FLASH MARCHÉS

12 MAI 2020

Comment analyser la relative résilience des marchés ?

Suivez-nous !

Jean-Marie MERCADAL
Directeur Général Délégué
en charge des Gestions

La baisse des actions américaines depuis le début de cette année n'est « que » de 10 %. Cela semble peu alors que l'économie mondiale est confrontée à l'une des pires récessions de l'histoire contemporaine. Comment expliquer cette situation et quelle stratégie d'investissement adopter ?

Depuis les plus bas récents, atteints au plus fort de l'angoisse en mars, le rebond des marchés actions est spectaculaire : plus de 30 % pour l'indice large des actions américaines S&P 500, + 38 % pour l'indice Nasdaq riche en valeurs technologiques et qui repasse en territoire positif cette année, + 25 % pour les actions européennes… Il s'agit d'une réaction logique après les mesures prises par les Banques Centrales et les gouvernements. Mais depuis quelques jours, les marchés font preuve d'une réelle fermeté et cela semble être plus fort qu'une simple réaction de soulagement.

QUEL EST LE MESSAGE DES MARCHÉS ACTUELLEMENT ?

Il est triple de notre point de vue :

- **La technologie va encore accentuer son écart avec les autres secteurs.** Dans des économies confinées, la technologie et la vie « online » au sens large sortent comme l'un des grands thèmes gagnants de la crise. Or, leur poids est très important dans les indices. Les 5 premières capitalisations de l'indice S&P 500 représentent plus de 20 % de l'indice. Les 10 premières de l'indice Nasdaq large représentent près de 45 % sur les 2 700 valeurs de l'indice. Les plus grandes valeurs en question sont connues, il s'agit des célèbres « GAFA »[1] auxquelles nous ajoutons Microsoft, Cisco… Le PER[2] à 12 mois des 10 plus grands noms de l'indice Nasdaq avoisine 47. Ces valorisations sont très élevées mais, à la différence de la bulle technologique de 2000, ces entreprises sont profitables et vont bénéficier d'investissements croissants dans les domaines des réseaux et du « cloud business ». Parallèlement, les actions liées à des secteurs « physiques » comme les compagnies aériennes, l'automobile, l'industrie, le pétrole… ont été plus durement pénalisées, pour des raisons évidentes.
- **Le point bas de l'économie a été atteint** au deuxième trimestre et les taux vont rester à 0. Le pic de l'épidémie semble passé et, un peu partout, les courbes de diffusion de la contamination s'infléchissent. Dans ces conditions, les confinements vont progressivement être levés et les économies vont redémarrer. Les marchés semblent indiquer ainsi qu'en septembre, nous serons revenus à une certaine normalité de fonctionnement, avec des taux d'intérêt encore plus bas, des dettes absorbées par les Banques Centrales et un pétrole bon marché. Alors, où est le problème ? Logiquement, et conformément aux statistiques historiques, le point bas des marchés aura donc été atteint quelques mois avant la fin de la récession, rien que du classique. De plus, le soutien des États est très important et, au point où nous en sommes, il ne fléchira pas. Les plans de relance (dépenses directes et garanties diverses) ont été plus importants qu'en 2008 et représentent près de 3 % du PIB en zone Euro et plus de 5 % aux États-Unis. Ajoutons à cela un contexte où les politiques monétaires resteront encore très accommodantes, avec des taux monétaires maintenus autour de 0 % et des programmes d'achats de titres qui ont été étendus (marché du « High Yield » pour la Réserve fédérale américaine) et qui pourront encore l'être le cas échéant. La question est d'ailleurs posée en ce qui concerne la BCE. Bref, les « puts »[3] des Banques Centrales sont très puissants.
- **Le sentiment que les gouvernements réagiront différemment en cas de deuxième vague de l'épidémie.** Plusieurs voix commencent en effet à s'élever sur le fait que le remède du confinement pourrait finir par être plus néfaste que le mal. En effet, en dépit des aides gouvernementales accordées, les faillites d'entreprises, surtout dans le domaine des services et parmi les plus petites, risquent de se multiplier, le chômage devrait remonter, de même que l'épargne de précaution. Dans ces conditions, et en cas de deuxième vague, il n'est pas sûr que les gouvernements s'en remettent à nouveau aux avis des spécialistes de la médecine. Les considérations économiques ont des chances raisonnables d'être davantage prises en compte et il sera difficile de reconfiner aussi strictement, surtout que les vacances approchent et que les populations pourraient le prendre très mal.

QUELLE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT ADOPTER DANS CE CONTEXTE ?

Nous n'adhérons pas totalement aux messages des marchés et gardons une vue assez prudente à court terme. Nous estimons que le scénario de sortie de crise sera très progressif. Il faudra en effet un certain temps pour retrouver une situation « classique ». De nombreux freins naturels à une reprise franche constituent des obstacles assez solides pour que le mouvement de reprise des marchés continue à ce rythme. Dans la plupart des économies occidentales, la reprise sera liée à la vigueur de la confiance des consommateurs pour relancer la demande, qui elle-même pourra entraîner une relance de l'investissement des entreprises. Ce chemin risque d'être assez long compte tenu de la montée du chômage.

