

# the day after

#13 | Décembre 2020

*Comment  
les banques  
centrales  
vont-elles  
impacter  
les marchés  
d'actions  
dans le monde  
post-Covid ?*

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

---

## Auteur



**Éric MIJOT**

Responsable de la  
Stratégie sur les  
Marchés Développés

## L'essentiel

Les taux sont à un plus bas historique et même si l'inflation finira par repartir, cela pourrait prendre du temps. Les banques centrales, premier pilier du cycle d'investissement, s'adaptent et accompagnent avec détermination les gouvernements dans cette dernière bataille contre les menaces déflationnistes, au risque de perdre en partie leur indépendance.

Le bas niveau des taux réels qui en résulte dope les primes de risque, soutient les actions par rapport aux obligations et conduit à un excès de valorisation des valeurs de croissance par rapport aux valeurs value. La réduction de cet excès passera par un rebond des valeurs value qui profiteront notamment de la repentification de la courbe des taux dans la phase de reprise. Toutefois, comme les taux resteront bas et que la disruption fait désormais partie de notre réalité quotidienne, il est probable que les valeurs de croissance surprennent à nouveau à la hausse un peu plus tard dans ce cycle.

Plusieurs risques pourraient perturber cette lecture optimiste de l'impact des banques centrales sur les actions : la volonté des banquiers centraux sera testée aux premiers signes d'inflation. Leur communication se devra d'être particulièrement pertinente. Un retournement prématuré de l'accommodation fiscale de certains États ferait aussi douter les marchés. Enfin, un échec des politiques de stimulation et de reflation reste possible ; si le bas niveau des taux fait partie de la solution il est aussi un symptôme des difficultés économiques.

## Introduction

Nous allons voir comment les banques centrales influencent désormais les marchés d'actions alors que les taux sont passés d'un plus haut à un plus bas historique en une quarantaine d'années.

Comme leur nom l'indique, les banques centrales jouent un rôle pivot dans l'économie. Une fois l'hyperinflation de la fin des années 1970 et du début des années 1980 vaincue, les économies des principaux pays se sont lancées dans de vastes programmes de dérégulation, de financiarisation et d'internationalisation qui ont propulsé les banques centrales sur le devant de la scène pour gérer les crises et assurer la stabilité. Elles sont progressivement devenues un guide incontournable des marchés financiers. Plus nos économies se sont financiarisées, plus la politique monétaire est ainsi devenue influente.

Aujourd'hui, un nouveau changement de paradigme est en train d'opérer, que la crise de la Covid-19 exacerbe : disruption technologique, évolution des modes de consommation, remise à plat des relations internationales, notamment sino-américaines, creusement des inégalités, forte hausse de l'endettement et taux d'intérêt extrêmement

faibles. La politique monétaire est devenue un soutien plus nécessaire que jamais, mais plus suffisant. Elle doit désormais accompagner la politique budgétaire, avec tous les risques que cela comporte, notamment en matière d'indépendance.

Rappelons à cet égard que le développement des banques centrales est loin d'être linéaire. À la fin de la seconde guerre mondiale par exemple, on assista à une vague de nationalisation des banques centrales, en mettant de côté la formule de Napoléon qui captait si bien la complexité de la relation avec l'État : « *que la banque centrale soit dans les mains du gouvernement, mais qu'elle n'y soit pas trop* ». Le curseur pourrait bien être à nouveau en train de bouger.

Alors, comment interpréter les actions des banques centrales dans ce contexte et juger de leur influence à venir sur les marchés d'actions ?

## 1. Principaux canaux d'influence des banques centrales sur les marchés d'actions

Remarquons pour commencer que les **investisseurs en actions et les banques centrales s'intéressent aux mêmes**

**indicateurs économiques** et qu'il existe ainsi une relation particulière entre marchés d'actions et banques centrales.

La différence est que la banque centrale joue un rôle directeur sur les taux d'intérêt et a donc le pouvoir d'agir sur l'économie. Les actions, elles, ont deux caractéristiques essentielles : 1) elles anticipent l'évolution des profits des entreprises, donc de la croissance économique. Le comportement des actions est ainsi contrariant avec celui de l'économie aux extrémités du cycle. Les évolutions des marchés d'actions font d'ailleurs partie des indicateurs avancés que suivent les banques centrales, 2) les actions amplifient les signaux qu'elles reçoivent, et notamment les signaux des banques centrales.

**Dans la pratique, les banques centrales influencent les marchés d'actions de différentes manières :**

- **Elles peuvent agir directement en achetant par exemple des ETF.** Cette pratique a été mise en place dès 2010 par la banque du Japon (par le gouverneur Haruhiko Kuroda) avec comme objectif notamment de réduire les primes de risque. Cela a permis de **soutenir le marché d'actions et d'en réduire la volatilité**, les achats étant effectués sur repli des cours. Intervenant entre autres sur des ETF composés d'entreprises agissant dans le sens des réformes du gouvernement, cette mesure présentait un caractère incitatif pour les entreprises afin d'enclencher un cercle vertueux. D'autant que les fonds de pension ont en parallèle été encouragés à partir de 2013 à intégrer davantage d'actions dans leurs portefeuilles pour dégager les rendements nécessaires au paiement des retraites. Soulevant aussi des interrogations (l'État devient de facto un actionnaire significatif de nombre d'entreprises, comment sortir de ce type de politique ?), cette pratique ne s'est pas encore généralisée au reste du monde.
- **Les banques centrales influencent aussi les marchés d'actions indirectement, via**

**les taux directeurs et les programmes d'achat d'obligations ou de crédits.** Le mécanisme de QE est devenu un grand classique dans le cadre des politiques monétaires dites non conventionnelles après la Grande Crise Financière de 2008. En fait, cela agit sur les actions comme une poursuite de la baisse des taux, en gonflant les liquidités et en comprimant le taux d'actualisation des bénéfices, ce qui est **favorable** aux actions dans leur ensemble, et **avant tout aux actions à durée longue** (les valeurs de croissance).

