

Coronavirus, économie et marchés : à quoi faut-il s'attendre ?

Aux quatre coins du globe, les investisseurs font face à une période mouvementée. La dynamique conjoncturelle constitue une donnée essentielle lorsqu'on examine les prévisions relatives aux marchés boursiers et à l'emploi sur le continent

Paul Doyle, Head of Europe ex-UK Equities



Après avoir passé le premier trimestre à voir, incrédule, le coronavirus se propager en Chine et en Asie, l'Europe vit depuis plus de six mois au rythme

de la pandémie. Quand le Covid-19 est arrivé sur notre territoire, le Royaume-Uni a fermé ses frontières et limité les voyages, obligé les salariés à travailler de chez eux et restreint les contacts sociaux. Comme les autres, les économies européennes ont vu le ciel leur tomber sur la tête.

Comment les marchés ont-ils réagi ?

Dans un premier temps, ce sont les valeurs défensives qui ont eu le vent en poupe, secteurs technologique et pharmaceutique en tête, jusqu'à ce que les valeurs décotées touchent un point bas le 18 mai.¹ En juin, c'est le marché tout entier qui a rebondi.

Les ratios cours/résultats des banques et des valeurs cycliques décotées étaient tombés si bas que cela ne pouvait pas durer.

Jusqu'à fin avril, beaucoup de gérants actifs ont surperformé l'indice grâce à leur positionnement défensif. Pendant cette phase, les choses semblaient logiques : les nouvelles étaient mauvaises et les investisseurs, prudents. Mais, plus récemment, les marchés actions se sont déconnectés des fondamentaux économiques, notamment aux Etats-Unis.

Les valeurs cycliques ont été en grande difficulté jusqu'à mi-mai, mais elles ont fini par rebondir : le sous-indice bancaire a repris 30% en un mois. L'alimentation



et les boissons, qui avaient profité de leur aspect défensif, sont devenues le secteur le moins performant, tandis que les mines et la finance ont pris la tête du classement. Les valeurs décotées ont alors effacé l'essentiel de leurs pertes, s'inscrivant en hausse sur l'année.

Les marchés asiatiques sont ceux dont les mouvements ont été les plus extrêmes : leur performance relative s'est totalement inversée.²

Certains y voient plus qu'une évolution tactique, mais nous n'en sommes pas si sûrs. La corrélation entre le tandem valeur/croissance et les autres facteurs est liée aux rendements obligataires, d'abord, puis à la dynamique des indices PMI (les indices des directeurs d'achat,

qui reflètent les tendances économiques), au dollar et, enfin, aux cours du pétrole. Pour qu'une rotation perdure, elle a besoin de ces facteurs. Or la principale mission de la Réserve fédérale américaine est désormais la maîtrise des rendements obligataires.

La rotation marque le pas parce que les rendements obligataires ont eux aussi marqué le pas. Et si la dynamique des indices PMI suggère une reprise en V, comme l'indique aussi la performance récente du marché, nous nous situons toujours 20% en dessous des anciennes normes³ : le deuxième facteur (la dynamique de l'activité) s'essouffle également.

► Une dynamique qui s'essouffle

La première phase de l'accord commercial sino-américain a été signée en janvier, avant la crise sanitaire, et la deuxième phase était imminente. Le président Trump semblait vouloir travailler avec Pékin et sa réélection ne faisait pas l'ombre d'un doute. Puis la crise a frappé et les statistiques économiques se sont effondrées. Un rebond s'est amorcé le mois dernier, mais la tendance ne devrait pas s'accroître. Aux Etats-Unis, les ventes au détail ont bondi de 17% en mai en glissement annuel. Une envolée, certes, mais qui faisait suite à un effondrement de 15% en avril. De leur côté, les chiffres des ventes à périmètre constant sont depuis lors repartis à la baisse.⁴

La figure 1 illustre l'évolution de l'indice hebdomadaire d'activité économique de la Fed de New York. L'indice de surprise économique a potentiellement touché un point haut et pourrait se replier. Les indices PMI sont tombés à 20 avant de rebondir à 50, mais il est probablement trop tard pour espérer une nouvelle surperformance des valeurs financières et cycliques.

Figure 1 : indice hebdomadaire d'activité économique de la Réserve fédérale de New York.



Source : Bloomberg/Réserve fédérale de New York, juillet 2020.

Certes, la demande est latente (il était tout bonnement impossible d'acheter une voiture ou un logement pendant le confinement et l'heure est désormais au rattrapage) et finira par rebondir, mais elle manquera de dynamique pérenne. En Chine, par exemple, les ventes de voitures ont récemment chuté de 17% en quatre semaines, retombant au niveau du mois de mars.⁵ Elles avaient été dopées par le soutien des autorités monétaires et budgétaires, mais pour que cette tendance se confirme, il faudrait que les rendements obligataires progressent et que le rebond de la croissance s'amplifie (ce qui est peu probable).

