

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



Bernard Aybran

Directeur de la multigestion,
Investment Solutions

Nouveau cycle de marché ou rebond de très court terme ?

Les performances passées ne présagent pas des performances futures. Mais elles peuvent tout de même impressionner : le mois de novembre 2020 a été le meilleur mois du siècle pour les actions mondiales et les actions européennes¹. Ces performances s'inscrivent dans une tendance de long terme qui s'est encore un peu plus affirmée au cours de l'année : émetteurs comme investisseurs, chaque acteur du système financier se définit désormais acteur « responsable ». Les difficultés économiques et financières qui s'annoncent en 2021 pourraient permettre de tester dans les faits ces professions de foi. Au-delà de performances élevées pour les grands indices, le mois de novembre a vu surperformer certaines des valeurs les plus malmenées de ces dernières années, celles qui sont tellement mal-aimées qu'il n'existe pas de mot français satisfaisant pour les désigner : on les désigne, faute de mieux comme des actions *value*, par opposition à celles qu'on nomme de manière plus flatteuse « valeurs de croissance ». Serions-nous au début d'un nouveau cycle de marché, ou plus modestement dans un rebond de très court terme ?

La gestion *value* serait-elle de retour pour de bon ? Au-delà du dénouement de l'élection présidentielle américaine, l'annonce prometteuse de plusieurs vaccins a provoqué une forte rotation sectorielle au cours du mois de novembre. Si ce retournement est fort, peut-il être durable ? Tout d'abord, mettons les choses en perspective. Le ratio MSCI World Value / MSCI World Growth, démarré à 100 début 2020, a touché un plus bas de 68,9 début novembre et s'est établi autour de 75 en cette fin novembre : autrement dit, la *value* mondiale ne sous-performe plus la croissance « que » de 25% depuis le début de l'année. Le rebond a donc été extrêmement puissant en une courte période, mais ne représente qu'un petit sursaut dans une perspective de moyen terme où la domination du facteur croissance a été sans partage. Par ailleurs, comment la performance actions des dernières années peut-elle s'expliquer ? Le principal marché du monde donne une piste d'explication. Si, entre 2009 et 2018, la hausse du Standard & Poor's 500 a été expliquée quasi totalement par une amélioration de la rentabilité des entreprises, la hausse de 2019 et 2020 est totalement attribuable à une expansion des multiples de valorisation. De ce fait, même en utilisant des estimations de bénéfices 2021, plutôt optimistes, l'indice mondial *value* est valorisé à 15 fois les bénéfices, au même niveau que lors du pic cyclique enregistré en fin d'année 2017 et début 2018. Il est donc difficile de percevoir une opportunité en absolu sur l'univers *value*. Bien sûr, tout est relatif sur les marchés : les valeurs de croissance mondiales s'échangent à plus de 28 fois les bénéfices 2021, 40% plus cher que le pic de cycle atteint avant 2020. Des valorisations extrêmes qui peuvent s'expliquer par des taux au plus bas et des banques centrales agressives. A ce stade, un simple frémissement des taux d'intérêt pourrait avoir ramené les valorisations vers des niveaux plus modérés. La *value* pourrait alors tirer son épingle du jeu, relativement à des valeurs de croissance dont la sensibilité aux taux d'intérêt est une caractéristique générale.

La rotation entre les différents styles de gestion reste en question. Mais la transition vers des pratiques financières plus responsables pourrait d'ores et déjà être considérée comme acquise. L'est-elle vraiment ?

S'afficher investisseur responsable semble désormais consensuel. S'afficher attentif à l'environnement, les aspects sociaux et la gouvernance, en trois lettres : ESG. Grandes entreprises et investisseurs s'empressent de montrer cette nouvelle belle image d'eux-mêmes. Mais quelles en sont les implications dans les faits ? Quelle est la part de communication et de marketing dans cette démarche ? Quelle est la volonté de redonner toute sa place à l'être humain et à la planète ? Ou s'agit-il plutôt de cocher des cases et continuer comme

¹ Indices MSCI World en dollars et MSCI Europe en euros, source Bloomberg au 30/11/2020.

