



MARCHÉS DES CAPITAUX

Quand/pourquoi la correction arrivera-t-elle ?

Les marchés boursiers suivent une tendance à la hausse depuis un certain temps et offrent des rendements élevés et satisfaisants, surtout depuis le début de l'année. Néanmoins – ou peut-être précisément pour cette raison – les questions se multiplient quant à la possibilité d'un renversement de tendance.

MARCHÉS DES CAPITAUX

PAR PHILIPP VORNDRAN ET THOMAS LEHR

Après les lourdes pertes de prix subies face à l'épidémie mondiale de la pandémie de Corona l'année dernière, l'optimisme est depuis longtemps revenu sur les marchés financiers. Le nombre de vaccinations augmente, un peu plus rapidement aux États-Unis qu'en Europe. Les perspectives économiques s'éclaircissent, notamment en raison des énormes plans d'aide gouvernementaux, et les marchés boursiers sont bien orientés. Depuis le début de l'année en particulier, les marchés boursiers les plus importants ont réalisé une performance respectable.

Néanmoins – ou peut-être précisément à cause de cela – la méfiance augmente. On nous demande presque quotidiennement si cela peut continuer. Et ce qui devrait se passer pour qu'il y ait une correction sur les marchés d'actions. Quels sont les facteurs de risque à surveiller à long terme ? Et y a-t-il déjà des signes de retournement sur les marchés ?

Chine, l'inconnu « pouvoir des taux d'intérêt »

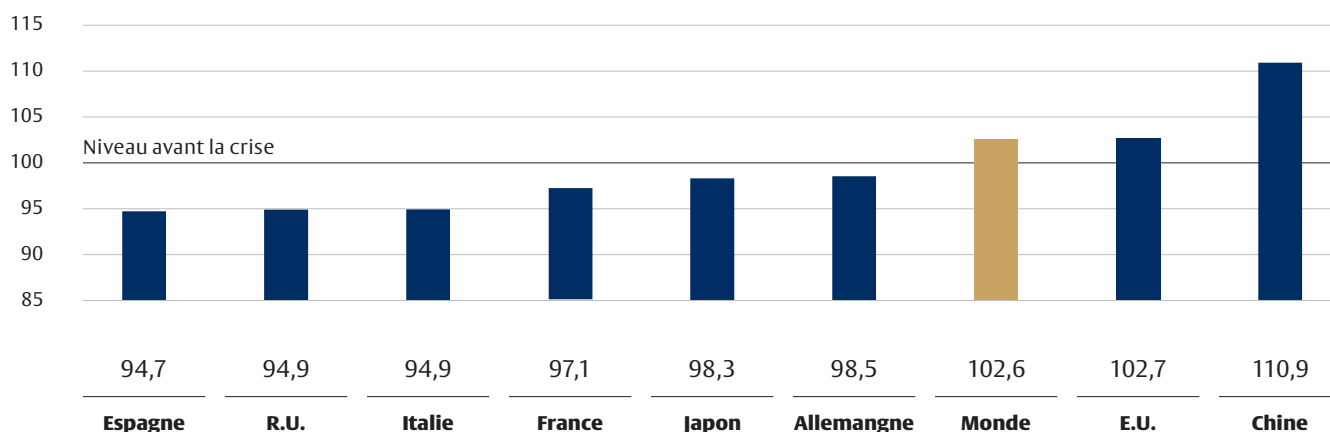
Le plus grand risque (du moins du point de vue de notre stratégie d'investissement) serait probablement une hausse significative et durable des taux d'intérêt, à laquelle nous ne nous

attendons pas actuellement. Vous connaissez notre raisonnement : on peut considérer comme quasi certain que la Banque centrale européenne (BCE) ne se préoccupe pas actuellement de la hausse des taux d'intérêt. Les États-Unis semblent quelque peu divisés sur ce point. Mais là aussi, la dette publique a atteint des niveaux records, de sorte que nous ne nous attendons pas à une hausse soutenue des taux à long terme – du moins pas sur la partie longue de la courbe.

Alors tout va bien ? Une comparaison de la croissance mondiale montre qu'il y a peut-être un autre acteur important dans cette analyse que probablement peu de gens prennent en compte. Le rythme de croissance de la Chine est le plus élevé au monde. D'ici à la fin de 2021, la Chine aura probablement déjà augmenté de dix pour cent son niveau de croissance d'avant la crise. Nous ne pouvons pas espérer de tels chiffres de croissance en Europe. Mais même les États-Unis, qui stimulent la croissance à l'aide d'énormes programmes d'aide et de programmes structurels, sont largement à la traîne (voir figure 1).

