

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 valorisations actuelles des marchés d'actions doivent être analysées finement

Le mois de septembre a mauvaise réputation parmi les investisseurs, et pas uniquement à cause de la météo et de la fin de l'été. Mais aussi parce qu'il a été, en moyenne, le pire mois de l'année sur les marchés actions¹. Si septembre 2020 n'a pas été un bon mois pour les grands marchés actions, les investisseurs ont finalement connu trente jours assez calmes : avec une baisse de 1,5% sur le mois, la performance des actions européennes est restée bien loin de l'effondrement de mars comme du fort rebond d'avril². Mais cette accalmie des mouvements de marché n'a pas mis fin aux variations massives des bénéfices d'un trimestre sur l'autre, laissant les investisseurs souvent perplexes quant aux valorisations des grands marchés : si la plupart des mesures traditionnelles indiquent que les grands marchés sont relativement chers, une mesure importante signale une valorisation attractive. Cette mesure, la prime de risque, doit toutefois être utilisée avec d'infinies précautions avant d'en tirer des conclusions en matière d'investissement. Au-delà des actions, un investissement généralement apprécié pour sa stabilité de long terme : l'immobilier de bureau, particulièrement important dans les portefeuilles de bien des investisseurs, voit son avenir interrogé par la pratique du travail en temps de pandémie.

Nous entamons le dernier trimestre de cette année si particulière qui est venue profondément modifier bien des aspects de la vie courante. Sur les marchés, l'un des secteurs durablement touchés est l'immobilier. Depuis le 9 mars, l'immobilier coté est en baisse de 10,4% contre une hausse de 9,1% pour les actions européennes³, ce qui en fait le deuxième secteur le plus affecté par la crise après les banques. Les mesures de « distanciation sociale » viennent accélérer la montée en puissance de l'e-commerce au sein de l'économie, avec des conséquences significatives sur l'immobilier commercial. Le confinement et les limitations des déplacements viennent peser sur les loyers et les taux d'occupation de l'hôtellerie. Le télétravail pèse sur la demande des bureaux. Le secteur semble particulièrement affecté à plus long terme car susceptible de connaître des changements structurels. Alors qu'en Europe la demande pour des bureaux permanents s'inscrit en baisse depuis 2017, le marché a été soutenu par les opérateurs de bureaux flexibles sur les deux dernières années : le *co-working* aurait représenté environ 8% des 10% de croissance moyenne de la demande⁴. Mais le modèle économique des bureaux flexibles semble déjà ralentir, et ce ralentissement était déjà visible en 2019 en Europe, avant d'être accentué par le Covid : une baisse de 11% sur 2019 et de 19% au premier trimestre 2020, en glissement annuel. Avec une part de marché de près de 25% à Paris et Londres, les marges de ces opérateurs pourraient se retrouver sous pression, à court terme au moins. Par ailleurs, le télétravail viendrait réduire d'environ 20% la demande de bureaux à moyen et long terme, employeurs et employés s'accordant sur un rythme de 2 à 3 jours de télétravail par semaine pour 50% de la population active à plus long terme. La baisse de l'utilisation des transports en commun, jusqu'alors souvent saturés, serait le principal argument. Alors que seulement 17% de la population en France ou au Royaume-Uni utilisent les transports en commun, le pourcentage grimpe vite à Paris et Londres, représentant respectivement 43% et 53% des déplacements professionnels. Les vastes et denses *open spaces*, naguère la règle, pourraient devenir des souvenirs, impliquant des changements structurels de l'offre.

Source traditionnelle de rendement, l'investissement immobilier devra peut-être se voir ré-évalué à l'aune des nouvelles pratiques de travail. Autre source de rendement important, les marchés actions doivent aujourd'hui plus que jamais être analysés par les investisseurs sous l'angle de la valorisation. Et l'une des principales mesures de valorisation pourrait poser plus de questions qu'elle n'apporte de réponses.

