

ACTIONS

Surmonter les nouvelles incertitudes des marchés mondiaux

November 21, 2019

Les marchés d'actions mondiaux ont continué de faire face à des incertitudes au troisième trimestre mais ont globalement bien résisté. Tony Docal, Peter Moeschter et Heather Waddell de Templeton Global Equity Group présentent un panorama des événements qui ont marqué les marchés au troisième trimestre et partagent leurs perspectives concernant les actions mondiales. Ils expriment leur préférence pour les multinationales britanniques, pourquoi le risque baissier leur semble limité en Europe par rapport aux États-Unis et pourquoi ils prônent de continuer d'investir dans des titres Value.

Analyse du trimestre

Les marchés d'actions mondiaux ont été légèrement positifs au troisième trimestre 2019 mais, considérés hors États-Unis, ils ont connu un repli général pour un certain nombre de raisons dont les questionnements concernant l'avancée des négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine, le manque de clarté persistant autour du Brexit et l'escalade des conflits au Moyen-Orient. Sur le front économique, l'actualité a été essentiellement négative, les chiffres mondiaux pointant vers une poursuite du ralentissement économique et, plus spécifiquement la mauvaise tenue du secteur manufacturier. La seule bonne nouvelle ou presque est attribuable aux banques centrales qui ont continué d'abaisser les taux d'intérêt et d'orienter leurs politiques vers l'assouplissement.

La volatilité a enregistré des pics réguliers au cours du trimestre, au rythme des derniers tweets ou manchettes. Les marchés d'actions ont connu une progression aux États-Unis et au Japon au cours du trimestre alors qu'ils ont été globalement affaiblis par ailleurs en Asie et en Europe. Compte tenu de la puissance et de la pondération du marché américain, les marchés développés ont gagné 0,7 % tandis que les marchés émergents ont cédé plus de 4 %, ¹ les actions chinoises pâtissant de l'escalade des tensions commerciales.

Ce sont deux secteurs défensifs, les biens de consommation de base et les services aux collectivités, qui ont été les plus solides sur le trimestre face à toute l'incertitude géopolitique et macroéconomique. Sans surprise peut-être, les secteurs cycliques, l'énergie et les matériaux ont été les grands perdants de la période.

Dans un environnement de ralentissement de la croissance économique et d'accroissement des risques, les investisseurs sont disposés à payer une prime de croissance et de sécurité. La prime de sécurité est évidente par rapport à la surperformance des titres apparentés à des obligations sur les segments des biens de première nécessité et les services aux collectivités. Les biens cycliques se situent tout simplement à l'opposé de cet axe car ils dépendent de l'amélioration des conditions macro et ces types de titres ont généralement été laissés pour compte en cette fin de cycle économique compte tenu de la hausse des risques.

Les opportunités par secteur nous semblent répondre à une stratégie très sélective. Selon nous, la popularité extrême et le positionnement sur les secteurs apparentés aux obligations (comme mentionné ci-dessus) renforcent la probabilité d'une rotation brutale et sévère au détriment des valeurs défensives et au profit des valeurs cycliques. Toutefois, il faudrait une amélioration durable des conditions macroéconomiques et un recul des risques politiques que nous observons aujourd'hui à travers le monde pour que la performance cyclique s'inscrive dans la durée à plus long terme.

Dans ce contexte, nous avons adopté un positionnement de type barbell dans nos portefeuilles. D'un côté du barbell, l'essentiel de nos investissements sont centrés sur des sociétés que nous considérons de qualité supérieure, génératrices de trésorerie et à l'avant-garde de leurs secteurs d'activité (pour quelque raison que ce soit) mais qui s'échangent toujours à des valorisations modestes. De l'autre côté du barbell figure une sélection de situations spéciales parmi les titres cycliques dont les valorisations sont tout simplement devenues trop bon marché pour qu'on les ignore.

Pour se concentrer sur l'énergie, les titres du secteur ont subi des pressions sur le trimestre car la hausse des tensions géopolitiques a alimenté une volatilité significative des prix du pétrole. Notre stratégie dans ce secteur a consisté à rester flexibles et à nous appuyer sur la chute vertigineuse des prix pour augmenter l'exposition aux segments des services pétroliers et de l'exploration-production, plus cycliques. Nous retournons ensuite vers les grandes valeurs intégrées de l'énergie, stables et distributrices de dividendes, lorsque les prix du pétrole remontent au-dessus du coût de production marginal. Les valeurs intégrées restent très bon marché et défavorisées malgré l'amélioration des fondamentaux qui leur a permis de générer de meilleurs flux de trésorerie cette année par rapport à ce qu'elles généraient lorsque le pétrole s'échangeait à 100 USD/baril.

