos hypothèses

Source : Bloomberg, FactSet, CIC Market Solutions

⇒ **Sur le seul sujet de la valorisation, la Brésil a perdu sa prime. L'Inde, qui sert de refuge, reste toujours chère**

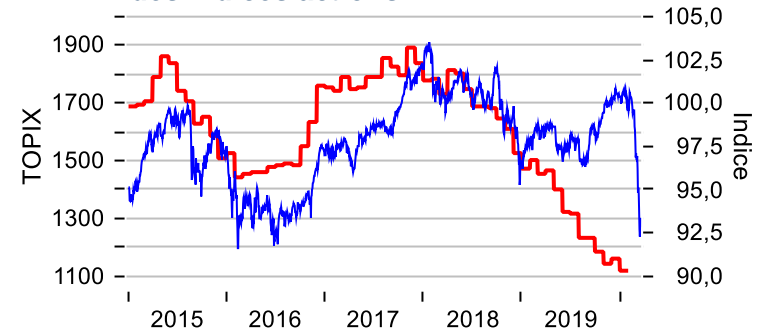
# Indices japonais

## La BoJ en support

### Nikkei : évolution du PE 12 mois forward

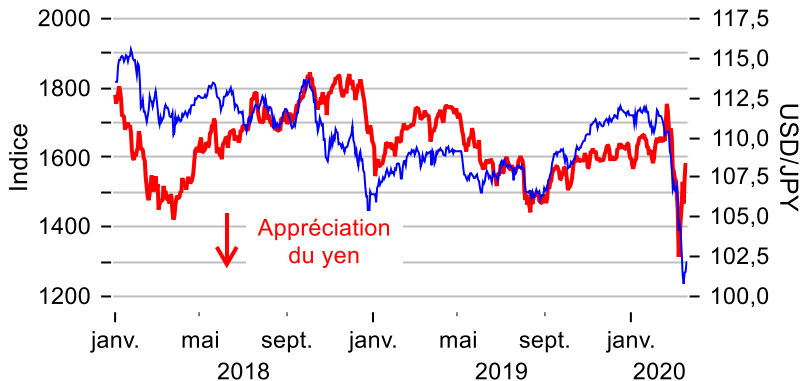


### Japon : évolution comparée de l'activité économique et des indices actions



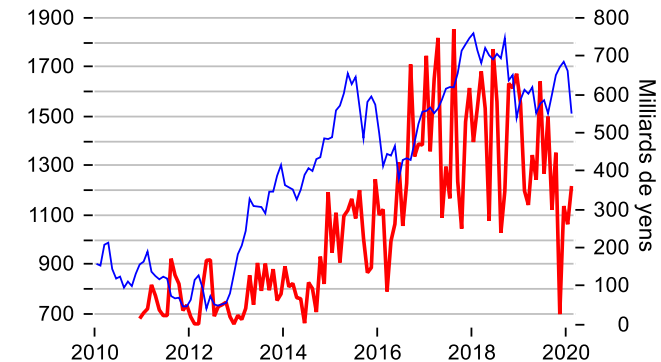
— TOPIX, (éch. G)  
— Indicateur avancé de l'activité au Japon, Cabinet Office, (éch. D)

### Japon : évolution comparée de la devise et des indices actions



— TOPIX, (éch. G) — JPY par USD, (éch. D)