- **Par ailleurs, étant au cœur du système bancaire, leur politique monétaire impacte bien sûr aussi les banques** qui forment l'une des courroies de transmission essentielles de leur politique. Au-delà de leur politique de taux ou d'achat d'obligations, elles peuvent contraindre les banques sur leurs ratios de fonds propres par exemple ou encore leur politique de dividendes en tant que régulateur, comme on l'a vu cette année en Europe lors de la pandémie, ce qui **a pesé sur le cours des bancaires en 2020.**
- **Les banques centrales ont également un rôle de « prêteur en dernier ressort »,** garantissant la liquidité en cas de crise. Cela permet le retour au calme. Agissant cette fois-ci préventivement lors de la crise de la Covid-19, leur intervention musclée a une nouvelle fois été prépondérante. **La réaction très positive des marchés d'actions,** historique par sa rapidité et son ampleur, en est le reflet. Cette fonction de prêteur en dernier ressort est aussi en quelque sorte mise en œuvre quand les banques centrales achètent massivement de la dette pour financer les États.
- **Enfin, la communication est devenue au fil du temps le principal canal de diffusion de la politique des banques centrales.** Elles ont surtout pris conscience de l'importance de la communication depuis 1994 alors que la hausse des taux de la Fed avait à l'époque joué un rôle de déclencheur de la crise mexicaine. Jusque-là, « naviguer contre le vent », comme le

décrivait William McChesney Martin<sup>1</sup> était devenu la règle. Mais la nouvelle mission implicite de gardien de la stabilité financière de la banque centrale exige en plus du banquier central qu'il ne surprenne pas les investisseurs. La formule d'Alan Greenspan, « *si j'ai été clair, c'est que je me suis mal exprimé* », est devenue célèbre. Il s'agissait de suggérer fermement en se laissant toujours une porte de sortie. Ensuite, le « ciblage d'inflation » et la « forward guidance » utilisés par Ben S. Bernanke, puis Janet Yellen, ont été un cran plus loin en termes de transparence. Enfin, Jerome Powell a très bien compris que les marchés réagiraient au moindre signe de retrait de sa part après l'intervention massive suite à la pandémie. En juin 2020, il prévient lors d'une conférence de presse : « *We're not thinking about raising rates, we're not even thinking about thinking about raising rates* »<sup>2</sup>. Tant que les banquiers centraux sont crédibles, **leur intention, est ainsi prise très au sérieux par les marchés**. D'où la remarque introductive sur l'indépendance des banques centrales qui est un paramètre essentiel de leur crédibilité.

- **Mais n'oublions pas que les banques centrales font aussi des « erreurs »**, surtout aux extrémités des cycles. Pendant l'hiver économique des années 1930 (bas du cycle long précédent 1896-1949<sup>3</sup>), la Fed a durci sa politique monétaire par deux fois en 1931 et en 1937, beaucoup trop tôt, faisant rechuter à chaque fois l'économie et les marchés d'actions. La même erreur sera répétée par la banque du Japon en 1994 par exemple, pendant son hiver économique qui débuta 4 ans plus tôt. L'Histoire tranchera si la hausse des taux de la Fed depuis 2016 avait aussi été une « erreur ». Elle venait faire contrepoids à une stimulation fiscale décidée par Donald Trump, ce qui était inédit en fin de cycle. La pandémie a fini par forcer le destin ; politiques fiscale et monétaire sont de

nouveau alignées en se répartissant les rôles pour stimuler la reprise.

## 2. Spécificités de ce cycle

### Le niveau des taux est au plus bas historique.

En Europe et au Japon les taux sont même passés en territoire négatif, parfois sur les échéances longues. La désinflation amorcée au début des années 1980 a fini par muer en risque déflationniste après la Grande Crise Financière. Si la crise de 2000 (éclatement de la bulle internet) a été traitée par la baisse des taux, celle de 2008 (crise des subprimes) par l'introduction de politiques monétaires non conventionnelles, la crise de 2020 (pandémie) le sera par une combinaison de politique budgétaire et monétaire. Il s'agit en quelque sorte de la dernière bataille contre la déflation ; en tout cas les autorités vont y mettre tous les moyens nécessaires. Stimuler les anticipations d'inflation est une des conditions essentielles pour enclencher un cercle vertueux. Les démarrages des précédents grands cycles sont passés par là.

