Document destiné exclusivement aux investisseurs professionnels

Que peut-on attendre des marchés actions en 2021 ? Quelles stratégies pour la gestion assurantielle actions ?

Analyse du marché actions

Stéphane Déo, Directeur Stratégie de marché, nous éclaire sur la valorisation du marché des actions.

- Les valorisations des marchés actions sont tendues, voire même au plus haut historique sur certaines métriques.
- Le niveau des profits est aussi nettement en deçà de sa tendance de long terme, crise de la Covid oblige.
- On peut donc imaginer une normalisation des valorisations par une baisse des cours, mais aussi, tout simplement, par une progression des bénéfices futurs, même si une normalisation de ceux-ci ne ramènerait pas les valorisations à leur niveau moyen de long terme.
- On peut aussi imaginer qu'avec des taux aussi bas, les valorisations d'équilibre soient plus élevées, du fait de la recherche de rendement, mais aussi de l'effet mécanique des taux sur les calculs actuariels. Dans ce cas, les actions auraient encore de beaux jours devant elles.

Quelles stratégies pour la gestion assurantielles actions ?

Stéphanie Faibis, Responsable Gestion Assurantielle Actions, et **Olivier Lefevre, Responsable Recherche Actions**, expliquent les stratégies déployées en gestion assurantielle actions.

- Les opportunités d'investissement en actions existent en 2021, notamment portées par des tendances de croissance séculaires - économie globalisée, économie positive, économie de l'innovation - que nous recherchons en particulier dans notre gestion assurantielle actions.
- Normalisation des valorisations, reprises des bénéfices attendus, divers facteurs de soutien aux marchés actions européens… tel est le mix positif pour investir en actions en 2021.
- La sélectivité reste le maître mot de notre approche, basée sur une connaissance approfondie des entreprises européennes.

Analyse du marché actions

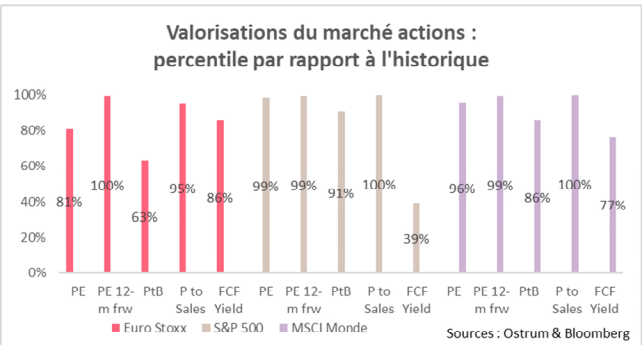
Trop chéres les actions ? Vraiment ?

Incontestablement les valorisations des marchés actions sont très élevées comparées à leur historique. Si on prend en compte le faible niveau des taux, en revanche la conclusion est beaucoup plus nuancée : en comparaison, la rémunération du risque actions est inhabituellement généreuse. Enfin des valorisations élevées n'impliquent pas une correction à venir, elles ne sont source de risque que lorsque les profits sont très élevés en même temps. Ce n'est pas le cas aujourd'hui.

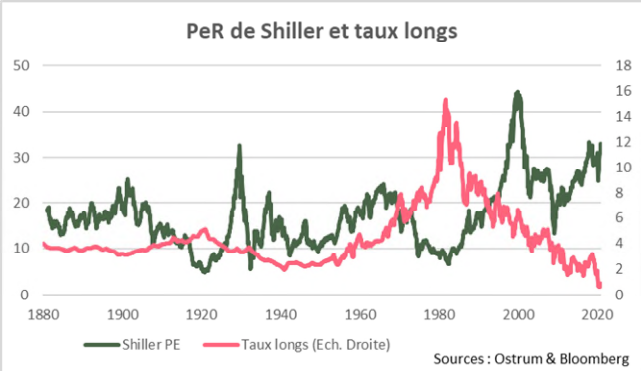
Des valorisations historiquement élevées

Commençons par une évidence. Le niveau de valorisation des marchés actions, lorsqu'il est comparé aux normes historiques, est très élevé.

C'est vrai, à peu de choses près, où que l'on regarde. Sur le graphique ci-dessous, nous avons présenté trois marchés : l'Europe, les États-Unis et le monde. Pour pouvoir comparer les différents outils de valorisation, nous avons utilisé les percentiles. Un certain nombre de métriques sont dans le 100e centile, elles sont donc tout simplement au plus haut historique. La majorité des autres métriques sont aussi proches des points extrêmes.