Que se passerait-il donc si la banque centrale chinoise, la People's Bank of China (PBoC), décidait de relever les taux d'intérêt à la

Figure 1 **Des perspectives sombres pour l'Europe** – Où en seront les économies à la fin de l'année



■ Estimation du PIB* pour 2021 (en prix constants ; indexé à 2019 = 100)

* Estimations selon la mise à jour d'avril des Perspectives de l'économie mondiale du FMI.
Source : Refinitiv, Flossbach von Storch, à partir du 19 avril 2021

MARCHÉS DES CAPITAUX

lumière de cette dynamique économique ? Les investisseurs ne les ont généralement pas dans leur collimateur lorsqu'ils examinent les tendances des taux d'intérêt. Ils ne prêtent généralement attention qu'à la Fed, à la BCE et, au mieux, à la Banque du Japon. Une telle situation me rappelle personnellement les années 1994/95, lorsque l'économie européenne était dans le pétrin et que les États-Unis ont augmenté les taux d'intérêt de trois à six pour cent en sept étapes. Personne ne s'attendait non plus à une telle hausse à l'époque. Après l'annonce, les marchés ont chuté et le dollar américain s'est effondré.

Ainsi, si la Chine devait relever unilatéralement ses taux d'intérêt, le renminbi s'apprécierait probablement. Les investisseurs étrangers pourraient investir dans des obligations chinoises en raison des taux d'intérêt beaucoup plus élevés. L'afflux de fonds par le biais de ces «carry trades» stimulerait la monnaie. Du moins jusqu'à ce que la banque centrale chinoise revienne sur sa décision, par exemple parce que le refroidissement de l'économie chinoise à forte croissance résultant d'un «boom post-Corona» serait un peu trop sévère en raison des hausses de taux d'intérêt et de l'appréciation de la monnaie. Un tel scénario aurait un impact négatif sur les prix des matières premières, du moins temporairement, et rendrait nos produits importés de Chine beaucoup plus chers dans l'intervalle. L'agitation de nombreux investisseurs serait garantie, et des distorsions sur les marchés obligataires et boursiers seraient concevables. Même si un tel scénario n'est probablement pas envisageable avant plusieurs années, les actions de la PBoC deviendront de plus en plus pertinentes pour les investisseurs.

Dans quelle mesure les différences de valeurs (morales) sont-elles dangereuses ?

Le facteur de risque suivant a également ses racines en Chine. Nous souhaitons ici apporter quelques précisions. L'initiative mondiale «Better Cotton Initiative» (BCI) s'est fixé pour objectif d'évaluer le coton selon des aspects durables et d'attribuer les labels correspondants. Il y a environ un an, des représentants de l'organisation se sont penchés sur la situation des Ouïghours dans l'ouest de la Chine et ont annoncé qu'ils ne délivreraient plus de sceau pour le coton provenant de cette région. Ils ont déclaré qu'il n'était pas exclu que des travailleurs forcés y soient employés.

Suite à cette décision, certaines entreprises chinoises se sont retirées de l'initiative. Cependant, il ne s'est pas passé grand-chose d'autre à ce moment. Cependant, lorsque le détaillant

textile suédois H&M a annoncé la mise en œuvre de cette décision sur son site web chinois il y a quelques semaines, cela a déclenché une gigantesque tempête médiatique sur l'Internet en Chine. Notre analyste chinois Shenwei Li a attiré notre attention sur les protestations à l'extérieur des magasins, qui ont été à peine remarquées dans nos médias occidentaux. Parallèlement, la désapprobation de nombreux consommateurs chinois s'adresse apparemment aussi aux fabricants occidentaux d'articles de sport qui adoptent une ligne similaire à celle de H&M.

Shenwei nous a raconté l'histoire du fils d'une connaissance qui fréquente une école hebdomadaire, une sorte de pensionnat pendant les jours de la semaine. Il était arrivé le lundi avec des baskets Nike (il n'avait pas d'autres chaussures dans ses bagages) et le mercredi, il a été obligé de s'excuser devant toute la classe pour avoir porté cette marque occidentale. Il a promis de venir dans les chaussures d'une marque chinoise à l'avenir.