### TOPIX vs achats d'ETFs de la Banque du Japon



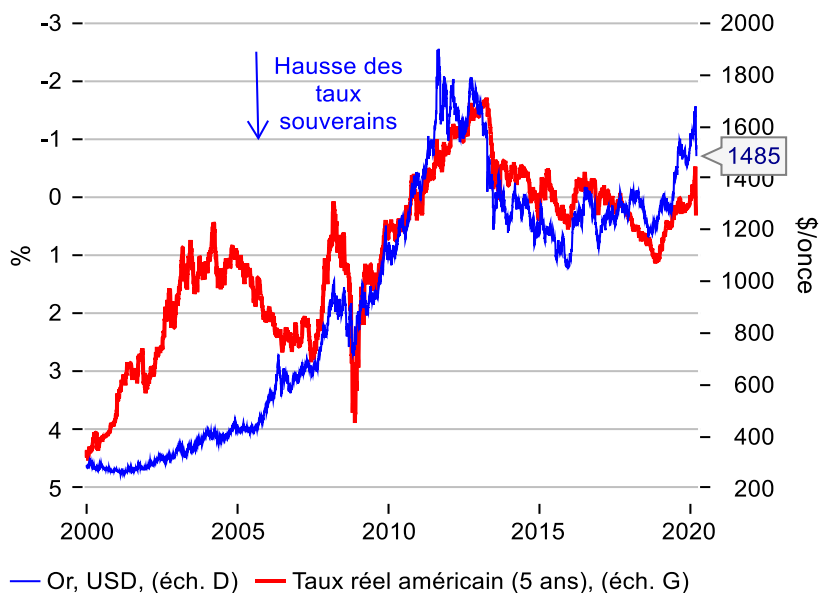
— TOPIX, (éch. G)  
— Achats d'ETFs de la Banque du Japon, (éch. D)

⇒ **La BoJ va accélérer ses achats d'ETF, ce qui permettra de limiter la baisse des indices. La croissance sera cependant fortement abîmée du fait de la vigueur du yen**

# Or

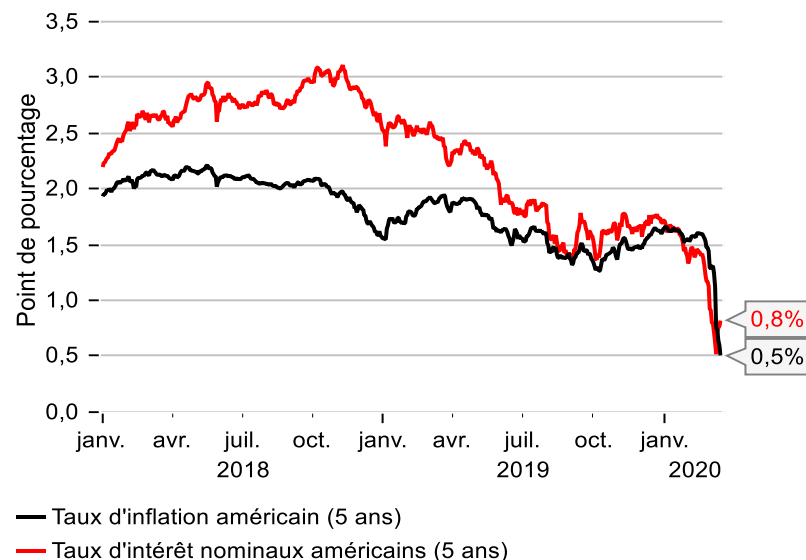
## Perturbé par les prises de profit

### Performance comparée de l'or et des taux souverains réels US à 5 ans



Source : MacroBond, CIC Market Solutions

### Composition des taux souverains réels US à 5 ans depuis 2016



- L'or rechute malgré les craintes liées au coronavirus (et des tensions au Moyen-Orient), et ce à cause de : 1/ la remontée des taux due aux craintes quant à l'impact des plans de relance sur l'offre de dettes souveraines ; 2/ les prises de profit pour faire face à des pertes importantes sur d'autres classes d'actifs

⇒ **Pour l'heure, l'or a perdu son statut de valeur refuge, et son évolution est très imprévisible car dépendante de l'ampleur des pertes à venir sur d'autres actifs**

# Clés d'arbitrage

## Nos réponses

La **situation sanitaire** est-elle hors de contrôle ?

Une **longue bataille**, mais peut encore être gagnée

Le coronavirus précipitera-t-il une **fin de cycle** ?

Un **creux conjoncturel profond**, avant un rebond. Pour s'en assurer, des mesures fortes (banques centrales / Etats) qui doivent permettre de tenir jusqu'à ce que les contraintes sanitaires soient levées

Quelle peut être l'ampleur du **rebond économique** ?

