

20 rue de la Baume
75008 PARIS – France
Tel. : +33 (0)1 56 59 11 33
Fax : +33 (0)1 56 59 11 39
www.arbevel.com

Marché actions : La lumière au bout du tunnel ?

Depuis le début de l'année, l'inflation au plus haut depuis 40 ans a entraîné un resserrement des politiques monétaires et une baisse des perspectives de croissance macro-économique ce qui a lourdement pesé sur la valorisation du marché. L'ampleur de cette baisse semble toutefois également indiquer que le marché a d'ores et déjà, et avant les analystes, commencé à intégrer une révision en baisse des profits... Mauvaise nouvelle ? Pas forcément car on observe historiquement que la reprise du marché survient systématiquement lorsque l'intégralité des risques est intégrée, c'est-à-dire lorsque les perspectives de croissance ont été révisées... Patience donc mais l'intégration en cours d'un scénario de croissance plus réaliste est sans conteste une étape nécessaire, et plutôt avancée, sur la route de la stabilisation des marchés. Dans l'intervalle, il est probable que les préférences sectorielles aillent vers les secteurs les plus à même de « garantir » une poursuite de la progression des résultats....

A l'heure où nous rédigeons ces lignes, le marché actions européen (Stoxx 600) s'affiche en baisse de 14,5% depuis le début de l'année...

Pourquoi ?

Comme disent nos amis anglo-saxons le marché doit affronter une « perfect storm »... On le sait, la valeur des actions cotées dépend de l'actualisation de leurs perspectives de résultats futurs. Ceci implique que le marché se focalise en permanence sur deux éléments : l'évolution des prévisions de résultat et le niveau des taux auxquels les bénéfices seront actualisés. Plus le taux d'actualisation est élevé, plus la valeur présente diminue.

Or que se passe-t-il aujourd'hui ? Schématiquement le marché estime que l'envolée des prix des matières premières énergétiques et agricoles, liée au conflit russo-ukrainien, va alimenter l'inflation et potentiellement rogner les marges et les bénéfices à venir des entreprises. Simultanément, il redoute les effets à venir de la hausse des taux engagée par les banques centrales, planifiée avant le conflit dans un contexte de croissance forte, mais aujourd'hui rendue encore plus nécessaire par l'inflation la plus élevée depuis 40 ans ...

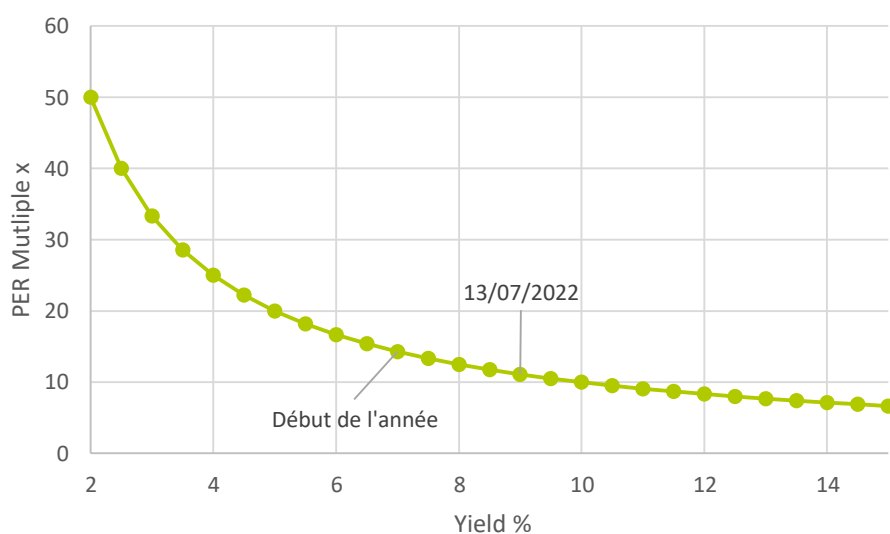
« Anticipations de baisse de bénéfices + hausse des taux = baisse des valorisations ... ». Rien de très nouveau sous le soleil, si ce n'est malheureusement l'ampleur de l'ajustement. La question qui se pose est donc de savoir si l'ampleur de ce dernier est justifiée ?

