

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

Les trajectoires économique et boursière semblent irréconciliables, mais pour combien de temps ?

Retour à la case départ : à la fin du mois d'août, les actions mondiales sont quasiment inchangées depuis le début de l'année¹, au terme de variations particulièrement importantes d'une semaine à l'autre. On peut bien sûr s'interroger sur la cohérence entre ce calme plat des actions et les bouleversements profonds qui agitent les économies, et les sociétés, partout dans le monde. S'agit-il d'un nouvel exemple de déconnexion entre l'économie financière et l'économie non financière, souvent qualifiée de réelle ? A y regarder d'un peu plus près, les marchés actions connaissent eux-mêmes une année à deux vitesses : alors qu'une poignée de valeurs engrange des performances particulièrement impressionnantes, les actions européennes restent en baisse significative sur l'année, à -11,1%². Tout cela est-il bien cohérent ?

Un été pas comme les autres : alors que la période estivale s'avère souvent chaotique et volatile, l'été 2020 a marqué une notable exception. Et comme souvent, ce sont les indices américains qui ont tiré leur épingle du jeu : en dollars, le Nasdaq 100 a connu une progression à deux chiffres, validant un cinquième mois de hausse massive. Le S&P 500, plus large, a pour sa part connu une hausse significative, proche de 7%, soit le meilleur mois d'août depuis 1986³. Alors que la plupart des autres places boursières mondiales restent quasi inchangées depuis plusieurs mois, les marchés américains semblent inarrêtables, et ce pour une raison bien identifiée : la forte performance des principales capitalisations, des secteurs technologiques et des communications pour la plupart. Apple, Amazon, Microsoft, Alphabet et Facebook représentent environ 22% de la capitalisation boursière du Standard & Poor's 500. Depuis le début de l'année ces cinq valeurs ont contribué pour 319 points à la hausse du S&P 500 qui a lui progressé de 295 points, soit une contribution de 108%³. En d'autres termes, hors ces cinq titres, les actions américaines ont reculé sur les huit premiers mois de l'année. Bien sûr, le commerce en ligne et, plus largement, l'activité sur internet ont atteint des sommets durant le deuxième trimestre où la majeure partie des pays occidentaux se sont retrouvés confinés. Ces entreprises ont donc bénéficié de la situation, ou, *a minima*, moins souffert que la plupart des autres sociétés de la cote. Il y a aussi un effet rareté : la plupart de ces sociétés semblent à même de renouer avec une croissance rapide alors que beaucoup de secteurs se remettent plus que péniblement de la situation économique singulière dans laquelle la planète se retrouve plongée. Les investisseurs semblent donc prêts à payer plus cher pour ce qui semble être une denrée de plus en plus rare : la croissance. Il convient dès lors de se demander **où se situe la limite de ce raisonnement**. La plupart de la hausse de ces derniers mois est constituée d'une hausse massive des multiples de valorisation : Apple, par exemple, traite à plus de 40 fois ses bénéfices contre des multiples compris entre 10 et 20 depuis une dizaine d'années. Le ratio cours sur bénéfice des cinq valeurs stars de la cote atteint 43⁴.

Cette concentration des performances actions sur une poignée de valeurs pourrait n'être que l'un des paradoxes de cette période. La difficulté à réconcilier les trajectoires économique et boursière en est assurément un autre.

Cela fait longtemps que l'on parle de la prochaine crise boursière, la dernière d'ampleur remontant à 2008. La crise économique est bien là, mais difficile de l'apercevoir en regardant les courbes des marchés actions.

1 L'indice MSCI Monde recule de 0,6% sur les 8 premiers mois de 2020, performance dividendes réinvestis, en euros, source Bloomberg.