Les Etats prendront davantage de mesures pour accélérer le rebond

Vers une modification de l'équilibre offre/demande sur les **marché obligataires** ?

Les banques centrales ne laisseront pas les taux souverains monter à des niveaux insoutenables

L'**euro** peut-il encore remonter ?

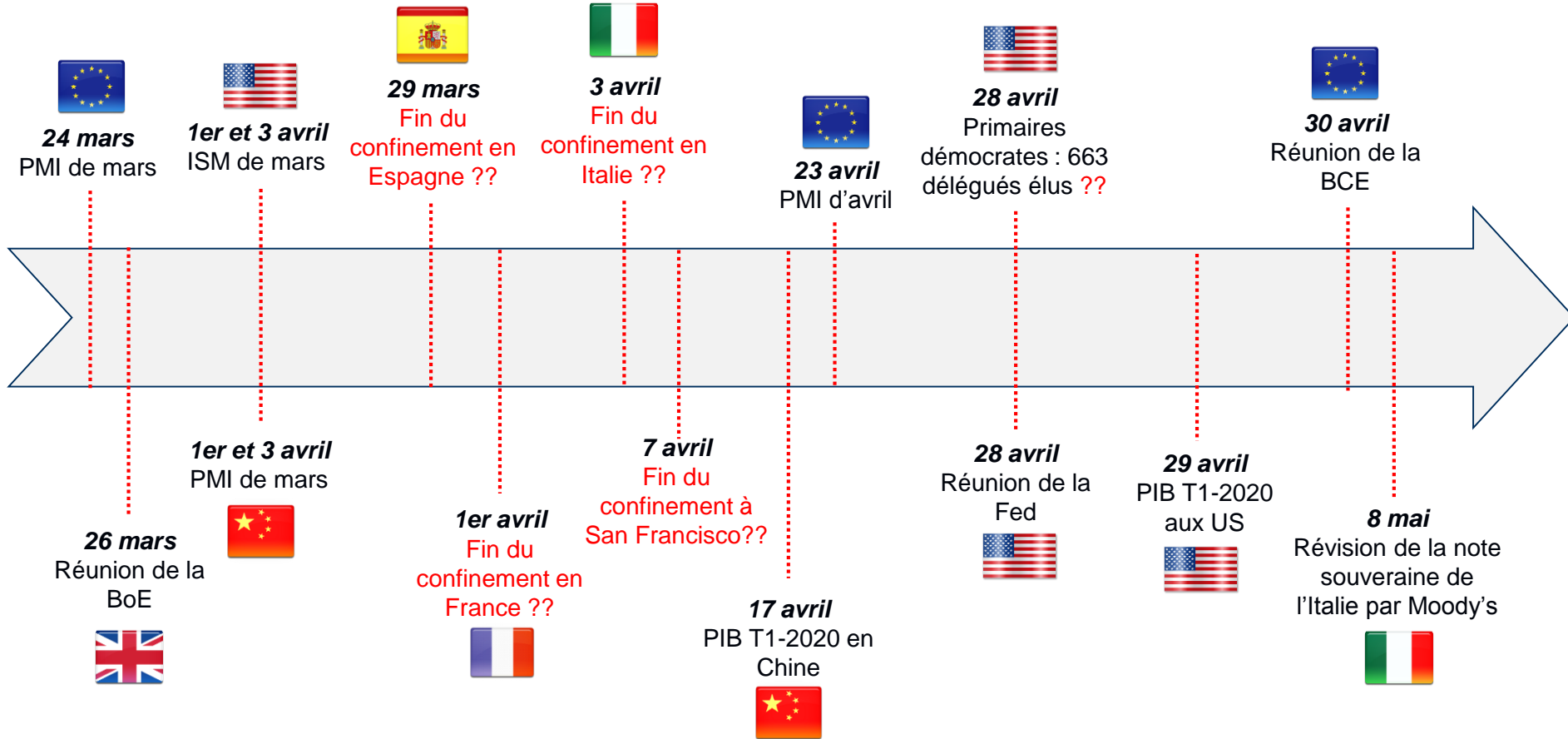
Cher face au reste du monde, **bon marché face au dollar**