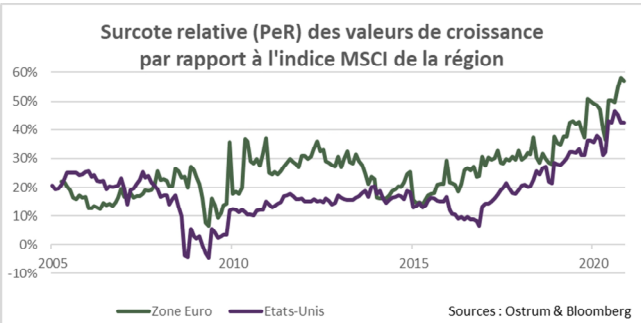
Une partie de ces résultats peut être liée au fait que les profits sont actuellement anormalement bas, crise de la covid oblige, et il serait alors plus pertinent de prendre des niveaux normalisés ou ajustés du cycle. C'est exactement ce que fait le fameux « PeR de Shiller » qui utilise pour son ratio, non pas le niveau de profits des entreprises, mais un niveau normalisé à travers le cycle. Comme le montre le graphique ci-dessous cela ne change pas vraiment la conclusion : même avec cette normalisation les marchés restent très chers.



La messe est donc dite : d'un point de vue historique, il est incontestable que le marché actions est cher.

Il faut noter de plus que ces valorisations très élevées du marché dans son ensemble s'accompagnent d'une dispersion inhabituellement élevée des valorisations des composantes. Par exemple, dans l'indice MSCI Zone Euro, les valeurs de croissance ont une surcote de presque 60 %. Le résultat est un peu moins spectaculaire pour les États-Unis, mais on arrive tout de même à plus de 40 % Dans les deux cas, il s'agit de niveaux proches des plus hauts historiques et inhabituellement élevés.

Il a été beaucoup question aux États-Unis d'un marché actions tiré par un nombre limité de valeurs, notamment dans le secteur de la technologie. Valeurs dont les valorisations deviennent assez impressionnantes. Le graphique ci-dessous montre que si la typologie est différente, l'Europe n'est pas vraiment immune, loin s'en faut, à ces écarts de valorisations extrêmes.



Le problème n'est donc pas seulement que les indices boursiers sont chers, mais qu'une partie de ces indices a des valorisations encore plus extrêmes.

Des valorisations relatives plus sages

Si la quasi-totalité des mesures de valorisation des actions sont proches des plus hauts historiques, la prime de risque des actions (c'est-à-dire comparé au taux sans risque) donne le signal inverse, les actions ne sont pas chères en relatif.

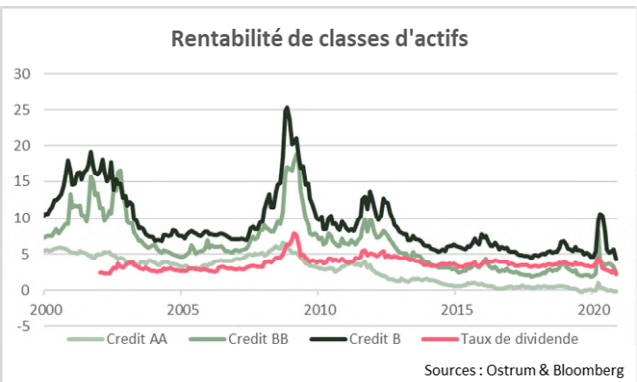
La prime de risque action est effectivement proche des plus hauts historiques, en d'autres termes le surplus de rémunération demandé par les marchés pour détenir des actions est inhabituellement élevé. Ou, dit autrement, la rémunération du risque actions est inhabituellement généreuse.

Le résultat doit beaucoup évidement au niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt, qui fournissent une base de comparaison très favorable. Les actions sont chères, mais comparées à un actif encore plus cher, en l'occurrence les taux souverains, la mariée devient plus belle. Cet argument « TINA » (There Is No Alternative) est un argument de mauvais élève ; les actions sont trop chères, mais il y a encore bien pire. Argument bien peu convaincant pour l'investisseur.

Les valorisations relatives des actions ne donnent pas de message anxiogène. La rémunération du risque action, est inhabituellement généreuse.