Il serait dévastateur que le port de marques occidentales, auparavant considéré comme un symbole de statut social en Chine, soit jugé condamnable dans la perception publique à l'avenir. Il est évident que la ligne dure de la Chine que les Chinois ont d'abord montrée, par exemple, lors des premières négociations avec l'administration Biden, est largement soutenue par la population. De nombreux Chinois sont très nationalistes et cette attitude se radicalise de plus en plus. Pour de nombreux Chinois, les informations faisant état d'attaques contre une partie de la population ouïgoure sont des «fake news» et ne sont rien d'autre qu'une ingérence de l'Occident dans leurs affaires intérieures. Bien entendu, il ne s'agit que d'impressions pour l'instant et il faudra surveiller cette tendance pendant un certain temps. Mais le conflit permanent avec les États-Unis continue de couvrir et il est possible qu'à l'avenir, une pénalité chinoise doive être prise en compte pour les entreprises ayant des activités importantes avec la Chine.

La baisse du volume des échanges est-elle un indicateur avancé ?

Des risques structurels aux facteurs tactiques qui peuvent indiquer qu'une correction est en cours. On nous demande souvent si la récente baisse des volumes d'échanges sur les marchés d'actions pourrait être le signe d'un renversement de tendance sur ces marchés. La réponse est non !

MARCHÉS DES CAPITALS

Un regard sur l'indice boursier américain S&P 500 au cours des dix dernières années montre pourquoi. Dans chaque cas, nous avons calculé le volume des transactions sur dix semaines glissantes et, par rapport à l'indice, le résultat d'une stratégie qui aurait investi pendant cette période que si le volume des transactions était inférieur d'au moins dix pour cent à cette moyenne. Nous avons également reproduit le résultat d'une deuxième stratégie qui n'investissait que lorsque le volume des transactions était supérieur d'au moins 10% à la moyenne. Bien entendu, aucune de ces deux stratégies n'est réalisable en pratique, car on ne peut connaître le volume négocié qu'une fois la journée de négociation terminée.

Résultat : si vous étiez toujours entré sur le marché lorsque le volume des transactions était supérieur à la moyenne, votre performance aurait été inférieure à celle de l'indice boursier. En revanche, ceux qui auraient choisi des jours de bourse calmes pour leur entrée auraient multiplié leur capital de départ par un facteur presque exactement égal à vingt depuis le début de 2011. L'expérience pratique montre que la baisse du volume n'est en aucun cas un indicateur de crise.

Une hausse du marché est-elle dangereuse ?

Les marchés boursiers sont en hausse depuis plus de douze mois. La performance du marché n'a pas été uniforme et, parfois, les actions de certains secteurs ont surperformé d'autres. Mais 450 des 500 actions de l'indice américain S&P dépassent désormais leur indice à 50 jours. Donc la tendance à la hausse est maintenant menée par le marché en général. C'est un bon signe pour l'instant. La question reste de savoir si le fait que 90% de l'indice présente une tendance clairement haussière est révélateur de tendances à la surchauffe qui, par le passé, ont été suivies d'une correction sur un, trois, six ou douze mois.

Ici aussi, une comparaison avec des constellations similaires dans le passé peut réduire l'inquiétude. Au contraire, un tel environnement a eu tendance à indiquer de nouvelles hausses et, en moyenne, même des hausses supérieures à la moyenne des prix des actions. Non que cela soit pertinent pour nous ou même un critère pour notre allocation action élevée. Mais si la question est de savoir si ces phases de marché ont historiquement indiqué la proximité d'un sommet, la réponse est clairement **NON** (voir tableau 1).

Les valorisations ne sont-elles pas beaucoup trop élevées ?

Enfin et surtout, il est toujours question de valorisations lorsque les marchés boursiers sont en hausse depuis un certain temps. Dans ce cas, en tant qu'investisseur détenant, disons, 30 ou 40 actions, il vous importe peu de savoir si le marché, qui est généralement utilisé pour suivre un indice boursier, a connu une hausse. Du moins si vos actions ont encore du potentiel. Il est donc difficile de répondre de manière générale à la question : les actions sont-elles trop chères ?