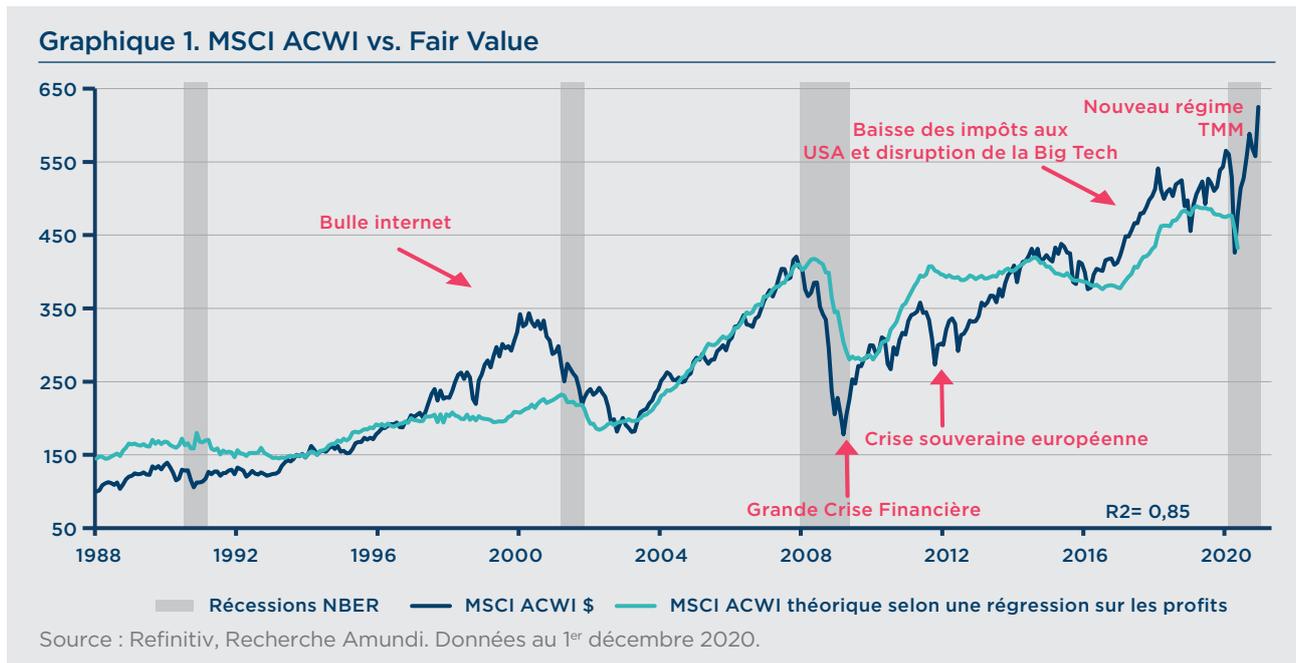
L'histoire nous enseigne qu'en cas d'hyperinflation, comme lors des années 1970 qui marquent le point haut du cycle long, la politique monétaire est la plus efficace pour gérer la crise et inverser le cercle vicieux. En cas de risque déflationniste, en bas de cycle long, la politique budgétaire devient l'arme la plus adéquate, comme cela a été le cas dans les années 1930. Aujourd'hui, les banquiers centraux doivent donc surtout accompagner les États, ce qu'ils font en achetant de la dette. Par ailleurs, ils considèrent à juste titre que les risques sont asymétriques et qu'il faut éviter à tout prix la déflation. Jerome Powell a définitivement entériné cette idée le 27 août dernier à Jackson Hole en instituant une cible d'inflation moyenne de 2%, acceptant de fait que l'inflation dépasse cette cible avant que la banque centrale n'intervienne.

La promesse de taux bas pour longtemps et la capacité des banques centrales à acheter des

1. William McChesney Martin, président de la Fed de 1951 à 1970

2. « Nous ne pensons pas à augmenter les taux, nous ne pensons même pas à penser à augmenter les taux »

3. Cycles d'investissement et allocation d'actifs, Éric MIJOT, *Economica*, 2018



obligations autorisent désormais les marchés à ne pas s'inquiéter pour l'instant du niveau de la dette qui va progresser allègrement au moins jusqu'à ce qu'une reprise économique pérenne s'enclenche.

**L'inflation finira par remonter, mais cela pourrait prendre du temps.** Le pari des banques centrales est que la courbe de Phillips ne fonctionne plus. La part des salaires dans la valeur ajoutée, revenue au plus bas depuis les années 1950, suggère quand même un retournement à venir. Les risques sociaux qui accompagnent la montée des inégalités (populisme, gilets jaunes en France, etc.) finiront en effet par contraindre ce retournement. Toutefois nos recherches montrent qu'il existe un décalage de l'ordre de plusieurs années avant que cela ne se transmette structurellement à l'inflation. D'ici là les investissements en infrastructure au sens large (5G, hydrogène, construction propre, etc.) et l'écho du baby-boom (l'arrivée à l'âge de forte consommation des enfants des baby-boomers), notamment aux États-Unis, devraient produire un effet positif sur la croissance dans les 5 ans qui viennent ou au moins entretenir cet espoir. Rappelons que les

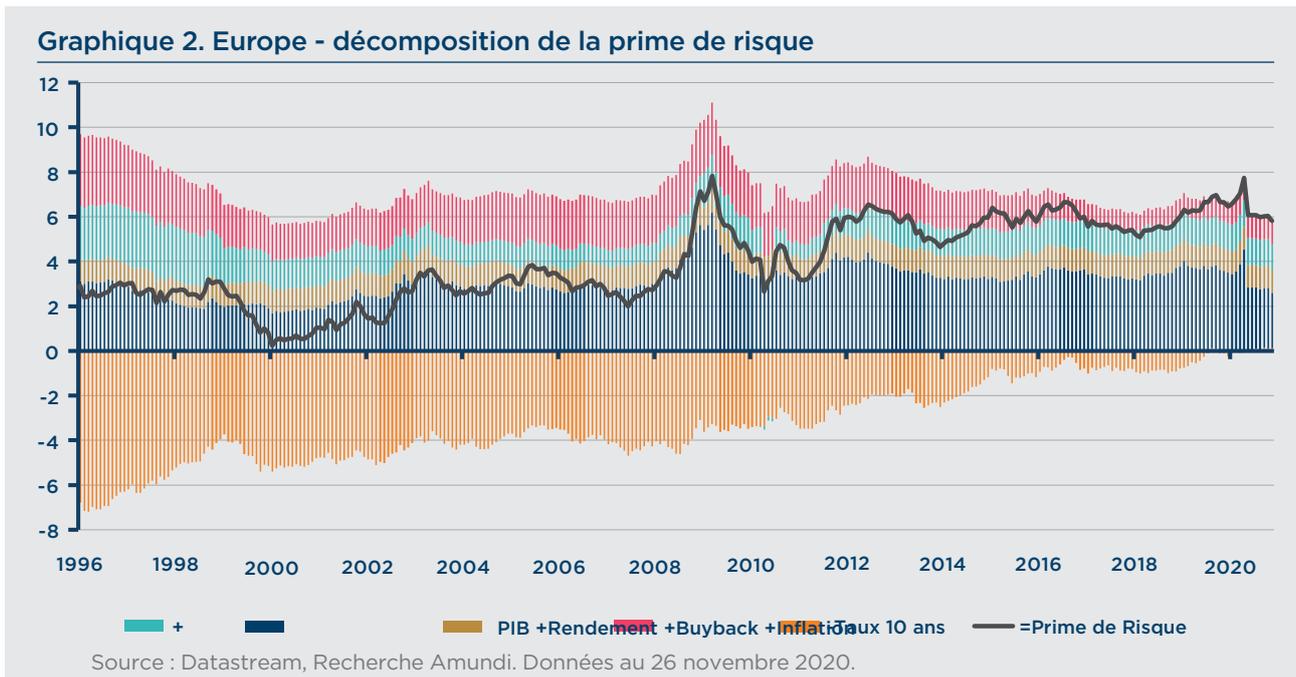
taux longs, capés à 2,5% d'avril 1942 à mars 1951, ont à l'époque repris progressivement le chemin de la hausse, mais il aura fallu attendre 5 ans pour qu'ils dépassent les 3% et 8 ans pour qu'ils atteignent 4%. Si la route est la même cette fois-ci, elle promet d'être longue.