**Marchés d'actions** : quand y revenir ?

La **probabilité de baisse à court terme** reste élevée, mais les cours devraient finir plus élevés qu'aujourd'hui à fin 2020

# Echéancier de l'aversion au risque

## Calendrier des prochains mois



⇒ **Les banques centrales pourront encore surprendre en agissant hors des réunions. Les indicateurs de croissance passe au 2<sup>ème</sup> plan derrière l'évolution de la crise sanitaire**

# Quels enseignements tirer de l'épidémie ?

## *La lumière au bout du tunnel*

Des pays parviennent  
à enrayer le virus

Le pétrole  
structurellement  
moins cher

Les sondages  
donnent D. Trump  
perdant

Accélération de la lutte contre le  
dérèglement climatique : la crise  
sanitaire est une répétition en  
format court des conséquences

⇒ **Si, pour l'heure, l'épidémie n'est toujours pas enrayerée, des signaux encourageants apparaissent**

# *Annexes*

# Annexes

## Liste des entreprises cycliques\*

adidas AG	Dialog Semiconductor plc	Randstad NV
Airbus SE	easyJet plc	Renault SA
Air France-KLM SA	Electrolux AB Class B	Rio Tinto plc
ams AG	Faurecia SA	Skandinaviska Enskilda Banken AB
ArcelorMittal SA	Fiat Chrysler Automobiles N.V.	Societe Generale S.A. Class A
Arkema SA	GALP Energia SGPS SA Class B	Solvay SA
ASM International N.V.	Georg Fischer AG	STMicroelectronics NV
ASML Holding NV	Hammerson plc	Stora Enso Oyj Class R
Banco de Sabadell SA	Infineon Technologies AG	TechnipFMC Plc
BASF SE	Intesa Sanpaolo S.p.A.	Thales SA
BNP Paribas	KGHM Polska Miedz S.A.	thyssenkrupp AG
Boliden AB	Kingfisher Plc	Total SA
BP p.l.c.	LANXESS AG	UNITE Group plc
Commerzbank AG	MTU Aero Engines AG	Valeo SA
Daimler AG	NATIXIS	voestalpine AG
Deutsche Post AG	Peugeot SA	Volkswagen AG Pref
Deutsche Lufthansa AG	Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.	

Source : FactSet, CIC Market Solutions

\* 50 entreprises appartenant au Stoxx Europe 600 et dont la marge est particulièrement dépendante du cycle économique