Tableau 1 **Largeur du marché S&P 500** – Performance après qu'au moins 450 actions se soient échangées au-dessus de leur moyenne mobile de 50 jours

Performance du S&P 500 (en %)				
Date	1 mois	3 mois	6 mois	Année
02.06.1991	4,71	5,38	9,07	15,57
30.05.1997	4,60	6,53	12,63	28,59
18.03.1998	3,43	0,19	-3,69	21,28
02.05.2003	3,60	6,48	12,97	19,06
12.11.2004	0,32	1,08	-2,54	4,27
29.04.2009	5,21	12,13	19,34	38,13
24.10.2011	-7,37	4,88	8,99	12,67
04.01.2013	3,18	6,38	11,28	24,88
16.03.2016	2,64	2,37	4,86	17,47
15.02.2019	1,69	3,63	4,07	21,78
26.05.2020	3,07	14,69	21,51	-
Moyenne	2,41	6,33	9,67	20,41
Médiane	3,31	5,88	10,18	20,85
Toutes les autres périodes				
Moyenne	0,76	2,24	4,56	9,34
Médiane	1,20	2,92	5,34	10,94

L'évolution historique de la performance n'est pas un indicateur fiable pour l'évolution future de la performance.

Source : Bespoke, Flossbach von Storch, au 16 avril 2021.