Au niveau des matières premières, nous estimons que la vigilance de l'Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole (OPEP), combinée à l'augmentation des taux d'épuisement et à l'accroissement des risques géopolitiques, pointent tous vers une offre étroite à l'avenir.

Parallèlement, au niveau des entreprises, la rigueur s'est nettement améliorée dans la gestion du capital, les équipes dirigeantes privilégiant la valeur sur les volumes. Pourtant, le secteur énergétique s'échange aujourd'hui à un rapport cours/valeur comptable qui ne dépasse pas 0,45 x, soit environ la moitié de sa moyenne à long terme et de loin la valorisation la plus basse depuis 1952 au minimum.² Des valorisations historique peu élevées, la défaveur des investisseurs, l'amélioration des fondamentaux d'entreprise et un contexte porteur du côté de l'offre et de la demande sont autant de facteurs qui, selon nous, créent une opportunité d'investissement attractive à long terme dans le secteur de l'énergie.

Europe : La croissance fait face à des perspectives contraires mais le risque de baisse pourrait être limité

Les conditions économiques se sont dégradées en Europe à mesure de l'avancée de l'année. Si la majorité des données publiées laissent apparaître des surprises à la baisse, la faiblesse de la croissance mondiale au cours des 12 derniers mois est largement imputable à l'Europe. Le conflit commercial entre les États-Unis et la Chine n'a certainement rien arrangé, les exportations représentant quelque 28 % du produit intérieur brut (PIB) de la zone euro contre 12 % pour les États-Unis et 19 % pour la Chine.³ L'Europe dépend de ses exportations et est largement exposée aux chocs extérieurs tels que l'escalade des tensions commerciales et l'incertitude du Brexit. C'est en Allemagne que c'est le plus visible avec une contraction du PIB réel au deuxième trimestre 2019 et une probable nouvelle baisse au troisième trimestre.

Cela fait longtemps que les investisseurs favorisent largement les actions européennes mais elles ont largement perdu en popularité cette année comme en attestent les importantes sorties de capitaux de la catégorie. Les prévisions descendent parfois si bas que la moindre bonne nouvelle peut inverser la tendance. À titre d'exemple, les chiffres récents de l'indice des directeurs d'achat dans l'industrie manufacturière (PMI) en Allemagne est ressorti à 41.1, soit le décile le plus bas de tous les relevés historiques.⁴ C'est un très mauvais niveau mais nous pensons qu'il peut aussi traduire une évolution contraire car les données historiques à ce niveau sont typiquement suivies d'une forte surperformance des actions dans la région.

Une évolution culturelle de la Banque centrale européenne (BCE) pourrait également contribuer à la reprise de l'économie européenne en mal de dynamisme. La nouvelle présidente Christine Lagarde a opté pour un ton conciliant en évoquant les outils à sa disposition et sa volonté de s'en servir. Plus révélateur encore peut-être, Wolfgang Schäuble, l'ex-ministre des finances allemand enclin à un durcissement fort, a admis récemment que le modèle allemand traditionnel du conservatisme budgétaire n'était pas suffisamment dynamique au vu des défis en présence.

Selon nous, les mesures d'austérité vont probablement continuer de disparaître au bénéfice d'initiatives de relance budgétaire plus nombreuses pour compléter le franc assouplissement quantitatif. Dans cette optique, nous avons noté une réaction de plus en plus vive des pouvoirs politiques et des entreprises à l'encontre de la rigidité des règles et de l'austérité budgétaires du passé. Le fait que les investisseurs soient disposés à payer les gouvernements de la zone euro pour leur prêter de l'argent (au vu des obligations à taux d'intérêt négatifs) laisse à penser que la marge de manœuvre est large dans un objectif de stimulation de l'économie par une hausse des dépenses publiques et des baisses d'impôts.

Il convient de noter que les actions européennes ont plutôt bien résisté pendant la phase de volatilité qui a envahi les marchés au dernier trimestre 2018, ce qui nous semble être fonction d'un sentiment déjà morose et de valorisations au point bas.

En bref, nous pensons que la situation déprimée de l'Europe devrait considérablement limiter le risque de baisse par rapport à des régions comme les États-Unis qui se fondent sur des scénarios bien plus optimistes.