Le très bas niveau des taux interroge sur le juste niveau de valorisation des actions. La valorisation absolue des marchés d'actions si on en juge par une régression entre indices boursiers et profits par action correspondants est élevée (graphique 1). Il est assez classique que les actions exagèrent les tendances et qu'elles divergent de leur valeur fondamentale ainsi définie, à la hausse en fin de cycle et à la baisse au démarrage d'un autre cycle. Ce fut le cas par exemple lors de la bulle internet (fin de cycle) ou au plus bas de la Grande Crise Financière. On peut donc dire que la divergence qui s'est créée aujourd'hui à la hausse alors qu'un nouveau cycle ne fait que démarrer est plutôt atypique et s'explique par le bas niveau des taux, lui aussi exceptionnel.

En fait, ces taux très bas permettent à la prime de risque<sup>4</sup> de rester attractive, se situant à plus d'un écart-type au-dessus de sa moyenne de

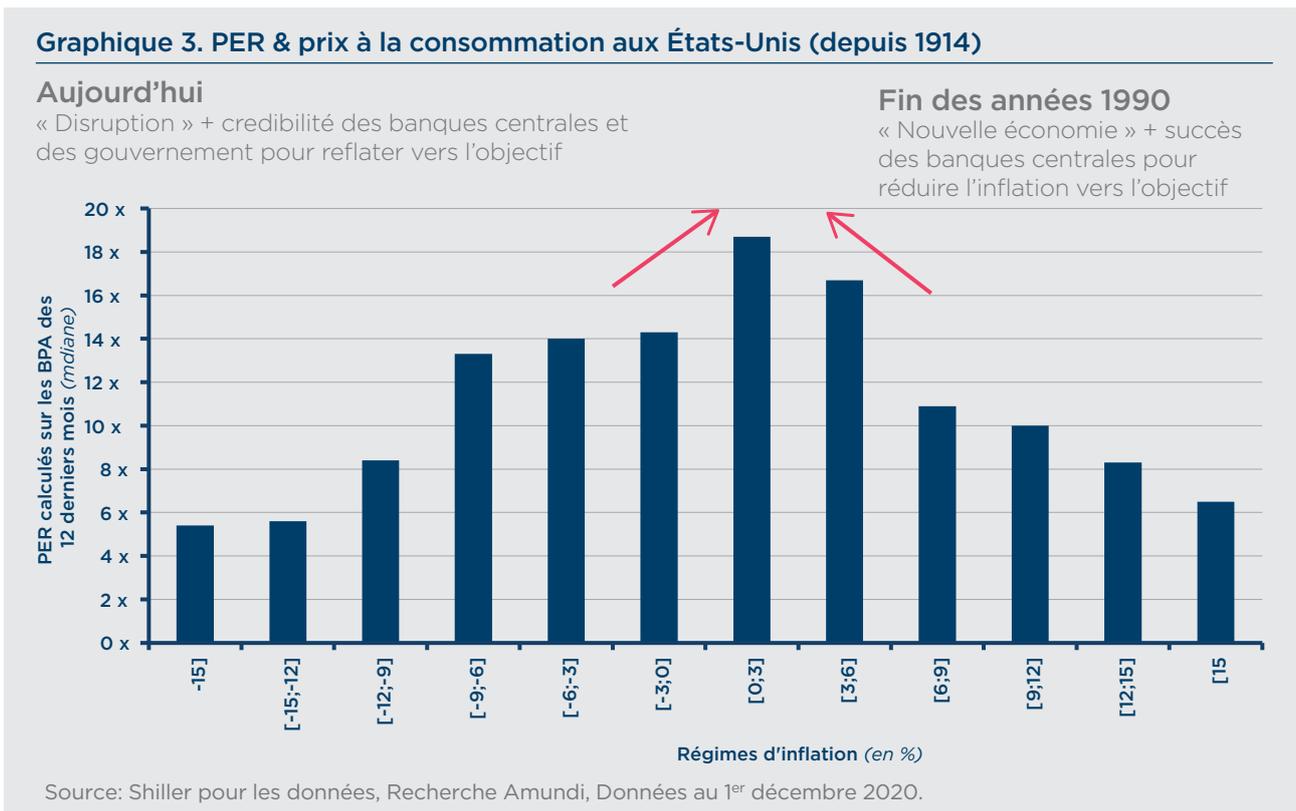
4. Prime de risque = croissance potentielle réelle + rendement des actions - taux réels