Plus pertinent est le fait que les valorisations doivent s'ajuster au taux d'actualisation ; les taux bas entrent dans le taux d'actualisation des flux futurs, et donc la valeur actualisée de ces flux devrait monter avec la baisse des taux. Dans cet esprit, la Banque de France, peu susceptible de complaisance envers les bulles spéculatives, a montré dans un article récent que l'évolution des PeR est rationnelle, si on prend en compte la baisse du taux sans risque : « What are the factors behind current high stock market valuations? » https://blocnotesdeleco.banque-france.fr/en/blog-entry/what-are-factors-behind-current-high-stock-market-valuations

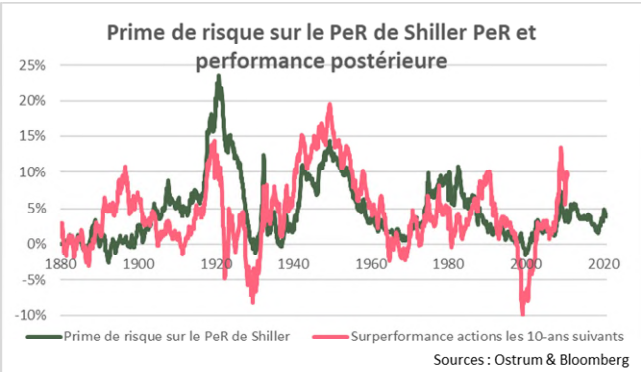
Une illustration de cet argument est le graphique ci-dessous qui compare le rendement du dividende et le niveau de rendement sur le marché du crédit.



Jusqu'à la crise de 2009, le rendement du dividende est proche d'un taux crédit AA. Depuis 2014, il est équivalent au rendement d'un BB. Fin 2019, on était beaucoup plus proche d'un single-B et, lorsque le rendement du dividende se stabilisera, il est probable qu'il revienne au niveau d'un single-B. En conséquence, pour avoir un rendement équivalent sur le marché du crédit, il faut de plus en plus prendre de risque et descendre en qualité de notation.

Revenons au PeR de Shiller, souvent cité comme une preuve de niveau excessif des valorisations. Toutefois, le graphique ci-dessous, aussi extrait de la base de données mise à disposition par Robert Shiller, nous raconte une histoire bien différente. L'intuition est que des valeurs du Shiller PeR élevées correspondent à des rendements inférieurs dans le futur, et vice versa. Ce ratio a connu son heure de gloire au début du siècle, car il avait conduit Shiller à prévoir l'éclatement de la bulle internet de 2001.

Toutefois, **ce qui compte vraiment en termes de signal pour le futur n'est pas la valorisation absolue, le PeR de Shiller, mais la valorisation relative, comparée aux niveaux des taux d'intérêt.** C'est l'objet des calculs reproduits dans le graphique ci-dessous. On revient donc sur l'argument de la prime de risque actions qui, d'après ces calculs, est proche de sa moyenne de long terme. La conclusion : le marché actions conserve un potentiel de hausse, de l'ordre de 5 % par an sur la décennie à venir.



Le débat est donc là. Les valorisations absolues sont incontestablement très élevées. Mais les valorisations relatives, c'est-à-dire en prenant en compte le niveau actuel des taux d'intérêt, paraissent justifiables, ou même raisonnables.

Un argument qui vaut, bien entendu, tant que les taux ne remontent pas. **Le risque paraît très asymétrique : une baisse de taille des valorisations est plausible, une hausse importante est beaucoup plus difficile à envisager à partir des niveaux actuels.**

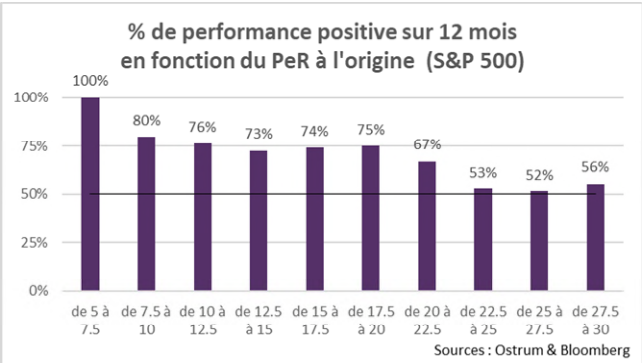
Au fait, est-ce vraiment un sujet ?

