

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 obligations aussi peuvent être responsables

Le deuxième trimestre 2020 a été l'un des meilleurs du siècle sur de nombreux marchés actions<sup>1</sup>. Si ce rebond coïncide avec la matérialisation de bien des dégâts économiques, il ne s'est toutefois pas produit sans raison. Il a coïncidé avec une stabilisation des révisions bénéficiaires : si les sociétés cotées attendent toujours de fortes chutes de bénéfices en 2020, ces chutes ne sont plus revues à la baisse et des rebonds significatifs sont largement attendus en 2021 sur la plupart des grands marchés. La mesure de valorisation la plus habituelle consiste à comparer le niveau des indices avec les bénéfices des sociétés. La volatilité actuelle rend la comparaison particulièrement délicate. Mais, volatilité ou pas, le développement des approches dites « extra-financières » se poursuit et s'étend désormais largement aux marchés obligataires. Mais l'univers des obligations responsables ressemble encore à un dédale.

A la fin d'un des semestres les plus volatiles de mémoire d'investisseur, les marchés actions sont pour la plupart revenus aux alentours de leur niveau de début d'année. Quant aux grands gagnants de la période post-2008, les cent plus grandes sociétés non financières des Etats-Unis, elles ont eu des performances nettement positives et souvent à deux chiffres<sup>2</sup>. Difficile à croire au vu du contexte. Et le résultat en termes de valorisations laisse songeur, particulièrement aux Etats-Unis. Regarder les valorisations sur les bénéfices de l'année en cours pourrait ne pas être un bon indicateur de la profitabilité structurelle des entreprises. Pour mieux analyser le phénomène, il convient d'utiliser les multiples de valorisation sur les bénéfices attendus lors de la prochaine année fiscale, 2021. Ces historiques de valorisation sont intéressants car le consensus des analystes est souvent très optimiste. Pour 2021, il prévoit un retour à des niveaux de profitabilité au moins équivalents à ceux de 2019. Sur cette base, le S&P 500 se négocie à près de 19 fois ces bénéfices<sup>3</sup>. En dehors de la plus forte période de fièvre spéculative de la bulle internet des années 2000, ces chiffres n'ont jamais été vus. Le problème des valorisations ne se cantonne pas aux Etats-Unis : en Europe, ces multiples sont les plus élevés depuis au moins 2005. Le constat est un peu moins sévère pour les marchés émergents et le Japon mais les niveaux restent historiquement élevés. Autre inquiétude : la polarisation extrême du marché, signe d'une fièvre spéculative avancée pour les titres les plus populaires : le quintile des sociétés les plus chères du S&P 500 est valorisé à 29 fois les bénéfices de 2021 alors que le quintile le moins onéreux traite à 10 fois ces mêmes bénéfices<sup>4</sup>. En 35 ans de données disponibles, seul le pic de 2000 a donné lieu à une telle divergence. Dans un scénario idéal, ces valorisations pourraient faire sens. **Mais l'extrême incertitude qui entoure la situation alors que nous entrons dans la deuxième partie de l'année semble signifier que, a minima, des mouvements extrêmes de volatilité sont à attendre.**

S'il s'est d'abord développé sur les marchés actions, l'investissement responsable connaît désormais une croissance significative du côté obligataire. Cette croissance ne va pas sans une certaine complexité et la définition de catégories permet d'y voir plus clair.

L'investissement responsable occupe le devant de la scène financière et se développe à un rythme soutenu. Moins représentées dans l'univers des fonds que les actions, les émissions obligataires responsables commencent à se développer. Des termes comme *green bonds*, *sustainability bonds* ou encore *social bonds* se retrouvent de plus en plus dans la littérature et peuvent porter à confusion. Il s'agit bien de catégories