1 Performances de l'indice MSCI Europe depuis 1986, source Barclays septembre 2020.

2 Le MSCI Europe a perdu 14,6% en mars dernier et rebondi de 5,9% en avril, source Bloomberg.

3 Indices FTSE EPRA Europe et Stoxx 600, source Bloomberg.

4 Tous les chiffres de ce paragraphe ont pour source Barclays Capital, septembre 2020.

Bon marché ou non ? C'est une question que doit se poser tout investisseur, et la réponse s'avère particulièrement débattue sur les marchés actions. Prix sur bénéfices, prix sur valeur comptable, valeur d'entreprise sur excédent brut d'exploitation, la plupart des mesures de valorisation absolues montrent une surévaluation massive du marché américain, de l'ordre de 30% à 80%⁵. Un indicateur pointe toutefois vers un résultat diamétralement opposé : la prime de risque. Les méthodes varient pour la calculer : de modèles simples utilisant le rendement du dividende et la croissance du PIB à ceux plus complexes utilisant une actualisation des flux de trésorerie sur de multiples périodes aux caractéristiques de croissance différenciées. Mais le constat demeure pour la plupart de ces méthodes : les marchés actions paraissent peu chers quand on les compare au taux sans risque. Quoi de plus logique puisqu'il est aujourd'hui quasi nul, ce qui augmente le coût d'opportunité de détenir des liquidités. Finalement, si les actions offrent de la valeur, c'est parce que les autres actifs présentent des espérances de rendement encore plus faibles. Ce raisonnement présente au moins deux limites. Tout d'abord, l'attractivité relative des actions est principalement liée aux hypothèses de long terme sur la croissance : près de 70% de la valeur totale du marché américain proviendraient de l'estimation de la croissance à long terme, au-delà de 16 ans, ce qui représente un horizon de temps fort lointain⁶. Ce qui amène un second problème : l'hypothèse prépondérante des modèles de prime de risque considère que le taux sans risque doit rester stable, à son niveau actuel. Or, si la profitabilité des entreprises - et donc la croissance économique - devait se redresser, le taux sans risque ne devrait-il pas être amené à remonter, ne serait-ce qu'un peu ? Il est toujours aisé de rationaliser des phénomènes extrêmes, comme la valorisation très élevée des actifs actions actuellement. Et si cette situation doit durer, il convient d'en comprendre clairement les limitations pour ne pas se retrouver pris au piège.

Quelques changements dans les stratégies multi-gérants Invesco au cours de septembre. Sur la partie actions, un positionnement relativement défensif est maintenu. Les portefeuilles encore surinvestis en actions américaines ont été allégés sur la classe d'actifs. La correction en cours pourrait se poursuivre dans un mois d'octobre marqué par l'imminence des élections américaines et les risques de retour de mesures de confinement partiel en Europe. Sur la partie obligataire, la dette d'entreprise de bonne qualité reste très bien représentée, au détriment des emprunts d'Etats occidentaux qui semblent souffrir d'une absence de direction depuis plusieurs mois, qu'il s'agisse d'une hausse comme d'une baisse des taux. Sur les devises, l'exposition déjà significative de certains portefeuilles au dollar américain a été légèrement accrue en début de mois. En effet, les positions dites spéculatives demeurent très baissières sur le dollar alors que les perspectives d'un prolongement du soutien budgétaire américain demeurent floues. Cette combinaison de facteurs pourrait remettre un peu plus en cause encore le mouvement baissier de l'été.

Aux trois quarts de cette année tout à fait unique, le plus surprenant réside probablement dans les performances modérées des grands indices : sur les neuf premiers mois de l'année, les actions mondiales reculent de 4% et un portefeuille composé pour moitié de ces actions et pour moitié d'obligations en euros serait quasi à l'équilibre⁷. Des événements majeurs déboucheraient donc sur des conséquences quasi-nulles pour les marchés ? D'une part, le dernier trimestre de l'année promet lui aussi d'être riche en surprises. Tant sur le plan politique qu'économique, les menaces s'additionnent. L'investisseur de long terme qui ne disposerait pas de boule de cristal peut alors se reporter aux valorisations des marchés actions. Il n'est pas certain qu'elles le rassurent. Dès lors, en cette fin d'année, et même si le trafic aérien se trouve fortement ralenti : attachons nos ceintures.

5 Ecart de 20 mesures de valorisations à leur moyenne historique, source BofA Merrill Lynch, septembre 2020.

6 Estimation Société Générale, juin 2020.

7 Performances euros du MSCI Monde ; l'indice JP Morgan Euro GBI est en hausse de 3,8% sur les 9 premiers mois de l'année, 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 1^{er} octobre 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. EMEA7776/2020.

Allocation d'actifs (au 30 septembre 2020)		
■ Neutre	▲ Positif	▼ Négatif
Commentaires		
Marchés actions		
Europe	■	Les mesures sanitaires renforcées dans certains pays européens créent un risque binaire mais très clair pour l'activité économique.
Etats-Unis	■	La baisse de septembre n'a pas rendu les valorisations plus attractives. Les semaines qui précèdent les élections s'annoncent agitées.
Emergents	■	La reprise en Chine, tirée par la production, pourrait se heurter au manque de dynamisme des consommateurs occidentaux.
Marchés obligataires		
Emprunts d'Etat	■	Il paraît toujours improbable de voir les taux varier significativement à court terme, dans quelque direction que ce soit.
Obligations d'entreprises	▲	Une prime de risque élevée et des banques centrales qui interviennent toujours directement.
High Yield	▲	La prime de risque là aussi reste intéressante dans le contexte actuel, avec des défauts qui demeurent modérés.
Dette émergente	■	La seule classe d'actifs qui offre encore un rendement nominal élevé mais ne bénéficie pas du soutien direct des banques centrales.
Matières premières	▼	La poursuite d'un mouvement haussier sur le dollar pourrait constituer un danger alors que le rebond économique semble s'essouffler.

Source : Invesco.