Pourquoi le sujet des valorisations fait-il débat ? C'est aussi pour une hypothèse implicite : un marché cher est un

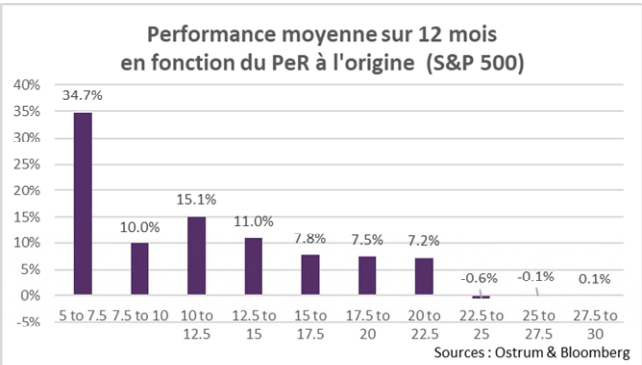
marché qui risque de corriger. C'est donc un signal de danger.

Malheureusement, cette hypothèse est tout aussi évidente d'un point de vue intuitif qu'elle est fausse d'un point de vue empirique.

Nous utilisons les données sur le S&P 500 qui nous permettent de remonter jusqu'en 1954. Le graphique ci-dessous montre, en fonction du niveau de PE, la probabilité historique que le marché ait eu une progression sur les 12 mois qui suivent. Lorsque le PE est supérieur à 22,5, la probabilité que le marché soit haussier est extrêmement proche de 50 %. Les valorisations élevées ont le même pouvoir prédictif qu'un tirage à pile ou face !



On peut objecter que, lorsque les valorisations sont tendues, les hausses sont faibles, mais les baisses peuvent être beaucoup plus fortes. Là non plus, les données ne valident pas l'intuition : lorsque le PE est élevé la performance moyenne sur les 12 mois qui suivent est très proche de zéro.

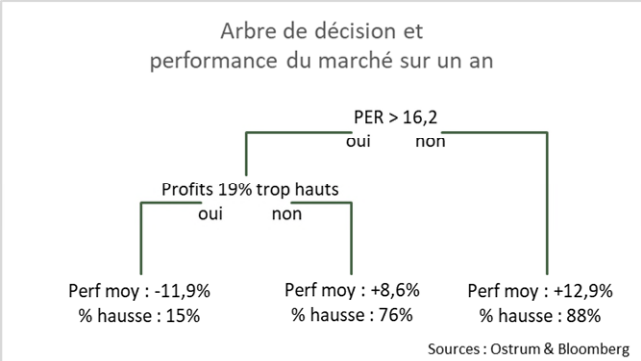


La conclusion est simple : **lorsque qu'il est très faible, le niveau de PeR est un excellent signal de performance pour le futur.** Dans ce cas, les marchés ont de très fortes chances de progresser. En revanche **lorsque le PeR est élevé, la pertinence du signal fourni sur les performances futures est d'une médiocrité affligeante.**

Ce résultat ne nous satisfaisait pas vraiment ; un signal 50/50 n'est pas vraiment utile. Nous avons donc utilisé une approche un peu plus sophistiquée, un algorithme de partition, qui permet d'identifier les conditions qui déclenchent une correction de marché.

Le résultat est présenté sur le graphique suivant. Et la conclusion est instructive : la zone de danger, d'un point de vue historique, est lorsque le PeR dépasse 16,2. Au-dessus de ce niveau, la performance boursière est en moyenne de 6,0 % sur les 12 mois qui suivent et le marché est en hausse 76 % du temps. Mais il y a une différence très marquée lorsque le niveau des bénéfices est également élevé : un PeR supérieur à 16,2 associé à un niveau de profit supérieur de 18,6 % à la tendance de long terme est un cocktail très dangereux. Dans ce cas, le marché en moyenne perd 11,9 % sur les 12 mois suivants et il n'est haussier que dans seulement 15 % des cas.

En revanche, des valorisations tout aussi élevées, lorsque les profits sont proches ou en dessous de leur tendance de long terme, semblent conduire à une situation beaucoup moins anxiogène. Historiquement, la bourse a été haussière 76 % du temps avec une performance moyenne de 8,6 %.



La situation actuelle nous place indubitablement dans une situation de valorisations tendues, mais aussi de profits largement au-dessous de leur tendance de long terme. Historiquement, une configuration donc qui a été plutôt favorable pour les marchés actions.