Répercussions sur l'emploi

Le marché table actuellement sur une reprise en V, mais nous craignons qu'elle ne soit menacée par les destructions d'emplois. Et avec la réouverture des économies, ces chiffres vont encore

se dégrader. La montée du chômage pénalisera des secteurs qui dépendent de l'affluence (loisirs, hôtellerie, distribution), dont les capacités seront réduites. Le choc pour l'économie mondiale sera d'au moins 10% en sortie de crise : le FMI estime qu'elle sera amputée d'environ 10 000 milliards de dollars (sur 85 000 milliards).⁶ Tout cela constitue une menace bien réelle pour les économies à vocation tertiaire telles que le Royaume-Uni et, bien sûr, les Etats-Unis.

Avec 10% de PIB perdus et un marché du travail malmené, une inflation à 2% est tout bonnement impossible, donc les rendements à 10 ans sont prisonniers du niveau zéro. De leur côté, les indices PMI montrent que la Chine a été la première à sortir du marasme et la première à y retomber. En mars, lorsque les indices PMI chinois ont bondi de 30 à 50, les valeurs bancaires ont flambé de 35%, mais sont aujourd'hui retombées à leurs points bas relatifs.⁷ En 2009, la croissance de la masse monétaire s'est accélérée et les valeurs cycliques ont grimpé en flèche. La même chose s'était produite en 2016. Mais, aujourd'hui, la masse monétaire chinoise nous indique que l'on ne peut plus se fier à la performance des valeurs cycliques.

Si les rendements obligataires et les indices PMI ne peuvent pas progresser et que la masse monétaire chinoise stagne, pénalisant les valeurs décotées et cycliques, quelles sont les actions qui pourront tirer leur épingle du jeu ?

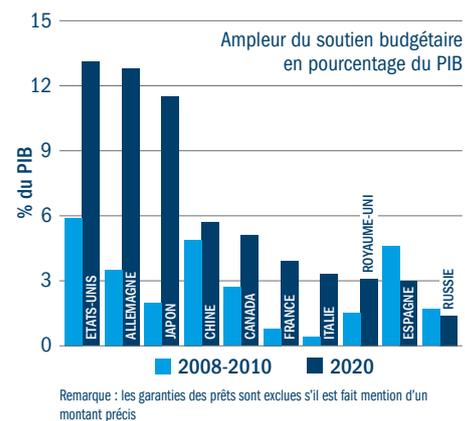
Si les secteurs cycliques sont en difficulté, les secteurs technologique et pharmaceutique devraient renouer avec la surperformance. Avec une inflation et des taux d'intérêt atones, difficile de dénigrer les actions de croissance défensive. La faiblesse des rendements obligataires pèse sur le taux d'actualisation, ce qui favorise les actifs à durée longue dotés de flux de trésorerie élevés et durables. Le ratio cours/résultats du secteur européen de la consommation de base se situe à son plus bas niveau depuis dix ans,⁸ et le même argument vaut pour les services aux collectivités, la technologie, la santé et les actifs à durée longue.

Perspectives

L'effondrement des taux d'intérêt pousse les Etats à emprunter au moment où les économies ont besoin de soutien. La figure 2 montre que la réponse budgétaire a été beaucoup plus forte lors de la crise du coronavirus que lors de la crise financière de 2008-2009. Dans ce contexte de faiblesse des taux d'intérêt et de relance budgétaire massive, rien d'étonnant à ce que les actions aient signé un rebond aussi impressionnant.

Les secteurs technologique et pharmaceutique devraient selon nous renouer avec la surperformance. Avec une inflation et des taux d'intérêt atones, difficile de dénigrer les actions de croissance défensive

Figure 2 : un soutien budgétaire plus important que durant la Crise financière mondiale



Source : BCA Research, juillet 2020.

Si Joe Biden remporte l'élection présidentielle américaine, la potentielle suppression des allègements fiscaux accordés par Donald Trump pourrait peser sur les résultats du S&P 500. Mais les réformes sont loin d'être faciles outre-Atlantique (n'oublions pas que Donald Trump n'a pas réussi à supprimer l'Obamacare), donc cette suppression ne sera peut-être que partielle. Quelles conséquences pour le dollar ? Le rapport entre le bilan de la Fed et celui du reste du monde dépend du dollar : une croissance du bilan conjuguée à un affaiblissement du billet vert risque donc de menacer les échanges commerciaux. Le dollar a-t-il baissé à cause des mesures de crédit de la Fed ou à cause de la réflation ? Difficile à dire.

S'il faut cinq ans aux résultats des entreprises pour retrouver leur tendance d'avant-crise, la valorisation actuelle des actions est trop élevée. Mais les taux d'intérêt ont subi un repli généralisé et les rendements à 10 et 30 ans sont microscopiques. Une baisse du taux d'actualisation semble donc annonciatrice d'une progression des actions.

¹ Bloomberg, juin 2020.

² Analyse Columbia Threadneedle/Bloomberg Stoxx 600, 15/05-08/06/2020.

³ Données Bloomberg/analyse Columbia Threadneedle Investments.

⁴ Indice Johnson Redbook, juin 2020.