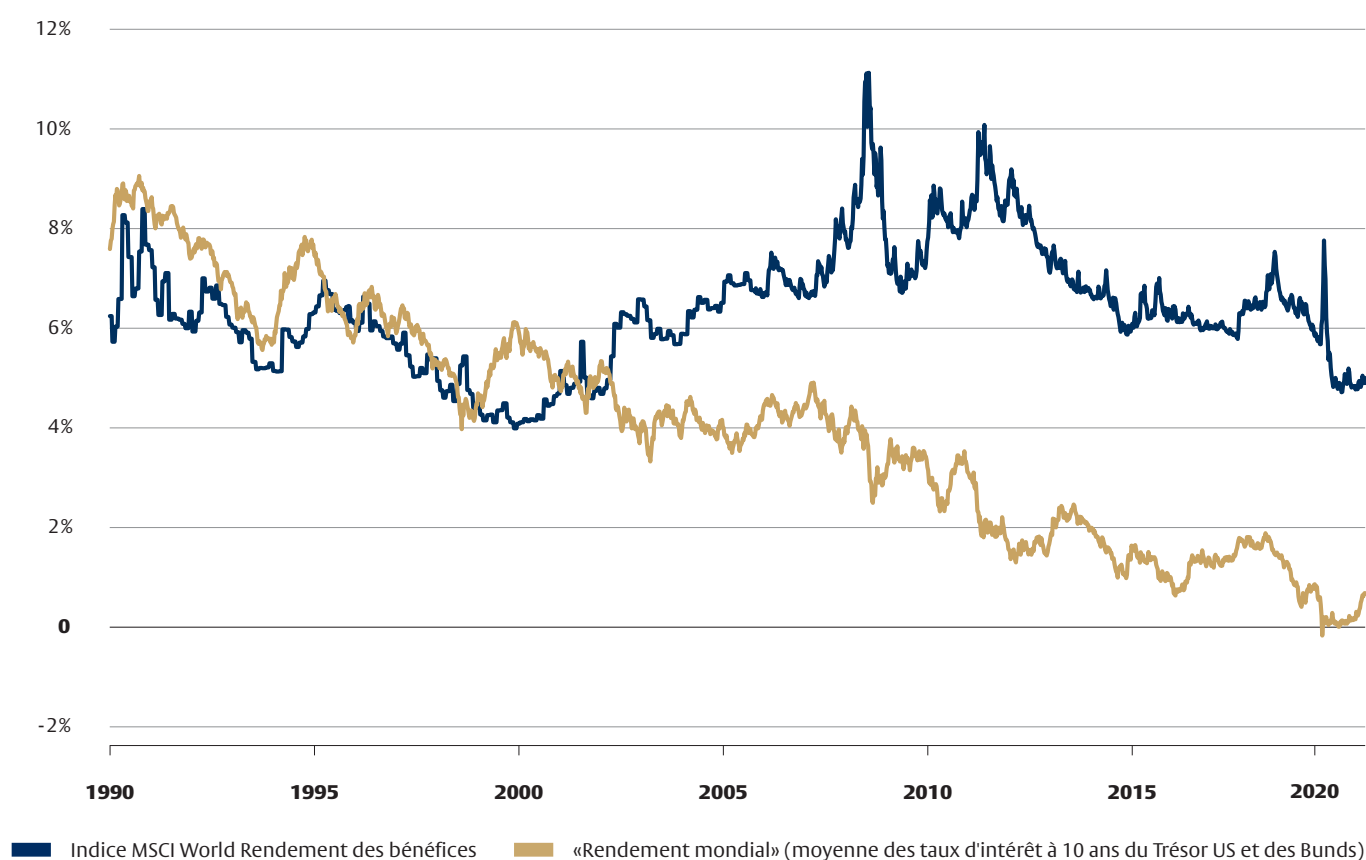
MARCHÉS DES CAPITAUX

Dans vos questions, l'«indicateur Buffett» a été mentionné à plusieurs reprises comme une indication de surévaluation. Il s'agit d'une sorte de règle empirique qui met la production économique américaine, mesurée en termes de produit intérieur brut (PIB), en relation avec la valeur de toutes les entreprises cotées à la bourse américaine. À juste titre, Buffett a fait valoir il y a plusieurs décennies que l'économie, d'une part, et le marché boursier, d'autre part, ne devaient pas se découpler l'un de l'autre à long terme. Si c'était le cas, cela indiquerait qu'ils sont soit sous-évalués, soit surévalués. La comparaison est aujourd'hui trompeuse car, bien entendu, les entreprises américaines génèrent désormais des proportions bien plus élevées de leurs bénéfices en dehors des États-Unis. La simple comparaison de la

capitalisation boursière de ces entreprises avec l'économie américaine, après plusieurs décennies de mondialisation progressive, est donc trompeuse. En outre, les ratios (valeur des entreprises par rapport au PIB) ont évolué en raison des faibles taux d'intérêt et de structures d'entreprise beaucoup plus efficaces.

La courbe de rendement des bénéfices des actions (que la plupart d'entre vous connaissent déjà) basée sur l'indice boursier MSCI World comparée aux taux d'intérêt mondiaux montre que les actions ne sont pas devenues plus chères que les obligations depuis 2000 (voir figure 2). Au contraire, contrairement au début du millénaire, il existe encore aujourd'hui une différence nettement positive entre le rendement des bénéfices et le rendement

Figure 2 **Les actions sont en terme absolu aussi chères/bon marché qu'il y a 20 ans** – Évolution du rendement des bénéfices des actions (MSCI World) par rapport au rendement des obligations



*Sur la base des bénéfices attendus pour les 12 prochains mois.

Les prévisions de bénéfices sont basées sur des hypothèses spécifiques. Les résultats réels peuvent différer sensiblement de ceux-ci. L'évolution historique de la performance n'est pas un indicateur fiable pour l'évolution future de la performance.