Brexit : Un bon degré de prudence

Le Brexit est sans aucun doute une réalité en mouvement. Nous continuons de nous appuyer sur les connaissances collectives de notre équipe d'investissement et sur nos appuis sur le terrain au Royaume-Uni et en Europe pour évaluer la situation à mesure qu'elle évolue. Nous traversons avec un bon degré de prudence les pics d'optimisme et de pessimisme quant à la résolution du Brexit.

Actuellement, ce sont les multinationales britanniques qui nous paraissent offrir de la valeur au premier chef dans ce contexte incertain car leurs revenus proviennent de marchés étrangers. Toutefois, des entreprises centrées sur le marché domestique pourraient être la source de davantage de valeur à l'avenir en nous montrant prêts à nous saisir de la volatilité potentielle du marché.

L'échéance du Brexit a été une nouvelle fois reportée jusqu'à la fin janvier et, pour le moment, le Royaume-Uni semble s'apprêter à prendre le chemin des urnes à la mi-décembre alors que le premier ministre Boris Johnson cherchera à renouveler son mandat pour soutenir ses plans à l'égard de la sortie du pays de l'UE. S'il venait à perdre ces élections, un gouvernement travailliste moins favorable aux marchés s'imposerait sous la direction de Jeremy Corbyn et préconiserait un nouveau référendum sur le Brexit.

Les préoccupations mentionnées ci-dessus ne sont qu'en partie prises en compte par le marché car des scénarios plus disruptifs pourraient peser davantage sur les actions. Le marché a tenu compte d'un fléchissement économique mais ce n'est pas la même chose que d'anticiper une récession alimentée par un Brexit dur ou un gouvernement travailliste moins favorable aux marchés.

Il est vrai que les actions britanniques ont connu un déclassement régulier et important par rapport à leurs homologues des marchés développés depuis le référendum du Brexit en 2016. L'indice MSCI UK s'échange avec une décote de 34 % par rapport à l'indice MSCI World sur une combinaison des ratios cours/bénéfices, cours/valeur comptable et taux de dividende.⁵ Mais, comme nous l'avons déjà souligné, certains scénarios défavorables ont été écartés dans la valorisation des actions. Nous pourrions observer un nouveau courant baissier de la livre sterling et aurions à en considérer l'impact et son ampleur sur les entreprises au niveau individuel, que ce soit dans le bon ou mauvais sens.

Comme pour toutes les autres zones géographiques, nous étudions en profondeur les fondamentaux à long terme des entreprises britanniques, en quête d'opportunités sous-évaluées. Mais le Brexit entraîne sans doute des complexités supplémentaires qui nous conduisent à considérer avec la plus grande prudence l'environnement macro du Royaume-Uni et la devise du pays.

États-Unis : Des valorisations qui tendent à la perfection

Le marché d'actions américain a été perçu comme un refuge pour bon nombre d'investisseurs en quête d'un environnement économique plus solide qu'ailleurs dans le monde et ils ont accepté de payer ce qu'il fallait pour cela. Pourtant, sur une base absolue, les conditions américaines ne semblent pas aussi fantastiques qu'il y paraît. La croissance du PIB global est anémique, le marché du logement fonctionne au ralenti et la hausse des salaires est molle.

Les bénéfices sont au plus haut ou presque et les risques politiques semblent progresser. Les États-Unis sont pourtant parvenus à maintenir une croissance du PIB d'environ 2 % cette année et les taux d'intérêt restent positifs au minimum. À long terme, le pays dispose également d'un vivier d'entreprises extrêmement dynamique constitué d'activités de services et axées sur la connaissance qui se situent dans la partie supérieure de la chaîne de valeur globale.

Les valorisations restent une préoccupation majeure à notre sens. Elles pointent vers une quasi perfection des actions américaines alors que leurs fondamentaux sont fragiles, ce qui laisse craindre des déceptions possibles en cas de dégradation des conditions économiques.

La dernière vague de surperformance du marché d'actions américain est l'une des plus longues jamais enregistrées alors même que l'expansion économique du pays traverse aussi la plus longue phase de son histoire et que les valorisations sont proches de leurs plus hauts historiques. À la fin du troisième trimestre, les indicateurs de valorisation, du PER ajusté du cycle économique au ratio cap. boursière/PIB, (et une poignée d'autres) montrent que les actions américaines se situent dans le 95^e au 99^e pourcentile de leur fourchette de valorisation historique.⁶

Valorisations mises à part, la croissance des bénéfices des entreprises américaines ne nous semble pas tenable. Depuis 2009, leurs résultats publiés ont grimpé de 360 % alors que la croissance des chiffres d'affaires a tout juste dépassé 50 % et que les marges bénéficiaires des entreprises et les estimations de bénéfice par action du consensus sont proches de leurs niveaux record.⁷

Sur la base de notre analyse, de nombreuses autres zones géographiques offrent des valorisations plus attractives.