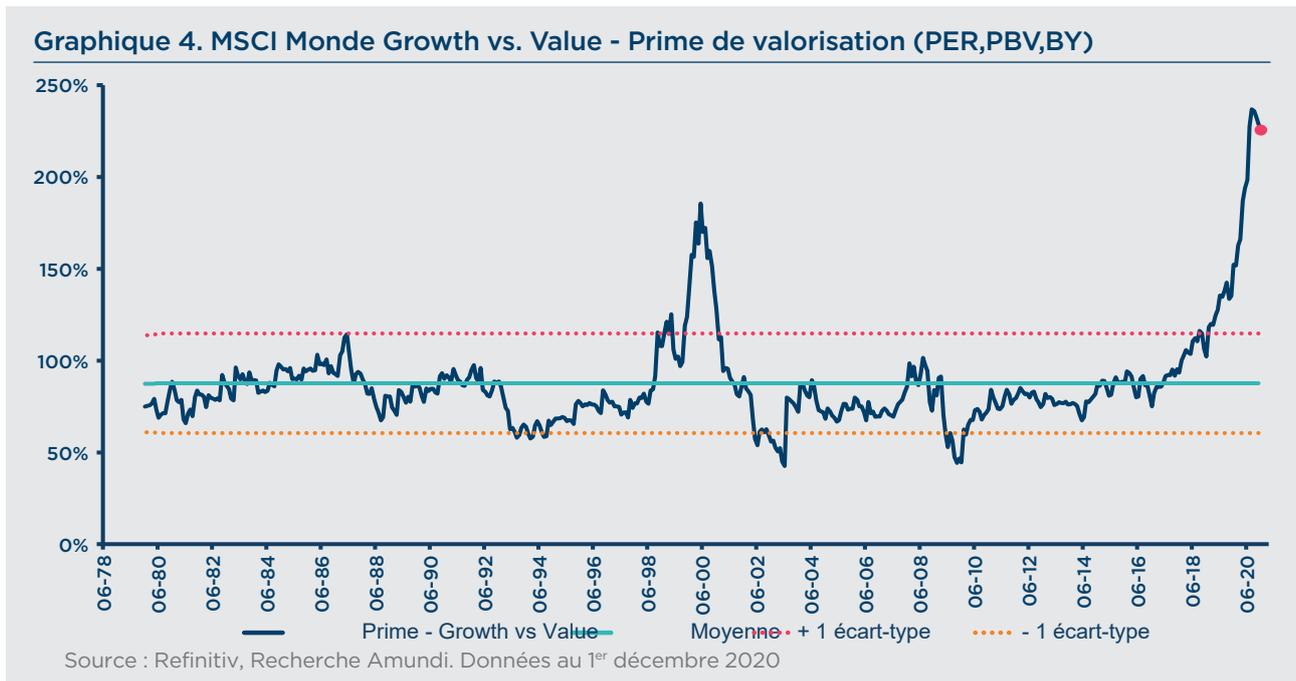
La baisse des taux réels contribuera à financer la dette et ainsi favoriser la relance et la croissance potentielle via des investissements dans des infrastructures qui structureront notre cadre de vie pour les décennies à venir. Si ce cercle vertueux est crédible, taux réels et croissance potentielle contribuent à doper la prime de risque. Plus la prime de risque est élevée, plus les actions sont attractives.



long terme, tant aux États-Unis qu'en Europe (graphique 2). Les actions sont ainsi plus attractives que les obligations réputées sans risque ; les investisseurs considèrent ainsi qu'il n'y a pas d'alternatives (TINA - There Is No Alternative), ce qui nourrit la hausse.

**Les niveaux élevés de valorisation absolue présentent des similarités, ou plus précisément une symétrie, avec la bulle de la fin des années 1990.** Il existe un lien étroit entre le niveau d'équilibre du PER et le régime d'inflation (graphique 3). Les PER