avant, en ayant rendu ESG-compatible des activités historiques ? Si une vaste majorité des investisseurs institutionnels s'attendent à une convergence des produits ESG et non-ESG d'ici 2022, 77% pensent devenir ESG à 100% à la même échéance². Cependant, le chemin à parcourir pour les entreprises semble encore long. Alors, comment devient-on un investisseur ESG à 100% quand le support d'investissement ne l'est pas encore ? En parvenant tout de même à l'estampiller « ESG » ? Les trimestres qui viennent risquent de voir se multiplier les « plans d'économies » parmi les entreprises cotées. Qu'attendre du marché lorsqu'une entreprise bien connue pour sa « communication responsable » annonce la suppression de milliers de postes pour améliorer la rentabilité et répondre aux attentes financières des actionnaires ? Quelle réaction de marché attendre lorsqu'une société cotée annonce dans le futur proche une accélération de la robotisation et digitalisation, afin de réduire les coûts ? La réaction du marché en termes de prix des actions sera intéressante à observer dans ces situations. Mais aussi la réaction des agences qui attribuent des notes ESG aux émetteurs, agences elles-mêmes généralement soumises aux mêmes contraintes de rentabilité que les entreprises qu'elles notent. Beaucoup reste à faire pour que le verdissement des systèmes financiers soit autre chose qu'une image. Qu'un mirage.

Peu de changements dans les stratégies multi-gérants Invesco au cours du mois de novembre. Sur la partie actions, un positionnement médian est maintenu. Le mois de novembre restera comme un des meilleurs mois depuis des années pour un certain nombre de marchés, à la fois de grandes et petites capitalisations, en Europe ou ailleurs. Si l'espoir d'amélioration économique est légitime, les valorisations extrêmes posent question alors que l'épidémie risque, au moins à court terme, de continuer à peser sur l'économie. Sur la partie obligataire, un positionnement significatif est maintenu sur la dette d'entreprises de bonne qualité qui semble, pour le moment, insularisée par l'action des banques centrales. L'exposition aux obligations gouvernementales développées reste modéré, du fait d'un faible potentiel directionnel, dans un sens comme dans l'autre. Sur la partie devise, nous continuons à maintenir une exposition significative au dollar américain qui pourrait constituer un actif de couverture efficace en cas de retour de stress de marché.

Il est encore trop tôt pour affirmer qu'un cycle de marché *value* a démarré. Il est encore trop tôt pour affirmer que les engagements ESG des uns et des autres modifient le comportement effectif des acteurs de marché lorsque les temps difficiles surviennent. Est-il trop tôt pour imaginer que les vaccins annoncés par divers laboratoires permettent de se projeter dans un nouveau cycle de marché haussier de long terme ? Bien sûr, le rebond anticipé de la croissance économique le permet. En outre, les politiques publiques, tant monétaires que budgétaires, le soutiennent. L'appétit des investisseurs, de retour sur les actions au mois de novembre, le nourrissent. Restent des valorisations bien élevées sur les grands marchés développés, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations, laissant peu de place à une expansion à venir des multiples. Comme l'engagement de long terme des investisseurs, un engagement de long terme des Banques Centrales sera lui aussi le bienvenu pour permettre aux grands marchés de se maintenir sur les niveaux actuels, voire de progresser.

2 Source « 2022, the growth opportunity of the century » PWC 2020.

A propos de l'équipe de multigestion au sein de l'équipe Investment Solutions d'Invesco

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

Achevé de rédiger le 30 novembre 2020.

Ce document est uniquement destiné aux journalistes et aux investisseurs professionnels en France, et uniquement aux investisseurs professionnels en Belgique. Il n'est pas pour l'usage des investisseurs 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 et en Belgique par Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, régulé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg. EMEA9595/2020.

Allocation d'actifs (au 30 novembre 2020)		
■ Neutre	▲ Positif	▼ Négatif
Commentaires		
Marchés actions		
Europe	■	Le signal est relevé compte tenu de l'amélioration technique et graphique majeure des indices européens. L'incertitude économique des prochains mois et les valorisations élevées posent question.
Etats-Unis	■	Des valorisations toujours plus extrêmes, une vague épidémique hors de contrôle et peu de perspective pour un nouveau stimulus fiscal font face à une Fed toujours particulièrement accommodante.
Emergents	■	L'Asie continue de présenter des perspectives plus favorables avec des valorisations moins élevées qu'ailleurs. Le reste de l'univers émergent est moins attractif.
Marchés obligataires		
Emprunts d'Etat	■	Les taux d'emprunt continuent d'évoluer dans une fourchette resserrée qui semble devoir tenir au moins à court terme.
Obligations d'entreprises	▲	Les taux d'emprunt continuent à baisser sous l'action déterminée des banques centrales. Les perspectives restent favorables mais le rendement faiblit toujours plus.
High Yield	▲	La remontée du pétrole est un facteur de stabilité pour la classe d'actifs mais les rendements retrouvent des niveaux voisins de leurs plus bas historiques.
Dette émergente	■	La classe d'actifs maintient une valorisation relative intéressante mais un frémissement sur le cycle de défaut des entreprises chinoises rappelle que le risque de crédit persiste.
Matières premières	■	Les matières premières bénéficient à plein de la faiblesse du dollar.

Source : Invesco.