

L'ECONOMIE POUR TOUS

SG Etudes Economiques et Sectorielles

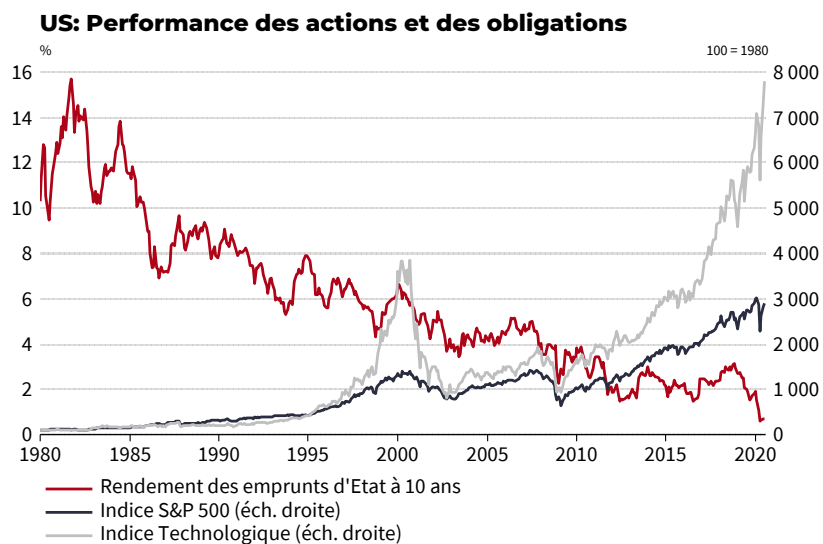
Bourse, économie réelle : Le grand paradoxe

Marie-Hélène Duprat

Conseiller auprès du Chef
économiste

Alors que la pandémie de COVID-19 plonge l'économie mondiale dans une récession sans précédent en temps de paix, les multiples de valorisation boursiers ont dans leur ensemble renoué avec leurs sommets historiques. Jamais la relation entre réalité économique et réalité boursière n'a été aussi lâche. Comment expliquer cette étrange déconnexion ? Trois points ressortent : une poignée de méga-capitalisations boursières qui tirent les indices vers le haut ; un pari sur le soutien inconditionnel des banques centrales ; des taux ultra-bas.

Alors que l'économie mondiale s'enfonce dans une récession comme elle n'en a pas connue, en temps de paix, depuis près d'un siècle, les marchés boursiers, après avoir été emportés par un mouvement de panique en mars, ont dans leur ensemble renoué avec leurs sommets historiques. Aujourd'hui, le contraste est saisissant entre les indices boursiers, à leur zénith ou proches de leur zénith, qui semblent anticiper une forte reprise de l'activité économique, et les rendements obligataires, à des planchers historiques, qui semblent prédire une longue période de faible croissance ou de non-croissance (une stagnation séculaire). Comment comprendre cette apparente contradiction ?



Une poignée de méga-capitalisations tirent les indices vers le haut

Le rebond spectaculaire des Bourses au deuxième trimestre face à la crise sanitaire en a laissé plus d'un médusés. Dans la mesure où la valeur d'une action reflète les bénéfices à venir de l'entreprise (ou la valeur actualisée de ses flux de revenus anticipés), les marchés boursiers peuvent être considérés par certains comme de bons prédicteurs de l'avenir. Et pourtant, nous savons que les investisseurs, victimes de biais psychologiques (comportements grégaires, surconfiance...), ne sont pas pleinement rationnels dans le traitement des informations, et que

l'action simultanée d'un grand nombre d'investisseurs irrationnels peut engendrer d'importantes anomalies de valorisation (sur- ou sous-évaluation eu égard aux fondamentaux).