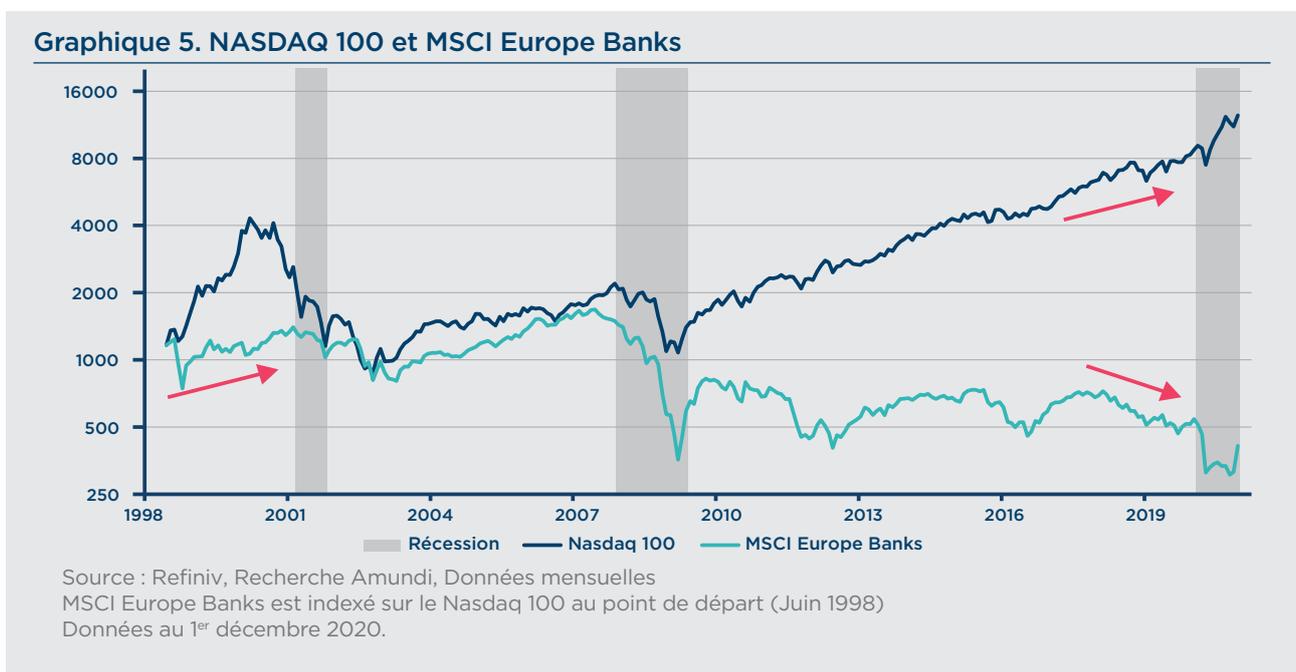




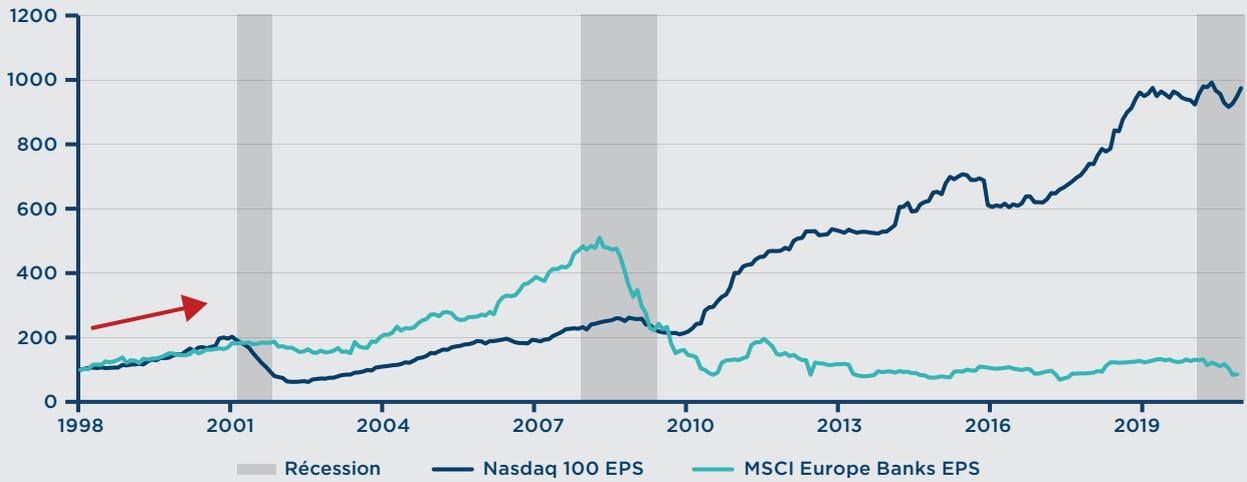
sont le plus élevés quand l'inflation est faiblement positive. Plus l'inflation monte au-dessus de ce régime idéal, plus les PER baissent. Symétriquement, plus la déflation est puissante et plus les PER baissent aussi. Et vice versa. À la fin des années 1990, l'engouement pour la « nouvelle économie » associé à un régime de faible inflation a conduit à une bulle. Aujourd'hui, la reconnaissance par la communauté financière du concept de « disruption » et les espoirs que l'action

des banques centrales et des gouvernements pour faire face à la pandémie annihilent les risques déflationnistes expliquent à leur tour le niveau élevé des PER.

**Mais il existe aussi des différences avec cette période au niveau des secteurs ou des facteurs.** Mesuré à partir d'un indicateur composite combinant PER, PBV et rendement, le rapport des valorisations entre Value et Growth n'a jamais été aussi élevé (graphique 4), même lors de la bulle internet.



**Graphique 6. NASDAQ 100 et MSCI Europe Banks - Profits par action**



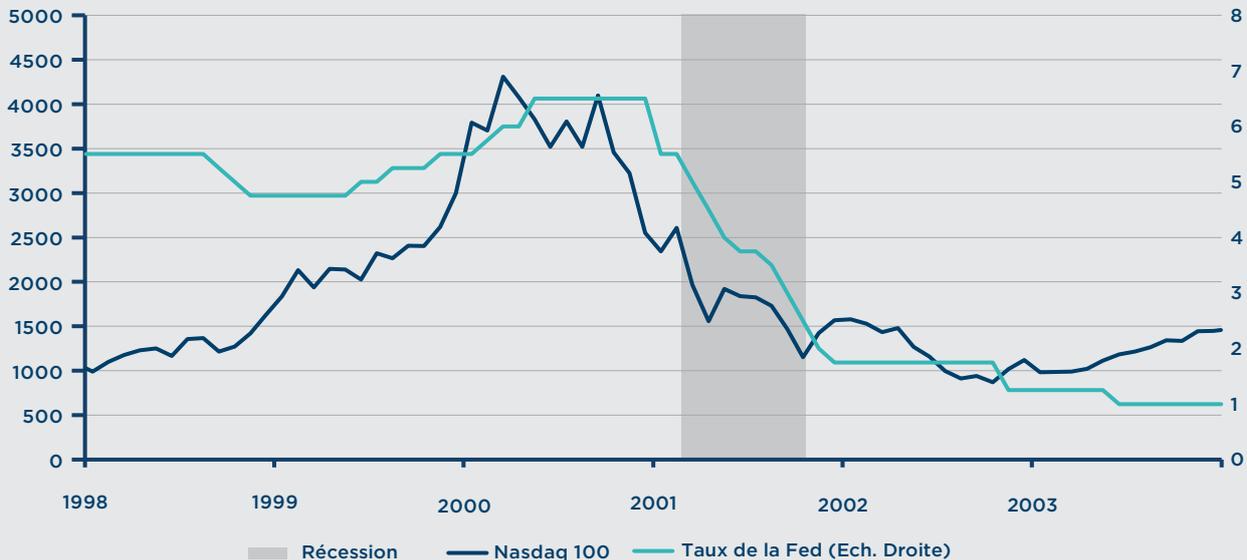
Source: Refinitiv, Recherche Amundi, Données mensuelles  
 Les deux séries sont indexées à 100 en Janvier 1998  
 Données au 1<sup>er</sup> décembre 2020.