# Annexes

## Liste des entreprises « visibilité\* »

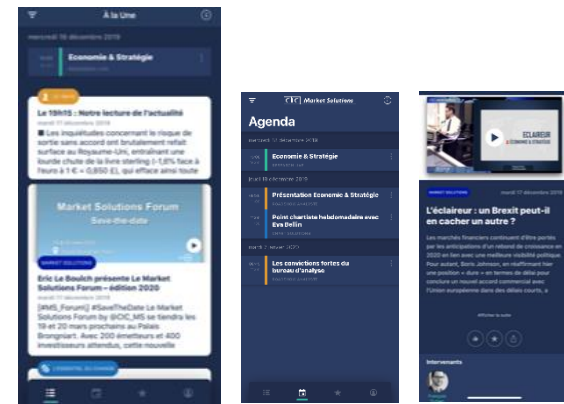
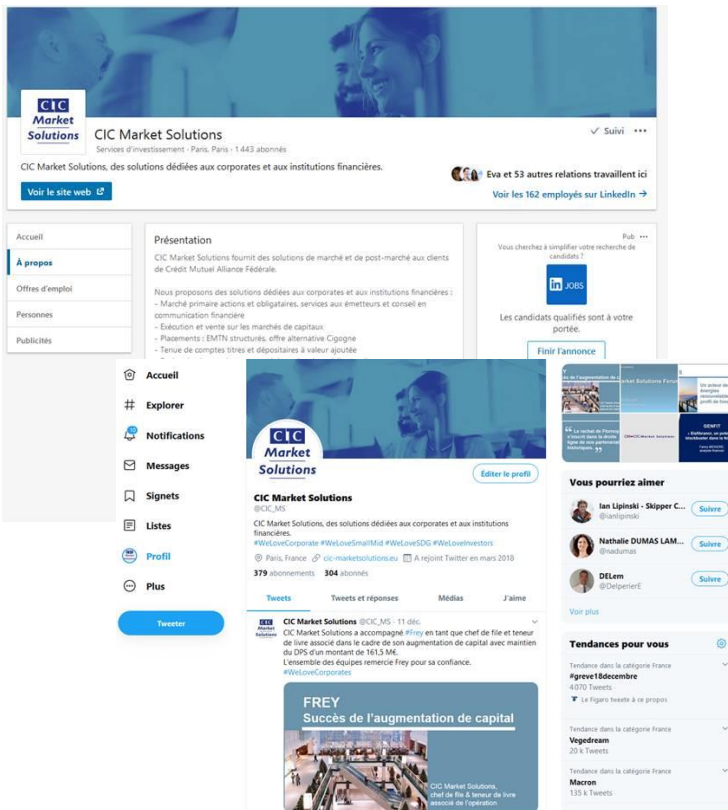
AAK AB	EMS-CHEMIE HOLDING AG	Pernod Ricard SA
Aedifica SA	Enagas SA	Prudential plc
Air Liquide	Etablissements Franz Colruyt N.V.	Recordati Industria Chimica e Fa
ASSA ABLOY AB Class B	Halma PLC	Red Electrica Corp. SA
Associated British Foods plc	Heineken NV	Rightmove plc
Bechtle AG	Hermes International SCA	Roche Holding AG
British American Tobacco p.l.c.	Iberdrola SA	Royal Ahold Delhaize N.V.
Bunzl plc	Imperial Brands PLC	Safran S.A.
Chocoladefabriken Lindt & Spruengli	Informa Plc	SAP SE
CNP Assurances SA	JD Sports Fashion Plc	Spirax-Sarco Engineering PLC
Cofinimmo SA	Legrand SA	Swedish Match AB
Compass Group PLC	London Stock Exchange Group plc	Terna S.p.A.
CTS Eventim AG & Co. KGaA	L'Oreal SA	Unilever NV
Dassault Systemes SA	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton	United Utilities Group PLC
DCC PLC	Nestle S.A.	VINCI SA
Derwent London plc	NIBE Industrier AB Class B	WH Smith PLC
Elisa Oyj Class A	Partners Group Holding AG	Wolters Kluwer NV

Source : FactSet, CIC Market Solutions

\* 50 entreprises du Stoxx Europe 600 dont la stabilité des BPA est éprouvée depuis plus de dix ans

# Présence digitale

➤ Sur **LinkedIn** et **Twitter**, l'actualité de **CIC Market Solutions** : parutions d'études, analyses de l'actualité économique, visites de site, évènements organisés, prix, distinctions et nominations....



➤ Sur **l'application mobile**, l'analyse de l'actualité économique en continu et en vidéo à travers des programmes quotidiens (Morning meeting) et hebdomadaires (Conf Call, Chart Solutions,...). Retrouvez l'actualité des sociétés par leur dirigeant, nos analyses, et nos publications phare à lire : le 8h15 et le 19h15. Egalement un agenda pour retrouver tous nos évènements.