Que devons-nous comprendre de la flambée récente de la Bourse ? Il y a des gagnants dans cette crise sanitaire. Des secteurs comme la santé, les technologies de l'information, le secteur des communications, le secteur de la consommation de base n'ont pâti que marginalement de la crise, voire en ont tiré profit. La pandémie a donné un formidable coup d'accélérateur à la transition numérique, renforçant la domination des géants de l'Internet.

Une poignée de grandes capitalisations mondiales tirent les indices vers le haut. Propulsés notamment par les valeurs technologiques, le Nasdaq a grimpé à des sommets inédits et le S&P 500 a récupéré l'ensemble de ses pertes. Les GAFAM (Google, Amazon, Facebook, Apple, Microsoft), dont l'indice a flambé de près de 30 % au T2 (le meilleur trimestre depuis le T4 1999), pèsent près de 40 % de l'indice Nasdaq et plus de 20 % du S&P 500. À eux seuls, les secteurs des technologies de l'information, de la communication et de la santé représentent plus de 52% de la capitalisation boursière américaine. Mais les valorisations des gagnants de cette crise pourraient évoquer une exubérance que certains pourraient qualifier d'irrationnelle.

La Bourse, du fait de sa composition, n'offre qu'une image très déformée de l'économie réelle. Ce n'est pas une reprise en V qu'elle anticipe ; c'est d'une forte sélectivité dont elle fait preuve, entre les gagnants et les perdants de la pandémie de COVID-19. Car bien sûr, il y a des perdants dans cette crise : nombre d'entreprises cotées, dans des secteurs gravement sinistrés comme les transports et le tourisme, peinent à remonter la pente.

Un pari sur le soutien inconditionnel des autorités publiques

Outre cette poignée de grandes capitalisations, **les marchés d'actions sont dopés par l'injection de liquidités records par les banques centrales et l'ampleur des plans de soutien mis en place par les gouvernements.**

Les investisseurs se sont convaincus qu'en temps de crise, banque centrales et gouvernements viendraient à leur rescousse. Cette conviction n'est pas nouvelle, elle remonte à l'époque Greenspan lorsque la Fed a injecté des liquidités dans la foulée du krach boursier d'octobre 1987. Les investisseurs ont alors acquis le sentiment que les banques centrales seront toujours là pour neutraliser leur exposition au risque de baisse sur les marchés boursiers (le « Greenspan put »). Mais ce sentiment s'enracine aujourd'hui à l'aune des programmes de rachat d'actifs par les banques centrales, d'une ampleur inégalée, notamment aux Etats-Unis, et de l'avalanche de milliards déboursés pour soutenir l'économie.

La quête de rendement dans un environnement de taux ultra-bas

Autre facteur de soutien, et non des moindres, des marchés boursiers : les taux ultra-bas. Dans un environnement de taux bas ou négatifs, les investisseurs, en quête de rendement, se tournent vers des actifs plus rémunérateurs (mais plus risqués) tels que les actions. Qui plus est, la valorisation des actions est d'autant plus élevée que les taux d'intérêt (qui servent à actualiser les flux futurs de dividendes) sont bas.

Pourquoi les taux sont-ils si bas ? Parce que le marché obligataire s'attend à ce que l'économie reste déprimée et que les banques centrales poursuivent des politiques ultra-accommodantes pendant des années. On peut alors se demander si les Bourses ne seront pas d'autant plus valorisées que l'économie sera plus affaiblie. Avec des périodes de volatilité sur les marchés.

Contacts

Michala MARCUSSEN

Chef économiste Groupe
+33 1 42 13 00 34
michala.marcussen@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Chef économiste Pays Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Analyse macroéconomique
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

François LETONDU

Analyse macrosectorielle et macrofinancière
+33 1 57 29 18 43
francois.letondu@socgen.com