Par ailleurs, un certain nombre de problématiques reviennent à la surface ces derniers jours :

- La « guerre commerciale » entre les États-Unis et la Chine. Dans la perspective de sa possible réélection, Donald Trump doit présenter un bilan le plus convenable possible. Il l'était jusqu'il y a encore deux mois, avec Wall Street au plus haut et un chômage au plus bas. Le thème de la Chine comme cause de plusieurs problèmes aux États-Unis reste populaire. Compte tenu de la crise économique sévère qui touche le pays, Donald Trump, en difficulté dans les sondages, cherche des boucs émissaires. La Chine en est un et une remise en cause des accords signés l'année dernière serait un mauvais signal pour les marchés.

[1] Google, Amazon, Facebook, Apple.
[2] PER : Price Earning Ratio. Indicateur d'analyse boursière : ratio de cours divisé par le bénéfice.
[3] Protection implicite des Banques Centrales.
Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

- Des tensions potentielles en zone Euro. C'est de notoriété publique, il y a des désaccords profonds entre les pays du Nord de la zone et les pays du Sud, dont la France fait partie au regard de la situation de ses finances publiques. La construction « bancale » de la monnaie unique a été occultée ces dernières années par l'action pragmatique de la BCE, qui s'est évertuée à trouver des solutions. Les investisseurs internationaux ont du mal à comprendre comment cette construction incomplète tient. De nouvelles tensions sont possibles à terme alors que la cour de Karlsruhe a été saisie pour juger du bien-fondé de la participation de la Bundesbank au programme de Quantitative Easing[4], ce qui relance le sujet avec un timing bien malvenu.

Ces problématiques pourraient atténuer l'optimisme des investisseurs alors que les perspectives bénéficiaires des entreprises sont médiocres et les valorisations encore assez chères.

Sur les actions, nous pouvons en effet estimer - au vu de la sévérité de la crise - que les bénéfices baisseront de 35 à 40 % cette année, ce qui donne un PER 2020 de près de 27 sur les actions américaines et 18 pour les actions de la zone Euro. Si l'on admet que l'année 2020 est une exception, le PER calculé avec les résultats connus de 2019 serait de 18 pour les actions américaines et de 15 pour les européennes. Cela semble effectivement plus convenable, surtout avec des taux obligataires gouvernementaux quasi nuls, mais laisse peu de potentiel évident d'appréciation.

Nous pensons donc que les prochaines semaines seront marquées par des mouvements de marchés plus erratiques, avec des phases de consolidation. Nous estimons aisi qu'en cas de baisse, un multiple de capitalisation des bénéfices de 15 sur des bénéfices « normalisés » proches de ceux de 2019 sur les actions de l'indice S&P 500 constituerait une zone de fort support. Cela donnerait un niveau de S&P 500 autour de 2 250, soit une baisse possible de l'ordre de 20 % par rapport au niveau actuel, un cas extrême dans les conditions actuelles selon nous. **C'est dans une telle phase de consolidation - qui nous semble possible - qu'il convient d'investir à nouveau progressivement et franchement en actions.**

En attendant, nous pensons qu'il y a de la valeur sur les obligations crédit, que ce soit sur le segment « Investment Grade » ou « High Yield », en privilégiant une approche de « buy and hold »[5].

[4] Quantitative Easing : rachats massifs de titres de dettes par une Banque Centrale.
[5] Buy and Hold : acheter pour conserver.
Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

Ce document à caractère promotionnel est destiné exclusivement à des clients professionnels et non professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite d'OFI Asset Management. Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par OFI Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie. Le(s) fonds mentionné(s) dans le document a/ont été agréé(s) par l'AMF ou la CSSF et est/sont autorisé(s) à la commercialisation en France et éventuellement dans d'autres pays où la loi l'autorise. Préalablement à tout investissement, il convient de vérifier si l'investisseur est légalement autorisé à souscrire dans le fonds. Le DICI (Document d'Informations Clés pour l'Investisseur) doit être obligatoirement remis aux souscripteurs préalablement à la souscription. Les règles de fonctionnement, le profil de risque et de rendement et les frais relatifs à l'investissement dans un fonds sont décrits dans le DICI de ce dernier. Le DICI et les derniers documents périodiques sont disponibles sur demande auprès d'OFI Asset Management. Les chiffres des performances citées ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. OFI Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis. OFI Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Dans l'hypothèse où un fonds fait l'objet d'un traitement fiscal particulier, il est précisé que ce traitement dépend de la situation individuelle de chaque client et qu'il est susceptible d'être modifié ultérieurement. Achevé de rédiger le 12/05/2020.

OFI ASSET MANAGEMENT • Société de gestion de portefeuille • RCS Paris 384 940 342 • Agrément N° GP 92-12
S.A. à Conseil d'Administration au capital de 42 000 000 euros • APE 6630Z • FR 51384940342