Conclusion

Le constat est indiscutable, les valorisations des marchés actions sont tendues, voire même au plus haut historique sur certaines métriques. Mais le niveau des profits est aussi nettement en deçà de sa tendance de long terme, crise de la Covid oblige. On peut donc imaginer une normalisation des valorisations par une baisse des cours, mais aussi, tout simplement, par une progression des bénéfices futurs, même si une normalisation de ceux-ci ne ramènerait pas les valorisations à leur niveau moyen de long terme.

On peut aussi imaginer qu'avec des taux aussi bas, les valorisations d'équilibre soient plus élevées, du fait de la recherche de rendement, mais aussi de l'effet mécanique des taux sur les calculs actuariels. Dans ce cas, les actions auraient encore de beaux jours devant elles.

Stéphane Déo, Directeur Stratégie de marché

Achevé de rédigé le 21/12/2020

Quelles stratégies pour la gestion assurantielle actions ?

Une vision de long terme des entreprises

La gestion assurantielle actions est un investisseur de long terme. Nos critères d'investissement se basent ainsi sur des analyses fondamentales financières et extra-financières. Nous cherchons des entreprises pérennes à long terme, et qui ont des comportements responsables.

Qualité et pérénnité

La gestion assurantielle sur les actions s'inscrit dans une vision à long terme des entreprises. **C'est une gestion fondée sur l'analyse fondamentale, qualitative, qui se concentre sur la qualité et la pérennité des 'business models' des sociétés**.

Nous privilégions les sociétés contrôlant leur environnement prix et attestant d'un vrai « pricing power ». Nous apprécions un management aguerri et convaincant quant à sa vision stratégique, avec une mise en œuvre qui a fait ses preuves. Par qualité, nous entendons également la solidité du bilan et la pérennité de la génération de cash-flow.

Les facteurs ESG - Environnement, Social, Gouvernance - sont systématiquement intégrés à l'analyse fondamentale. Une attention particulière est portée aux pratiques de gouvernance pour, d'une part, s'assurer de la mise en place de contre-pouvoirs efficaces en complément du top management et, d'autre part, prévenir les risques de réputation. Ainsi, nous examinons attentivement toutes les résolutions proposées aux assemblées générales, et votons pour chacune d'entre elles. Une synthèse est communiquée aux émetteurs à travers le rapport annuel.

Des stratégies thématiques

Les stratégies déclinées par la gestion assurantielle actions sont axées autour de **thématiques de croissance séculaire comme l'économie globalisée, l'économie positive, ou alors l'économie de l'innovation** qui sont toutes déclinables sectoriellement et géographiquement. Ces thématiques de croissance séculaires bénéficient des disruptions digitales, sociétales et environnementales présentes et à venir. Les sociétés dans lesquelles nous sommes investies sont soit à l'origine de ces disruptions, soit en bénéficient indirectement par un élargissement de leur marché adressable.

Ces vues longues nous permettent d'adosser nos mandats à des titres de grande qualité, bénéficiant d'une bonne visibilité quant à leur profil bénéficiaire avec comme corollaire une rotation assez faible des actifs (environ 20%).

En 2020, malgré la crise, nous avons maintenu nos positions sur les titres de qualité en même temps que nous avons tiré parti de la baisse des marchés dès le printemps. Nous avons initié des positions sur de nouvelles sociétés dont les business models sont adaptés aux challenges actuels, dans des secteurs aussi variés que les services aux collectivités, les transports, la ville intelligente ou les fintechs bénéficiant des multiples disruptions actuellement à l'œuvre.

Perspectives positives

Pour les mois à venir, **nous n'anticipons pas un risque de correction prononcé sur les marchés actions et encore moins sur nos thématiques d'investissements.** Certes, les valorisations atteignent un pic au regard des valorisations historiques, mais les profits des entreprises sont loin des plus hauts atteints en 2019. Généralement, les marchés actions corrigent uniquement, hors catalyseurs exogènes, lorsque les valorisations et les profits sont tendus au même moment du cycle. Or nous ne sommes pas dans ce cas de figure aujourd'hui.

Nous estimons que la normalisation de la valorisation du marché actions ne va pas s'opérer via une chute du prix des actions, mais plutôt par une forte reprise des bénéfices attendus pour 2021 et 2022. Ce processus ne devrait pas reconduire la valorisation du marché jusqu'à sa moyenne long terme, le contexte de taux étant très différent de ce qu'il a été dans le passé. Avec un contexte de taux proche de zéro, la valorisation des marchés actions ne peut se normaliser qu'au-dessus de sa moyenne historique.