Le dernier point que nous souhaiterions mettre en avant est que la prédominance du marché évolue généralement d'une décennie à l'autre. Il existe de multiples exemples de pays ou de segments de marché qui tombent en défaveur, telles les actions japonaises dans les années 1990, les valeurs technologiques dans les années 2000 et les matières premières en 2010. Au cours du demi-siècle écoulé, seules deux des dix plus grandes entreprises mondiales en moyenne sont parvenues à maintenir leur leadership au fil des décennies.⁸

Il semble pourtant que l'histoire se répète ; nous sommes dans un cycle de marché prolongé et bon nombre de participants extrapolent à perpétuité le schéma des gagnants et des perdants du cycle en cours. Sur les 10 plus grandes entreprises au monde par capitalisation boursière aujourd'hui, la majorité sont des valeurs technologiques et huit sur dix proviennent des États-Unis.⁹ La question à poser est : Quelles sont les chances qu'il s'agisse là des titres à détenir au cours de la décennie à suivre ? Nous pensons que le mois de septembre a laissé entrevoir un aperçu d'une rotation possible du marché si le schéma bien connu de ce cycle en cours commence à se fissurer.

Toutes ces réserves prononcées, nous parvenons toujours à identifier de la valeur aux États-Unis mais sur une base très sélective.

Il est difficile d'anticiper une rotation marquée en faveur des titres value

Dernier point, les investisseurs de style « value » que nous sommes ont noté avec intérêt que la rotation en faveur des titres value intervenue au troisième trimestre s'explique principalement par les valorisations tendues. Certains observateurs du marché ont mis en avant d'autres facteurs comme les statistiques économiques supérieures aux prévisions, les signes d'assouplissement des politiques monétaires, l'allègement des tensions commerciales et la stabilisation des rendements. Tous ces paramètres sont intervenus alors même que les profils croissance et momentum se situaient à des extrêmes par rapport aux titres value, tant en termes de performance relative que de valorisations, et l'ajustement était loin d'être mineur. Ces conditions sont le cadre de la rotation considérable que nous avons connue au cours du trimestre, jusqu'à culminer en trois jours en l'une des rotations momentum value les plus importantes qui soient en plus de 30 ans.

Nous pensons que cette rotation pourrait se poursuivre à court terme mais il est difficile d'identifier avec précision le chemin à parcourir et le temps qu'il prendra pour observer un retour de rotation marqué vers les titres value. Cela fait un certain temps déjà que nous évoquons la sous-évaluation extrême des titres value par rapport aux styles croissance et momentum. Historiquement, le retour à la moyenne exploite ces décalages. Nous estimons que les marchés finiront par revenir au style value, tout particulièrement en présence d'éléments catalyseurs comme la pentification de la courbe de rendement et l'amélioration relative des résultats dans les principaux secteurs value.

Certains sceptiques suggèrent que la prolifération des nouvelles technologies pourrait élargir le fossé compétitif qui protège les gagnants dans la place. Il en découlerait l'afflux de capitaux plus nombreux sur les mêmes leaders de marché à des valorisations très élevées. Nous répétons ici que les leaders du marché aujourd'hui sont rarement ceux de demain et même si la technologie permet à certaines entreprises de contrer les marchés et de freiner la concurrence, nous pensons que les règles antitrust pourraient contribuer à équilibrer les chances au final.

Il est sans doute difficile d'établir avec précision le calendrier des rotations de marché pour une multitude de raisons mais nous sommes constructifs à la perspective d'une résurgence du style value.

Quels sont les risques ?

Tout investissement comporte un risque, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi. La valeur des investissements peut fluctuer à la baisse comme à la hausse et les investisseurs ne sont pas assurés de récupérer la totalité de leur mise initiale. Les prix des actions peuvent fluctuer, parfois de manière rapide et brusque, en raison de facteurs propres à des sociétés, industries ou secteurs spécifiques ou du marché dans son ensemble. Les investissements à l'étranger comportent des risques spécifiques, comme les variations des taux de change, l'instabilité économique et l'évolution de la situation politique. Les investissements sur les marchés émergents présentent des risques accrus liés aux mêmes facteurs. Une stratégie exposée en particulier à certains pays, régions, industries, secteurs ou types de placements peut être sujette à un risque d'événements défavorables plus élevé qu'une stratégie investissant de façon plus diversifiée.