On constate le même phénomène au niveau sectoriel ; la divergence de performance est extrême entre le secteur de la technologie aux États-Unis et les banques européennes par exemple. Ce mouvement a été exacerbé par la pandémie qui a profité aux valeurs technologiques et pesé à nouveau sur les valeurs bancaires.

La différence majeure avec la période de la bulle internet vient du fait qu'à la fin des années 1990, les valeurs technologiques venaient

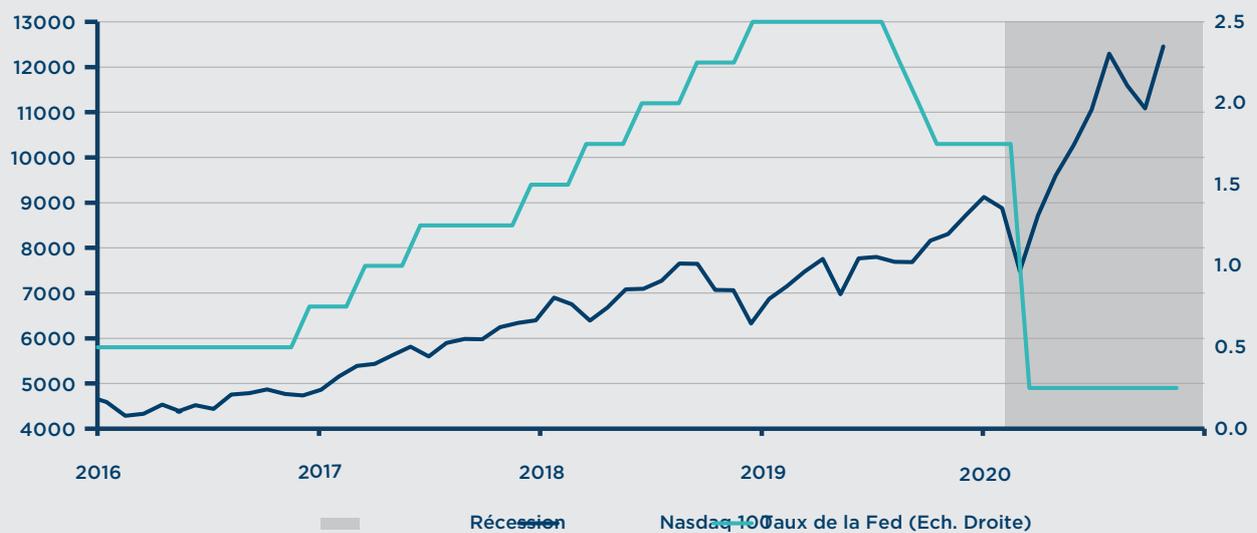
amplifier la hausse du reste du marché (graphique 5). En moyenne, les profits du secteur technologique américain montaient au même rythme que ceux des banques européennes (graphique 6), mais les cours des valeurs technologiques décalaient fortement à la hausse ; lors du choc lié à la pandémie en début d'année, les unes montaient alors que les autres baissaient, ce qui a d'ailleurs donné naissance au concept de « reprise en K ». Cette divergence n'est pas tenable dans

**Graphique 7. NASDAQ 100 et taux de la Fed: 1998-2003**



Source: Refinitiv, Recherche Amundi, données mensuelles, au 1<sup>er</sup> décembre 2020.

Graphique 8. NASDAQ 100 et taux de la Fed: 2016-2020



Source : Refiniv, Recherche Amundi. Données au 1<sup>er</sup> décembre 2020.

le temps. Les Cassandre entrevoient une chute des valeurs technologiques et des valeurs de croissance en général. Les optimistes prévoient un rebond des valeurs bancaires et du style value plus généralement.

### 3. Quel est le schéma le plus probable pour la suite ? Et quels en sont les risques ?

#### La prochaine grande étape sera pro-cyclique.

La nature de la crise actuelle est inédite. À supposer qu'elle prenne fin naturellement, suite à une médication ou à un vaccin, un rebond marqué de la consommation et plus généralement de l'économie est à prévoir, ce qui devrait favoriser valeurs cycliques, petites valeurs et même le facteur Value, dont l'écart de valorisation avec les valeurs de croissance est à son apogée. Par ailleurs, la détermination des gouvernements et des banques centrales pour favoriser la transition n'est plus à démontrer. Plus sera fait si nécessaire. Un retour de la volatilité est possible ; elle sera alors mise à profit par les investisseurs de long terme pour accroître des positions en actions alors que les alternatives se font rares.