Application disponible sur iOS et Android

# Versions précédentes

- T1-2020 L'horizon commence à s'éclaircir
- T4-2019 Jusqu'où iront-ils ?
- T3-2019 Le match : D. Trump vs les banques centrales
- T2-2019 Le cycle n'est pas à son terme
- T1-2019 Un chemin vers la sortie
- T4-2018 La croissance plie mais ne rompra pas
- T3-2018 Trump complique la donne
- T2-2018 Un environnement favorable mais durablement plus volatil
- T1-2018 La lente remontée de l'inflation nous protège
- T4-2017 Tout est question d'inflation
- T3-2017 La longue marche vers l'inflation
- T2-2017 Après le temps des promesses, celui des actes
- T1-2017 Beaucoup de promesses
- T4-2016 La croissance à l'épreuve du risque politique
- T3-2016 Brexit : un saut dans l'inconnu
- T2-2016 Le spectre de l'inflation
- T1-2016 L'Europe a une carte à jouer
- T4-2015 Crise de confiance
- T3-2015 La Fed va ouvrir le bal
- T2-2015 Une croissance suffisante pour éviter la sortie de route
- T1-2015 Le pétrole rebat les cartes
- T4-2014 Le choc des Titans
- T3-2014 Divergences
- T2-2014 La difficile normalisation
- T1-2014 Les Banques centrales toujours aux commandes
- T4-2013 A mi-chemin
- T3-2013 S'adapter à la remontée des taux
- T2-2013 Un bénéfice du doute précaire
- T1-2013 Sur de bons rails
- Nov-2012 Perspectives 2013 - Sortie de crise... mais quand ?
- T4-2012 Encore quelques mois de gagnés
- T3-2012 A la recherche d'un prêteur en dernier ressort
- T2-2012 Mais où est passée la crise ?
- T1-2012 La réduction de l'aversion au risque ne sera pas linéaire
- Nov-2011 Stratégie d'investissement dans un monde contraint au désendettement
- T4-2011 Pas de rebond sans que les dirigeants politiques ne prennent leurs responsabilités
- T3-2011 Ne pas vendre la peau de la croissance avant de l'avoir tuée
- T2-2011 Sur la corde raide
- T1-2011 Jusque là, tout va bien
- T4-2010 La croisée des chemins
- T3-2010 La quadrature du cercle
- T2-2010 A la recherche d'opportunités d'arbitrage
- T1-2010 Macro contre micro



**Banca Akros S.p.A.**  
 Viale Eginardo, 29  
 20149 Milano  
 Italy  
 Phone: +39 02 43 444 389  
 Fax: +39 02 43 444 302



**Caixa-Banco de Investimento**  
 Avenida João XXI, 63  
 1000-300 Lisboa  
 Portugal  
 Phone: +351 21 389 68 00  
 Fax: +351 21 389 68 98



**CIC (Crédit Industriel et Commercial)**  
 6 avenue de Provence  
 75009 Paris  
 France  
 Phone: +33 1 53 48 81 93  
 Fax: +33 1 53 48 82 25



**GVC Gaesco Valores, SV, SA**  
 C/- Fortuny 17  
 28010 Madrid  
 Spain  
 Phone: +34 91 436 7813



**Disclaimer:**

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the latest relevant published research on single stock. Research is available through your sales representative. ESN will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. Only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document.

For additional information and individual disclaimer please refer to [www.esnpartnership.eu](http://www.esnpartnership.eu) and to each ESN Member websites: [www.bancaakros.it](http://www.bancaakros.it), [www.caixabi.pt](http://www.caixabi.pt), [www.valores.gvcgaesco.es](http://www.valores.gvcgaesco.es), [www.cic-marketsolutions.eu](http://www.cic-marketsolutions.eu)



European Securities Network LLP

Registered office c/o Withers LLP  
 16 Old Bailey - London EC4M 7EG



**FRANCE**

---

**CIC Market Solutions**

**CIC**

6 avenue de Provence  
75009 Paris

Tel. : +33 (0)1 53 48 81 93

---



**ETATS-UNIS**

---

**CIC Market Solutions**

**Member FINRA / SIPC**

**c/o CIC New York**

520 Madison Ave.  
New York, NY 10022

Tel. : +1 (212) 659 6250

Fax : +1 (212) 715 4472

---

**Disclaimer**

Le présent document est confidentiel. Il vous est remis pour votre seule information et ne doit pas être reproduit, ni diffusé à toute autre personne, ni publié, intégralement ou partiellement, pour quelque motif que ce soit.