Mentions légales importantes

Les informations sur les participations en portefeuille, les opinions exprimées et les autres données de marché ou économiques sont valables à la date du présent commentaire, sauf toute indication contraire expressément formulée, et peuvent être modifiées sans préavis. Même si nous les considérons comme fiables, nous ne pouvons attester de l'exhaustivité et de la précision des exposés de fait cités par le gestionnaire. L'évaluation d'une industrie, d'un titre ou d'un investissement en particulier par le gestionnaire est uniquement destinée à illustrer le processus d'investissement du gestionnaire sans pour autant constituer une recommandation d'achat ou de vente de titres, ni un conseil en investissement. Le présent commentaire ne représente pas une analyse complète des données relatives à un marché, une industrie, un titre ou un portefeuille. Les points de vue exprimés dans le présent commentaire sont ceux des gestionnaires de portefeuille de Templeton Global Equity Group et peuvent varier de ceux exprimés par les gestionnaires de portefeuille qui représentent d'autres plates-formes ou stratégies d'investissement de Franklin Templeton. La façon dont nous mettons en œuvre nos principales stratégies d'investissement et les participations en portefeuille qui en découlent peuvent varier en fonction de facteurs comme les conditions de marché ou économiques.

Les références à des titres en particulier servent uniquement à illustrer un marché ou des conditions économiques en général et ne sont pas des recommandations d'achat ou de vente, ni une indication des participations de l'auteur ou d'un compte en gestion quel qu'il soit. Ces titres peuvent faire partie ou non d'un ou plusieurs portefeuilles gérés par Templeton. Les références à et discussions concernant les participations en portefeuille s'appliquent uniquement aux portefeuilles gérés par Templeton Global Equity Group. Des portefeuilles relevant de ces stratégies peuvent varier à titre individuel en fonction d'un certain nombre de facteurs dont, à titre non exhaustif, la taille, les directives d'investissements, restrictions et dates de lancement respectives des portefeuilles en question.

Tout investissement comporte des risques, notamment celui de ne pas récupérer le capital investi.

Les données de tierces parties peuvent avoir été utilisées dans la préparation de ce document et Franklin Templeton Investments (« FTI ») n'a pas vérifié, validé ni audité de manière indépendante ces données. FTI décline toute responsabilité en cas de perte due à l'utilisation de ces informations, et la pertinence des commentaires, des opinions et des analyses contenus dans ce document est laissée à la seule appréciation de l'utilisateur.

Les produits, services et informations peuvent ne pas être disponibles dans toutes les juridictions et sont fournis en dehors des États-Unis par d'autres sociétés affiliées de FTI et/ou leurs distributeurs, dans la mesure où la réglementation/législation locale l'autorise. Veuillez consulter votre conseiller financier ou votre interlocuteur de Franklin Templeton Institutional pour toute information supplémentaire sur la disponibilité des produits et services dans votre juridiction.

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées de CFA Institute.

1. Sources : Bloomberg, FactSet. Les marchés développés sont représentés par l'indice MSCI World qui reflète les moyennes et grandes capitalisations de 23 pays développés. Les marchés émergents sont représentés par l'indice MSCI Emerging Markets qui reflète les moyennes et grandes capitalisations de 26 pays développés. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée. Les performances passées ne constituent pas un indicateur ni une garantie des résultats futurs.

2. Source : Empirical Research Partners, au 30 septembre 2019. Le ratio cours/valeur comptable est un indicateur de valeur qui compare le cours de marché actuel d'une entreprise à sa valeur comptable ou sa valeur nette d'inventaire.

3. Source : Gavekal Research.

4. Source : Recherche IHS/Markit, septembre 2019.

5. Sources: MSCI, IBES, Recherche Morgan Stanley, octobre 2019. Les indices ne font l'objet d'aucune gestion, et il n'est pas possible d'y investir directement. Ils ne tiennent pas compte des frais, dépenses ou droits d'entrée.

6. Sources : Bloomberg, Yale/Robert Shiller, Federal Reserve Econ Data, US Bureau of Econ Analysis, John Hussman, Crescat Capital, septembre 2019.

7. Source : Lance Roberts, Real Investment Advice. "Peak Buybacks? Has Corporate Indulgence Hit Its Limits?" 26 septembre 2019.

8. Source : Source: Louis-Vincent Grave, "An Investment Thesis for the 2020s," Gavekal, 2 août 2019.

9. Source : Owuor Otieno, Sophy. "The Largest Companies in the World by Market Cap." WorldAtlas, 8 juillet 2019.