**N'enterrons pas trop vite les valeurs de croissance. Les bulles ne se constatent qu'à postériori et il faut donc être prudent**

**avant d'en déclarer la fin.** Elles n'éclatent en réalité que lorsque les banques centrales retirent la liquidité (graphique 7). En 2000 pour reprendre cet exemple, les liquidités auront été généreuses pour faire face à la crise de LTCM en 1998, puis pour se prémunir d'un éventuel bug de l'an 2000. Le retrait de ces liquidités a ensuite largement contribué à déclencher l'éclatement de la bulle. À entendre la remarque de Jerome Powell qui ne « pense pas à penser à monter les taux », un retrait des liquidités n'est certainement pas à l'ordre du jour en 2021. Si la communication est devenue le premier canal de transmission de politique monétaire, cette phrase de Jerome Powell laisse aussi entendre qu'il en maîtrise la subtilité et ne devrait pas revenir sur cette déclaration de sitôt, d'autant que la cible d'inflation est désormais une moyenne et que le retour à une hausse structurelle de l'inflation prendra du temps.

**La banque centrale reste donc un pilier essentiel pour appréhender le comportement à venir des marchés d'actions qui devraient rester porteurs à l'horizon d'un an. Néanmoins, plusieurs risques nous semblent aussi devoir être mentionnés :**

- Il est probable que la volonté des banquiers centraux soit testée aux premiers signes d'inflation. Si les taux

longs devaient remonter trop violemment, il faudrait s'attendre à un impact négatif sur les valeurs de croissance. À cet égard, notons que la part des valeurs de croissance dans les indices boursiers a progressé depuis la Grande Crise Financière, proportionnellement à la surperformance de ces valeurs. Un mouvement brutal des taux pourrait donc se répercuter aussi sur les indices boursiers.

■ **Un retournement prématuré de l'accommodation fiscale de certains États.**

La recette pour sortir de la crise passe non seulement par les banques centrales, mais aussi par les États. En Europe, on ne peut pas exclure la possibilité que certains États (Les « frugaux » ou même l'Allemagne à l'approche des élections fédérales de septembre 2021) adoptent des positions divergentes de celle des autres.

■ **À l'opposé, un échec des politiques de stimulation et de reflation est encore possible.**

L'ampleur des plans et la détermination des autorités partout dans le monde devraient finir par porter leurs fruits. Mais les marchés pourraient se fatiguer si cela prenait trop de temps avec des politiques de confinement en *stop and go* par exemple, générant au moins une forte volatilité.

■ **Enfin, le bas niveau des taux fait partie de la solution mais est aussi un symptôme.**

Les taux sont en partie dirigés par les banques centrales ; Ils doivent permettre de passer la crise et s'accompagnent d'achat d'obligations pour financer les déficits budgétaires, ce qui contribue à comprimer leur niveau. Mais cela reflète aussi une croissance structurelle encore faible qui pourrait limiter la capacité bénéficiaire des entreprises. De plus, les taux bas et les aides gouvernementales favorisent la prolifération d'entreprises « zombies », qui rend d'autant plus nécessaire une approche très prudente

des banques centrales quand elles devront finalement infléchir leur assouplissement monétaire.

## Conclusion

Désormais en charge d'épauler les gouvernements à doper la croissance et stimuler les anticipations d'inflation, le rôle de la banque centrale évolue, mais elle reste le premier pilier du cycle d'investissement.

Tant que la crise sévit, elle fournira la liquidité nécessaire et maintiendra les taux bas. Elle pourrait même aller jusqu'à caper les taux longs si nécessaire, comme cela a été le cas pour financer l'effort de guerre pendant la seconde guerre mondiale. Ce « put » des banques centrales empêchera les marchés d'actions de trop baisser en cas de rechute liée à la Covid-19, ou en cas de lassitude des marchés en attente que l'action des gouvernements, beaucoup plus lente que celle des banques centrales, se matérialise.

En revanche, la moindre intention d'infléchir l'accommodation de sa politique sera scrutée par les marchés. La Fed et ses consœurs devront alors être extrêmement prudentes. Si effectivement elles agissent tardivement comme elles le promettent aujourd'hui et que les marchés d'actions applaudissent, on pourra en conclure que banques centrales et gouvernements auront gagné cette dernière bataille contre la déflation. Dans le cas contraire, on parlera à nouveau d'« erreur » de politique monétaire.

En attendant d'en arriver là, la juste combinaison sur les marchés d'actions est de s'intéresser aux petites valeurs, qui profitent toujours des démarrages de cycle, des valeurs cycliques en général, de progressivement inclure le style Value, et de conserver néanmoins un biais en faveur de la Qualité ; une façon de prendre en compte le bas niveau des taux au-delà de la pentification probable de la courbe des taux, tout en limitant l'exposition sur les valeurs trop endettées.



#### Informations importantes

Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document proviennent d'Amundi Asset Management et sont au 1<sup>er</sup> décembre 2020. La diversification ne garantit pas un bénéfice ni ne protège contre une perte. Les opinions exprimées concernant les tendances de marché et économiques sont celles de l'auteur et pas nécessairement d'Amundi Asset Management, et sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et il ne peut être garanti que les pays, marchés ou secteurs réaliseront leurs performances comme prévu. Ces opinions ne doivent pas être considérées comme des conseils en investissement, comme des recommandations de titres ou comme une indication de négociation pour le compte d'un produit d'Amundi Asset Management. Rien ne garantit que les prévisions de marché discutées se réaliseront ou que ces tendances se poursuivront. Ces opinions sont susceptibles de changer à tout moment en fonction des conditions de marché et autres et rien ne garantit que les pays, les marchés ou les secteurs obtiendront les résultats escomptés. Les investissements comportent certains risques, notamment des risques politiques et de change. Le rendement des investissements et la valeur du principal peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et peuvent entraîner la perte de tout le capital investi. Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ni une sollicitation de vente de parts d'un fonds d'investissement ou de services.

Document émis par Amundi, société par actions simplifiée - SAS au capital de 1 086 262 605- € Gestionnaire de portefeuille réglementé par l'AMF sous le numéro GP040036 - Siège social : 90 boulevard Pasteur -75015 Paris - France -437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

Date de première publication : 14 décembre 2020