⁵ Données Wish, juin 2020.

⁶ FMI, Remise en marche de l'économie mondiale : promouvoir une reprise plus inclusive, 11 juin 2020.

⁷ Bloomberg, juillet 2020.

⁸ Analyse Columbia Threadneedle/Bloomberg, juillet 2020.

Pour en savoir plus, rendez-vous sur
COLUMBIATHREADNEEDLE.COM



Informations importantes : Document exclusivement réservé aux investisseurs professionnels et/ou qualifiés (non destiné aux particuliers). Le présent document est uniquement destiné à des fins d'information et ne saurait être considéré comme représentatif d'un quelconque investissement. Il ne saurait être considéré comme une offre ou une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente de tous titres ou autres instruments financiers, ou de la fourniture de conseils ou de services d'investissement. **Investir comporte des risques, y compris le risque de perte du principal. Votre capital est exposé à des risques.** Le risque de marché peut affecter un émetteur, un secteur de l'économie ou une industrie en particulier ou le marché dans son ensemble. La valeur des investissements n'est pas garantie. Il se peut dès lors que l'investisseur ne récupère pas sa mise de départ. Les **investissements internationaux** impliquent certains risques et une certaine volatilité en raison des fluctuations éventuelles sur le plan politique, économique ou des changes et des normes financières et comptables différentes. **Les titres mentionnés dans le présent document sont présentés exclusivement à des fins d'illustration, ils sont susceptibles de changer et ne doivent pas être interprétés comme une recommandation d'achat ou de vente. Les titres mentionnés peuvent générer ou non un rendement.** Les opinions exprimées sont celles à la date indiquée. Elles peuvent varier en fonction de l'évolution du marché ou d'autres conditions et peuvent différer des opinions exprimées par d'autres associés ou sociétés affiliées de Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Les investissements réels ou les décisions d'investissement de Columbia Threadneedle et de ses sociétés affiliées, que ce soit pour leur propre compte ou pour le compte de clients, ne reflètent pas nécessairement les opinions exprimées. Ces informations ne sont pas destinées à fournir des conseils en investissement et ne tiennent pas compte de la situation particulière des investisseurs. Les décisions d'investissement doivent toujours être prises en fonction des besoins financiers, des objectifs, des fins, de l'horizon temporel et de la tolérance au risque spécifiques de l'investisseur. Les classes d'actifs décrites peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. **Les performances passées ne préjugent aucunement des résultats futurs et aucune prévision ne saurait être considérée comme une garantie.** Les informations et opinions fournies par des tiers ont été obtenues auprès de sources jugées fiables mais aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude et à leur exhaustivité. Le présent document et son contenu n'ont pas été vérifiés par une quelconque autorité de tutelle.

En Australie : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited [« TIS »], ARBN 600 027 414. TIS est exemptée de l'obligation de détenir une licence de services financiers australienne en vertu de la Loi sur les sociétés et s'appuie sur le Class Order 03/1102 relatif à la commercialisation et à la fourniture de services financiers à des clients « wholesale » australiens, tels que définis à la section 761G de la Loi de 2001 sur les sociétés. TIS est réglementée à Singapour (numéro d'enregistrement : 201101559W) par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (chapitre 289), qui diffère des lois australiennes.

A Singapour : Publié par Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapour 239519, une société réglementée à Singapour par la Monetary Authority of Singapore en vertu de la Securities and Futures Act (Chapitre 289). Numéro d'enregistrement : 201101559W. Le contenu de ce document n'a pas été vérifié par la Monetary Authority of Singapore.

A Hong Kong : Publié par Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投資管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, qui est autorisée par la Securities and Futures Commission (« SFC ») à exercer des activités régulées de Type 1 (CE : AQA779). Enregistrée à Hong Kong en vertu de la Companies Ordinance (chapitre 622) sous le n° 1173058.

Dans la région EMEA : Publié par Threadneedle Asset Management Limited. Une société enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles sous le numéro 573204, dont le siège social est situé Cannon Place, 78 Cannon Street, Londres, EC4N 6AG, Royaume-Uni. La société est agréée et réglementée au Royaume-Uni par la Financial Conduct Authority. Le présent document est distribué par Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, qui est réglementée par l'Autorité des services financiers de Dubaï (DFSA). Pour les distributeurs : Le présent document vise à fournir aux distributeurs des informations concernant les produits et services du Groupe et n'est pas destiné à être distribué. Pour les clients institutionnels : Les informations contenues dans le présent document ne constituent en aucun cas un conseil financier et ne s'adressent qu'aux personnes ayant des connaissances appropriées en matière d'investissement et satisfaisant aux critères réglementaires pour être qualifiées de Client professionnel ou de Contrepartie commerciale ; nulle autre personne n'est autorisée à prêter foi à ces informations. **Columbia Threadneedle Investments est le nom de marque international du groupe de sociétés Columbia et Threadneedle.**
columbiathreadneedle.com Publié en septembre 2020 | Valable jusqu'en mars 2021 | J30888 | 3235525