Constance BOUBLIL-GROH

Europe Centrale et Orientale
+33 1 58 98 98 69
constance.boublil-groh@socgen.com

Benjamin CABOT

Assistant économiste, Edition
+33 1 58 98 98 71
benjamin.cabot@socgen.com

Juan Carlos DIAZ MENDOZA

Amériques
+33 1 57 29 61 77
juan-carlos.diaz-mendoza@socgen.com

Clément GILLET

Afrique
+33 1 42 14 31 43
clement.gillet@socgen.com

Alan LEMANGNEN

Zone Euro, France, Allemagne
+33 1 42 14 72 88
alan.lemangnen@socgen.com

Simon RAY

Analyse macrofinancière ; Royaume-Uni
+33 1 4213 70 80
simon.ray@socgen.com

Valérie RIZK

Analyse macrosectorielle
+33 1 58 98 82 85
valerie.rizk@socgen.com

Danielle SCHWEISGUTH

Europe de l'ouest
+33 1 57 29 63 99
danielle.schweisguth@socgen.com

Edgardo TORIJA ZANE

Prévisions économiques mondiales
Moyen-Orient, Turquie et Asie Centrale
+33 1 42 14 92 87
edgardo.torija-zane@socgen.com

Bei XU

Asie
+33 1 58 98 23 14
bei.xu@socgen.com

Yolande NARJOU

Assistante
+33 1 42 14 83 29
yolande.narjou@socgen.com

DISCLAIMER

La présente publication reflète l'opinion du département des études économiques et sectorielles de Société Générale S.A. à la date de sa publication. Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif, et ne constitue ni une recommandation d'investissement, ni un conseil en investissement au sens de la réglementation en vigueur. Cette publication n'a aucune valeur contractuelle.

Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation d'une offre en vue de souscrire, d'acheter, de vendre un produit ou d'exécuter une transaction et ne sauraient engager la responsabilité de Société Générale S.A. ou de l'une de ses filiales, dans le respect de la réglementation en vigueur. Si un client de détail ou professionnel, ou une contrepartie éligible obtient cette publication, il ne doit fonder aucune de ses décisions d'investissement uniquement sur cette publication et doit s'efforcer d'obtenir un conseil financier indépendant.

L'exactitude, l'exhaustivité ou la pertinence de l'information tirée de sources externes n'est pas garantie, même si elle provient de sources raisonnablement jugées fiables. Sous réserve de la réglementation en vigueur, Société Générale S.A. n'assume aucune responsabilité à cet égard. Les informations économiques contenues dans ce document sont basées sur des données valables à un moment donné, et qui peuvent donc changer à tout moment.

Société Générale S.A. est un établissement de crédit français agréé et supervisé par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR »), régulé par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») et sous la supervision prudentielle de la Banque Centrale Européenne (« BCE »), Société Générale S.A. est aussi agréée par la Prudential Regulation Authority (PRA, Autorité de réglementation prudentielle anglaise) et soumise à la réglementation de la Financial Conduct Authority (FCA, autorité de régulation anglaise) et de la Prudential Regulation Authority. Des détails sur l'étendue de l'agrément et de la supervision par la Prudential Regulation Authority, ainsi que la réglementation applicable par la Financial Conduct Authority sont disponibles sur demande.

Avis aux investisseurs américains : Ce document est émis par des analystes économiques de Société Générale non américains ou des sociétés affiliées sur des études économiques sont uniquement à destination des investisseurs institutionnels américains, conformément à la Règle 15a-6 de la SEC. Toute U.S. Persons souhaitant discuter de ce rapport ou effectuer des transactions doit se rapprocher de SG Americas Securities, LLC. SG Americas Securities LLC a son siège social au 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000.

Avis aux investisseurs asiatiques : Ce document est préparé et destiné à être distribué en Asie uniquement à des clients sophistiqués et professionnels. Vous devez donc être qualifié en tant qu'investisseur professionnel, « accrédité », « wholesale », expert ou institutionnel (quelle que soit la définition de ces termes au sein de votre juridiction locale).

La présente publication ne saurait en aucune façon être reproduite (en tout ou partie) ou même transmise à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de Société Générale S.A.

© 2018