

Ce document est uniquement destiné aux journalistes et aux clients professionnels en France et uniquement aux clients professionnels en Belgique. Il n'est pas pour l'usage des clients non professionnels.



Bernard Aybran

Directeur de la multigestion
Invesco Asset Management

« Tous les ans au moins depuis 10 ans, nous démarrons avec des attentes hautes et ajustons ensuite à la baisse ces prévisions tout au long de l'année. »

Croissance des bénéfiques pour 2020 : les attentes ambitieuses du consensus peuvent-elles se concrétiser ?

Macro ou micro ? Top-down ou bottom-up ? Les investisseurs choisissent bien souvent l'une ou l'autre des deux approches : se concentrer sur l'analyse des sociétés cotées ou bien, au contraire, sur les grandes tendances macro-économiques. Les deux approches sont bien évidemment liées puisque, de manière agrégée, les sociétés ne peuvent pas durablement augmenter leurs bénéfiques sans croissance de la demande. En ce début d'année, l'un des grands paramètres qui dirige la macro-économie américaine s'avère très favorable puisque la Banque Centrale continue à fournir une liquidité abondante. En revanche, à l'échelle mondiale, la croissance bénéficiaire pourrait approcher d'un point d'inflexion, en particulier si quelques grandes économies venaient à ralentir significativement.

QE or not QE ? Le débat fait rage aux Etats-Unis depuis plusieurs mois. Alors que la Banque Centrale Européenne a repris, sans ambiguïté, ses achats d'actifs, l'intervention de la Réserve Fédérale américaine est plus ambiguë : liquidité offerte sur les marchés de prises en pension (ou *repo*) mais surtout achats à un rythme mensuel de 60 milliards de dollars de bons du Trésor américain à court terme afin de remonter le niveau de liquidité dans le système bancaire. Alors que Jerome Powell est personnellement intervenu pour défendre cette intervention et surtout rappeler qu'elle ne constituait pas un assouplissement quantitatif¹, de nombreuses voix, parmi lesquelles Robert Kaplan, président de la Federal Reserve Bank de Dallas, est venu mitiger quelque peu ce point de vue². Au-delà de l'appellation, il est important de considérer la relation entre prix des actifs et taille du bilan de la Banque Centrale. Elle semble peu stable et non linéaire. Par exemple le resserrement de son bilan en 2017 et 2018 a été une période où les marchés ont, en moyenne, poursuivi leur progression. Mais il semble cependant difficile de nier la pression qui peut s'exercer dans un contexte de taux bas et d'années de répression financière : les investisseurs doivent acheter des actifs obligataires qui offrent encore du rendement, d'autant plus que les autorités monétaires semblent à l'aise avec l'idée de conserver à long terme un stock supérieur à 10 000 milliards de dette à taux négatif. Les prix des actifs plus risqués comme les actions semblent eux aussi bénéficier de l'apport de liquidité avec des hausses significatives et ininterrompues depuis le mois d'octobre. Il convient de continuer à observer la situation avec attention et d'autres développements peuvent bousculer les marchés, en témoignent les développements liés au coronavirus. Mais, tant que deux des plus grandes Banques Centrales au monde fournissent activement de la liquidité sur les marchés, il semble difficile de se résoudre à adopter un positionnement trop défensif.

Si, parmi les grands indicateurs macro-économiques, la liquidité reste au rendez-vous, reste à voir dans quelle mesure les bénéfiques des entreprises pourront continuer à progresser. **La relation entre macro et micro-économie existe, mais elle s'avère bien instable et peu linéaire.**

Le début d'une nouvelle année est toujours un moment privilégié pour fixer de nouveaux objectifs et prendre de bonnes résolutions. Sur les marchés financiers, une nouvelle année démarre avec une attention particulière accordée aux prévisions de croissance des bénéfiques des entreprises. Tous les ans au moins depuis 10 ans, nous démarrons avec des attentes hautes et ajustons ensuite à la baisse ces prévisions tout au long de l'année. La réalité en fin d'année est bien différente des anticipations qui prévalaient douze mois auparavant. **Après une croissance des bénéfiques par action voisine de zéro en 2019, pour 2020 le consensus attend un rebond des bénéfiques de 8,9% au niveau mondial, 9,4% aux Etats-Unis, 10% en zone**

1 "This is not QE. In no sense is this QE" a déclaré Jerome Powell en octobre 2019.

2 "It is a derivative of QE in that when we buy bills and we inject more liquidity, it affects all risk assets" a déclaré Robert Kaplan en janvier 2020.