1 Source Bloomberg.

2 Indice Nasdaq 100.

3 Source Bloomberg.

4 Source Goldman Sachs.

distinctes d'émissions obligataires. L'Association internationale des marchés de capitaux (ICMA ou International Capital Market Association) définit quatre catégories d'obligations responsables. Les *green bonds* financent des projets d'amélioration de l'impact sur l'environnement comme la réduction de la pollution, les énergies renouvelables ou l'efficacité énergétique. Les *social bonds* financent des projets sociaux comme l'accès aux infrastructures, aux services de santé, à l'éducation ou à la nourriture saine. Les *sustainability bonds* financent un ensemble d'objectifs environnementaux et sociaux et cumulent les caractéristiques des deux catégories précédentes à la fois. Une dernière catégorie s'y ajoute depuis l'an dernier : les *sustainability-linked bonds*. Il s'agit là d'émissions qui présentent un ou plusieurs objectifs ESG au sens plus large. L'ensemble de ces émissions présente une caractéristique commune : une présentation claire et détaillée de leur projet de financement et de leurs objectifs responsables, avec des indicateurs de mesure de l'objectif et un calendrier précis. Ces émissions ont connu un important développement après l'accord de Paris de 2015 et représentent à présent plus de 1400 milliards de dollars dans le monde, obligations et crédits cumulés. Les *green bonds* représentent deux tiers des encours. Les plus grands émetteurs (35% du marché) sont les Etats-Unis, la France et les Pays-Bas. 17% des encours proviennent d'émetteurs émergents, aux premiers rangs desquels la Chine, l'Inde, le Mexique et le Chili. En termes de typologie d'émetteurs, le marché est actuellement dominé par les entreprises privées non financières à hauteur de 46%, tandis que les émissions souveraines concernent uniquement 5% du marché<sup>5</sup>. **Les plans de soutien post Covid pourraient venir faire croître ces marchés.**

**Peu de changements dans les stratégies multi-gérants Invesco** au cours du mois de juin. Sur la partie actions, un positionnement relativement défensif est maintenu. Pour l'instant, la tendance haussière semble forte et les promesses d'une nouvelle rallonge fiscale aux Etats-Unis pourraient encore porter les marchés à court terme. Mais la résurgence de l'épidémie aux Etats-Unis pourrait être rapidement problématique. Sur la partie obligataire, un positionnement assez important est maintenu sur la dette d'entreprises de bonne qualité et un positionnement défensif sur les obligations gouvernementales des économies occidentales, qui semblent n'offrir aucun potentiel directionnel, dans un sens comme dans l'autre. Sur la partie devise, une exposition significative au dollar américain est maintenue, ce qui pourrait offrir un refuge en cas de retour de la volatilité.

Par définition, les marchés financiers opèrent en univers incertain : les événements qui affectent ses mouvements ne peuvent pas être prévus à l'avance. L'année 2020 confirme tout particulièrement cette caractéristique structurelle et porte même l'incertitude au cube. L'incertitude sur l'évolution de la pandémie en cours demeure. Elle vient faire peser une incertitude durable sur l'évolution des économies et de leur croissance. Incertitude sur la croissance économique qui vient elle-même amplifier l'incertitude sur les bénéfices et la solvabilité des entreprises cotées. Une telle situation pousserait bien des investisseurs à la prudence, à la mise en retrait. Au deuxième trimestre, les marchés se sont comportés comme s'ils avaient retrouvé de la visibilité. Cette visibilité durera-t-elle un trimestre de plus ? Rien n'est moins sûr.

<sup>5</sup> Source ICMA, IIF, données au 08/05/20.

## 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 2 juillet 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. EMEA 5414/2020.

Allocation d'actifs (au 30 juin 2020)		
■ Neutre	▲ Positif	▼ Négatif
Commentaires		
<b>Marchés actions</b>		
Europe	■	L'optimisme semble être de retour chez les investisseurs européens. Mais sans un accord rapide sur une mutualisation de la dette, le potentiel haussier semble limité.
Etats-Unis	■	Les marchés américains n'ont jamais été aussi chers depuis la bulle internet. Le soutien de la Réserve Fédérale reste conséquent mais le risque épidémique élevé.
Emergents	■	Si ces marchés sont moins chers, une normalisation complète paraît illusoire sans le soutien de la demande des économies développées.
<b>Marchés obligataires</b>		
Emprunts d'Etat	▼	Sans un nouveau changement de paradigme, comme des taux négatifs aux Etats-Unis, la classe d'actifs offre des rendements très faibles dans un contexte d'explosion des déficits budgétaires.
Obligations d'entreprises	■	Si les taux sont revenus à des niveaux faibles, la prime de risque reste, selon nous, attractive.
High Yield	▲	Le rendement reste élevé dans un contexte de soutien direct de la Réserve Fédérale à la classe d'actifs.
Dette émergente	■	La classe d'actifs reste tiraillée entre des liquidités abondantes et une réalité économique morose.
<b>Matières premières</b>	■	L'or paraît se diriger vers ses plus hauts de 2011 alors que les matières premières cycliques semblent vulnérables après un fort rebond.

Source : Invesco.