Source : Refinitiv, Flossbach von Storch, au 19 avril 2021

MARCHÉS DES CAPITAUX

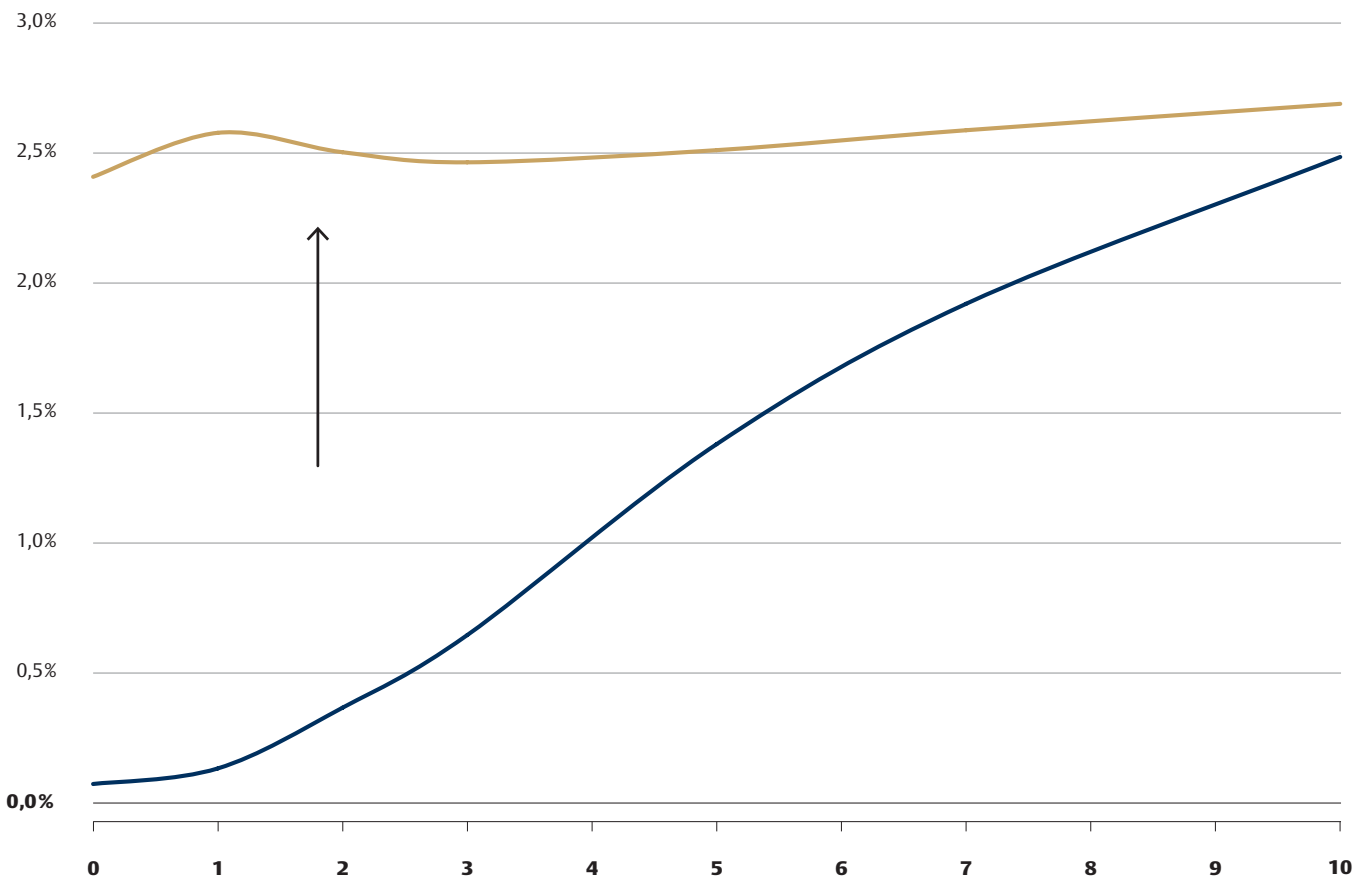
des obligations. Selon nous, les actions restent donc la classe d'actifs la plus intéressante à long terme, même si les valorisations ont désormais atteint des sommets à long terme. Tant que les obligations ne produiront pas d'intérêts significatifs et que les des comptes d'épargne ne produiront pas d'intérêts, nous pensons qu'il n'y a pas d'alternatives réelles.

Qu'en est-il de la dette record et de l'inflation ?

Le déficit est énorme, surtout aux États-Unis après la crise de Corona. Après 3.100 milliards de dollars de nouvelle dette en 2020, elle devrait atteindre 3.400 milliards de dollars cette année. La croissance attendue aux États-Unis sera donc chèrement achetée. N'est-ce pas dangereux ? Et où peut-on en conclure un risque pour les marchés ?

Avec un optimisme croissant quant à l'évolution économique attendue après la pandémie, la courbe des taux américains s'est pentifiée au cours des derniers mois. Les taux d'intérêt sur les obligations du Trésor à 20 ans sont passés d'environ 1,0% (en août 2020) à près de 2,1% actuellement. Si la reprise économique se concrétise, nous pouvons nous attendre à ce que la Réserve fédérale réajuste davantage ses taux d'intérêt. Cela a été très similaire, par exemple, lors du dernier cycle de hausse des taux entre 2013 et 2019, lorsqu'après que Ben Bernanke a annoncé la fin des achats d'obligations devant le Congrès américain, la hausse attendue des taux d'intérêt à long terme a été presque entièrement escomptée en quelques mois, tandis que les taux d'intérêt à court terme n'ont suivi que les hausses effectives des taux (2015 à 2018) (voir figure 3).

Figure 3 **On a vu quelque chose de semblable, n'est-ce pas ?** – Une politique monétaire plus restrictive entre 2013 et 2019 s'est essouffée à long terme.