3 Source, Barclays, IBES, janvier 2020.

euro, 6,7% au Royaume-Uni et 15% pour les actions émergentes³. Tout comme l'an dernier, les attentes reposent beaucoup sur les valeurs cycliques et les banques. Ces niveaux impliqueraient un niveau de croissance de l'économie mondiale de l'ordre de 3,5% à 4%, ce qui semblerait bien optimiste à l'égard du niveau actuel établi par le consensus à 3,1%⁴. Dans le passé, le « point mort » pour une croissance positive des bénéfices s'est situé à 3% de croissance du PIB mondial. En d'autres termes, dans le passé, un rythme de croissance de l'économie mondiale inférieur à 3% a conduit à une contraction des bénéfices. Si la croissance des bénéfices est fortement corrélée à l'activité économique, elle l'est moins avec la performance des marchés, du moins à court terme. Ce qui peut être une bonne nouvelle, ou pas. L'avenir nous le dira. Et nous aurons douze mois pour ajuster.

Quelques changements **dans les stratégies multi-gérants Invesco** au mois de janvier. Sur la partie actions, nous maintenons un positionnement constructif. Cependant, il convient de prendre en compte les récents développements liés à l'épidémie de Coronavirus. Si de nombreuses incertitudes subsistent, il semble clair à l'heure actuelle que la croissance économique asiatique va souffrir à court terme. Les portefeuilles ont donc été rééquilibrés en faveur des actions américaines et au détriment des actions asiatiques, aussi bien émergentes que japonaises. Sur les investissements obligataires, le crédit reste privilégié puisqu'il bénéficie toujours d'une prime de risque décente bien qu'en baisse significative. Dans un contexte de relative stabilité macro-économique, ces instruments bénéficient de réels facteurs de soutien. En termes d'expositions aux devises, une exposition modérée au dollar américain est maintenue et un panier de devises émergentes à haut rendement est conservé dans les portefeuilles où cela est possible.

Comme va janvier, va l'année ? C'est du moins ce que soutient un adage boursier. De fait, sur la plupart des grands indices actions, un mois de janvier négatif a prélué à une année entière négative dans plus de 75% des cas. Si, on ne le répètera jamais assez, les performances passées ne préjugent pas de l'avenir, le rythme de croissance des économies mondiales placent les marchés dans une situation où un ralentissement supplémentaire serait difficile à supporter. Dès lors, la moindre crainte, qu'elle provienne de tensions géopolitiques ou de menaces virales, devient susceptible de rendre les investisseurs particulièrement nerveux. Après une longue période de calme profond, la volatilité pourrait revenir sur les marchés, ce qui est rarement agréable.

4 Sources Barclays, Bloomberg, Janvier 2020.

A propos de l'équipe de multigestion d'Invesco Asset Management

Créée en 1994, l'équipe de multigestion d'Invesco propose des fonds de fonds ouverts, des fonds multigestion labellisés ainsi que des services en conseil d'allocation d'actifs à des investisseurs en Europe.

Achévé de rédiger le 31 janvier 2020.

Ce document est uniquement destiné aux journalistes et aux clients professionnels en France et uniquement aux clients professionnels en Belgique. Il n'est pas pour l'usage des clients non professionnels.

Les informations et les opinions de Invesco peuvent être modifiées sans préavis et ne constituent pas une recommandation personnalisée ni un conseil d'investissement. Les opinions exprimées dans cette publication représentent le sentiment de l'auteur au jour de son édition. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Cette publication est publiée en France par Invesco Asset Management S.A., 18, rue de Londres 75009 Paris et en Belgique par Invesco Asset Management S.A., Belgian Branch (France), Avenue Louise 235, 1050 Bruxelles. Log EMEA843/2020

Allocation d'actifs (au 31 janvier 2020)		
■ Neutre	▲ Positif	▼ Négatif
Commentaires		
Marchés actions		
Europe	■	La région dispose encore d'un certain potentiel haussier mais une croissance mondiale fragile constitue un frein supplémentaire.
Etats-Unis	■	Les valorisations élevées constituent le principal écueil, mais l'activité de la Réserve Fédérale reste fondamentale.
Emergents	■	La soudaine épidémie en Chine peut pénaliser significativement la croissance à court terme, mettant en péril un rebond déjà timide.
Marchés obligataires		
Emprunts d'Etat	▼	La valorisation des emprunts d'Etat demeure très élevée mais la liquidité et la demande demeurent favorables.
Obligations d'entreprises	■	Les primes de risque restent faibles mais la demande semble pour l'heure intarissable.
High Yield	■	Les rendements restent relativement attractifs. Le prix du pétrole sera décisif, notamment pour le marché US.
Dettes émergentes	▲	La dette émergente constitue toujours l'un des rares réservoirs de rendement à risque de crédit raisonnable.
Matières premières	■	Les matières premières cycliques sont aux premières loges du ralentissement qui se profile.

Source : Invesco