Au-delà des mesures monétaires et budgétaires hors norme mises en place par les banques centrales et les gouvernements en place, nous identifions clairement trois facteurs de soutien aux marchés actions européens.

- Un **rattrapage des « valeurs Covid »** - secteurs de l'Aéronautique, de la restauration collective, de la distribution spécialisée - positionnées sur des business models de qualité, dicté par le ralentissement de la pandémie et l'accélération de la vaccination.

- Une **poursuite des tendances de croissance séculaires** engendrées par les disruptions digitales (monde plus connecté, process de production plus efficient et digitalisé), environnementales (Transition énergétique…) et sociétales (urbanisation, vieillissement de la population…).

- **Le retour de l'*excess cash*** généré par les entreprises à bilan solide. Les sociétés ayant un bilan robuste, donc faiblement endettées et génératrices de cashflow, ont la faculté de payer des dividendes conséquents, pérennes et en croissance.

Nos secteurs préférés en 2021 sont ceux qui vont bénéficier du Pacte Vert européen *Green Deal*, c'est-à-dire la thématique hydrogène et les services aux collectivités). Nous allons également privilégier les industries qui vont bénéficier de la croissance de la Chine (en particulier l'industrie du luxe), les entreprises qui se digitalisent ou savent tirer parti du virage numérique (productivité accrue des usines, travail à domicile…).

Orientations pour la gestion assurantielle actions

Pour notre gestion assurantielle actions, nous avons identifié trois orientations de gestion qui vont bénéficier des soutiens précédemment identifiés.

- **Le profil « Best in Class »** est investi dans tous les secteurs d'activité, en ne sélectionnant que les acteurs les plus efficients. Cette diversité des investissements sur l'ensemble des industries permet de capitaliser les plus-values tout au long du cycle économique.

  Le cœur de la sélection est constitué par des valeurs de qualité que nous n'avons pas cédé pendant la crise. Certaines d'entre elle ont même été renforcées, plus particulièrement celles disruptant leur secteur.

  Cette « sélection type » comprend également un certain nombre de « valeurs Covid » - secteurs de l'Aéronautique, de la restauration collective, de la distribution spécialisée - se caractérisant par des fondamentaux économiques solides, que la crise du printemps 2020 nous a permis de renforcer à un prix raisonnable, permettant ainsi de capter tout processus de normalisation économique post Covid.

- **Le profil « Quality & visibility »** bénéficie des tendances structurelles de croissance mises en exergue par les disruptions précédemment citées.

  Nous sélectionnons des valeurs de qualité disposant d'un fort potentiel de croissance et d'une bonne visibilité sur leur cash-flow.

  La sélection est essentiellement composée de sociétés qui se caractérisent par une croissance organique largement supérieure à la croissance du PIB. Ce qui se traduit par une croissance des bénéfices structurellement supérieure à celle générée par le marché dans son ensemble.

- **Le profile « High Quality Dividend »** se concentre sur des sociétés bénéficiant d'une franchise métier visible et pérenne, immunisée à tout type de disruption, permettant une importante génération de cash-flow, reposant sur des marges appréciables et un taux de rotation des actifs en accélération.

  Les sociétés sélectionnées ont un bilan solide, modérément '*leveragé*'. Ces entreprises ont donc la faculté de distribuer des dividendes substantiels, mais aussi et surtout des dividendes pérennes et en croissance. Ce profil de gestion permet donc de générer une production financière appréciable et pérenne.

Conclusion

Les opportunités d'investissement en actions existent en 2021, notamment portées par des tendances de croissance séculaires que nous recherchons en particulier dans notre gestion assurantielle actions. Normalisation des valorisations, reprises des bénéfices attendus, divers facteurs de soutien aux marchés actions européens… tel est le mix positif pour investir en actions en 2021. La sélectivité reste le maître mot de notre approche, basée sur une connaissance approfondie des entreprises européennes.

Stéphanie Faibis, Responsable Gestion Assurantielle Actions
Olivier Lefevre, Responsable de la Recherche Actions
Achevé de rédigé le 18/01/2021

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients 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 de Ostrum 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 Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum 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. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le 18/01/2021

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.