2 Indice MSCI Europe, performance dividendes réinvestis au 31/08/20, source Bloomberg.

3 Source Bloomberg au 31/08/20.

4 Ratio cours sur bénéfice 2020 au 01/09/20, moyenne équilibrée pour les cinq valeurs FAANG, source Bloomberg.

Certaines suivent même des trajectoires voisines d'une verticale, comme par exemple celle du Standard & Poor's 500 ou du Nasdaq 100⁵. **Plus haut toujours plus haut, portée en particulier par une petite poignée de valeurs.** La décorrélation entre l'économie dite *réelle* et les marchés boursiers peut sembler de plus en plus forte, mais cela ne surprend finalement plus tellement. Une situation qui perdure, finit par être acceptée et devient la nouvelle norme. Il est de même avec les politiques monétaires des Banques Centrales. Les taux proches de zéro, voire négatifs, se sont confortablement installés dans les habitudes et font d'un Eonia à 5% un vague souvenir pour les plus anciens⁶. Tout comme les taux bas, les injections de liquidités et les expansions bilantielles des Banques Centrales, étaient à l'origine qualifiées de « politiques monétaires non-conventionnelles » destinées au redressement de l'économie réelle. On parlait parfois de *perfusion*. Depuis, ces mesures sont devenues la norme et permettent de conserver une attractivité, au moins relative, aux actions. Quand les mesures prises pour atteindre un objectif deviennent le nouvel objectif, l'ancien objectif a besoin d'être revu. Ainsi, le 27 août dernier, Jerome Powell a annoncé que la Réserve Fédérale allait désormais remplacer son objectif d'inflation maximale par un objectif d'inflation moyenne. La politique de la Fed restera ainsi très accommodante. Le Nasdaq a poursuivi sa hausse suite à cette annonce. L'endettement semble devoir rester très bon marché pour longtemps. Objectifs atteints ?

Peu de changements dans les stratégies multi-gérants Invesco au cours des mois d'été. Sur la partie actions, nous maintenons un positionnement relativement défensif. Pour l'instant, la tendance haussière semble forte, inarrêtable même. Mais c'est le problème avec ce type de mouvement : si le marché venait à se retourner, la correction pourrait être tout aussi brutale. Sur la partie obligataire, nous maintenons un positionnement agressif sur la dette d'entreprise de bonne qualité et un positionnement défensif sur les obligations gouvernementales développées, qui semblent n'offrir aucun potentiel directionnel, dans un sens comme dans l'autre. Sur la partie devise, nous maintenons un positionnement significatif sur le dollar américain qui pourrait offrir un refuge en cas de retour de la volatilité et qui semble aujourd'hui très survenu.

Voici donc que les quatre derniers mois de l'année s'annoncent bien incertains. Des économies toujours particulièrement fragiles, souvent soutenues à bout de bras par les gouvernements, mais pour combien de temps ? Des marchés financiers à deux vitesses, une poignée de valeurs de forte croissance s'échappant du peloton des grands indices, laissés en arrière. Des politiques monétaires qui font apparaître le rendement des actions toujours plus attractif. Une suite de la pandémie encore inconnue, qu'il s'agisse des dégâts qu'elle provoque elle-même comme des réponses que les différents gouvernements lui apportent. Enfin, une élection présidentielle à forts enjeux aux Etats-Unis. A plus court terme, les mois de septembre s'avèrent souvent mouvementés sur les marchés. Des points d'entrée approcheraient-ils ?

5 Source Bloomberg au 31/08/20.
6 L'Eonia avoisinait les 5% en 2001, puis les 4% en 2007 et 2008, source Bloomberg.

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 7 septembre 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. EMEA7002/2020.

Allocation d'actifs (au 31 août 2020)		
■ Neutre	▲ Positif	▼ Négatif
Commentaires		
Marchés actions		
Europe	■	Les marchés européens font du surplace, plombés par un Euro fort et une reprise en dent de scie. Les valorisations sont raisonnables.
Etats-Unis	■	Les marchés américains semblent imperméables aux soucis. L'expansion des valorisations, bien qu'elle puisse être rationalisée, devient préoccupante.
Emergents	■	La reprise demeure inégale en fonction des régions. Les valorisations semblent déjà prendre pour acquise une forte reprise de l'économie mondiale.
Marchés obligataires		
Emprunts d'Etat	■	La Réserve Fédérale a réaffirmé sa volonté de maintenir des taux bas longtemps. Un fort mouvement directionnel, dans un sens ou dans l'autre, semble improbable à l'heure actuelle.
Obligations d'entreprises	▲	La prime de risque reste intéressante alors que le rendement obligataire devient denrée rare.
High Yield	▲	Le soutien de la Réserve Fédérale reste un élément technique positif et la prime de risque encore élevée.
Dette émergente	■	La dette émergente offre un rendement attractif mais demeure plus vulnérable à une soudaine dislocation de marché. La vigueur de l'euro reste un obstacle.
Matières premières	■	Les matières premières ont bénéficié d'un dollar faible et d'une forte poussée des investissements d'infrastructure en Chine. Il semble difficile d'y voir un phénomène durable.

Source : Invesco.