Courbe de rendement des obligations d'État américaines sur ... 01.07.2013 01.01.2019

L'évolution historique de la performance n'est pas un indicateur fiable pour l'évolution future de la performance.

Source : Refinitiv, Flossbach von Storch, au 1er janvier 2019

MARCHÉS DES CAPITAUX

Et comment évolue l'inflation ? Il reflète actuellement la dynamique de l'économie réelle. Les banques centrales ont peu d'influence sur les prix des matières premières. Contrairement à la monnaie, aucune banque centrale au monde ne peut imprimer du pétrole. Dans un tel scénario, les effets de change ont aussi leur plein impact. Nous nous attendons à ce que l'inflation soit plus élevée à long terme qu'elle ne l'a été au cours de la dernière décennie, dès que l'économie redémarrera. Mais nous ne nous attendons pas à ce que l'inflation devienne incontrôlable.

Ne courez-vous pas le risque d'être investi dans le «mauvais» segment d'actions ?

En fin de compte, les actions restent attrayantes à nos yeux. En outre, il y a beaucoup de mouvement sous la surface des indices boursiers. Ces dernières semaines, il n'y a pratiquement pas eu de commentaire sur le marché boursier qui ne traitait pas de la «grande rotation». Il s'agit ici d'un changement de favori, des valeurs de croissance classiques aux valeurs cycliques. Alors que les actions des sociétés de croissance, fortement valorisées en

termes de bénéfices courants, sont considérées comme les perdantes de la hausse des taux d'intérêt, les actions des sociétés cycliques bénéficient de la perspective d'une réouverture imminente de l'économie, du moins c'est ce que l'on entend souvent.

Il n'y a rien à redire aux actions de sociétés cycliques si la qualité des entreprises est telle qu'il n'y a pas lieu de s'inquiéter de leur survie à long terme (et si leur valorisation est attrayante). Mais une stratégie d'investissement à long terme ne doit pas considérer le marché boursier comme un casino. Il ne s'agit pas de battre la banque (le marché) à la roulette rotative – ce n'est pas très prometteur à long terme.

Ainsi, au lieu de se creuser la tête pour savoir qui pourrait profiter le plus de la fin probable de la pandémie dans les mois à venir, nous pensons qu'il est plus important d'identifier les sociétés qui génèrent des flux de trésorerie aussi prévisibles et durables que possible. En d'autres termes, des entreprises de qualité, résilientes et à forte croissance, sur lesquelles nos gestionnaires de portefeuille se concentrent.

INFORMATIONS JURIDIQUES

Le présent document est destiné entre autres à des fins publicitaires. Les informations et évaluations contenues ne représentent en aucun cas des conseils de placement. Les informations contenues et les avis, exprimés dans le présent document, sont des évaluations de Flossbach von Storch Invest S.A. au moment de la publication. Ils peuvent être modifiés à tout moment sans notification préalable. Les informations relatives à l'évolution des marchés reflètent l'avis et les futures attentes de Flossbach von Storch Invest S.A. Mais les évolutions effectives et les résultats peuvent fortement diverger des attentes. Toutes les informations ont été regroupées avec grand soin. La valeur de tout placement peut augmenter ou baisser et vous percevrez éventuellement moins d'argent que le montant investi.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

© 2021 Flossbach von Storch Invest. Tous droits réservés.

IMPRINT

Éditeur Flossbach von Storch Invest S.A.
2, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg, Luxembourg
Téléphone +352. 275. 607-0, Fax +352. 275. 607-39
info@fvsinvest.lu, www.fvsinvest.lu

Conseil d'administration Karl Kempen, Markus Müller, Christian Schlosser
Conseil consultatif Dirk von Velsen
Btw-nr. LU 25691460
Registre de Commerce Luxembourg No B 171513
Autorité de surveillance compétente Commission de Surveillance
du Secteur Financier (CSSF)
283, route d'Arlon, 2991 Luxembourg, Luxembourg

Rédacteurs Philipp Vorndran, Thomas Lehr, Christian Panster, Jens Hagen
Date limite de rédaction 21 avril 2021

La réimpression ou la mise à disposition du contenu de ce document, en particulier en l'incluant dans des sites Internet tiers, ainsi que la reproduction sur des supports de toute nature nécessitent l'accord écrit préalable de Flossbach von Storch Invest S.A.