Pour tenter de répondre à cette question, rappelons que la valorisation des actions mesurée par leur PER (Prix / Bénéfices attendus) peut se traduire en rendement via l'Earnings Yield (l'EY n'est rien d'autre que l'inverse du PER). Par exemple dire qu'une action capitalise 10x les résultats de l'année à venir (PE 10x) revient au même que de dire que ce titre offre un EY de 10 % (1/10)... Le graphique ci-dessous illustre la relation qui lie le rendement au niveau du PER.

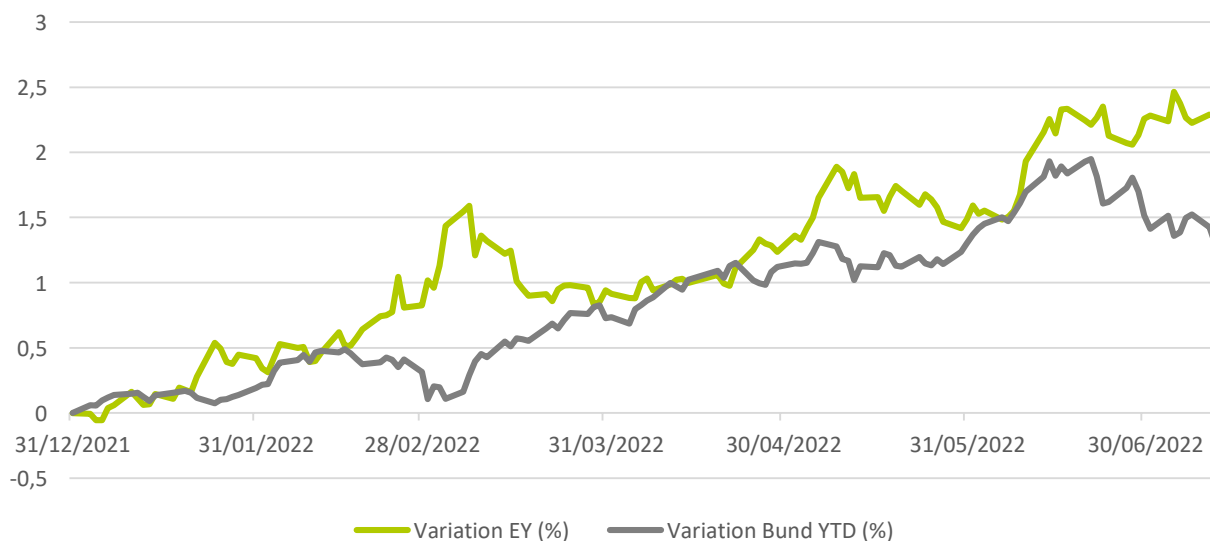
Cette courbe rappelle la sensibilité prix des obligations au niveau de taux... La relation n'est pas linéaire (la courbe est dite convexe). Ceci a des conséquences importantes sur les variations de prix. Plus le PER est élevé (EY faible), plus la variation des prix est forte pour un mouvement donné. Par exemple, un passage d'un yield de 2% à 4% revient à une baisse de 25 points de PER, alors qu'un passage du yield de 5% à 7% n'entraîne qu'une baisse de 5,7 points de PER...

- Or en début d'année, le Stoxx 600 se traitait sur un multiple de PER élevé de 15,7x les résultats attendus à 12 mois, soit un Earnings Yield de 6,4%
- Aujourd'hui, le Stoxx 600 se traite sur un multiple de PER de 11,6x les résultats attendus à 12 mois, soit un Earnings Yield de 8,6%.

Evolution de l'EY en fonction du PE



Ce mouvement est-il en phase avec celui enregistré sur les taux longs ? Le graphique ci-dessous compare la variation depuis le 31 décembre 2021 de l'EY et du rendement du Bund... Sa lecture permet de dégager quelques observations intéressantes :



1/ Fondamentalement, le marché a correctement valorisé le mouvement des taux jusqu'au début du mois de juin. Globalement, les actions ont fait ce qu'elles devaient faire ...

2/ On note cependant une première période de divergence survenant au moment de l'invasion russe en Ukraine. Elle culmine le 8 mars 2022 avec un premier point bas pour le Stoxx 600.

3/ Tout se passe comme si, depuis le début du mois de juin, la baisse des rendements du Bund était sans effet sur le marché. En d'autres termes la progression de l'Earnings Yield est « trop élevée » pour le niveau de taux...

Or à quelles conditions le niveau de l'EY peut-il refluer ?

- Si le niveau des indices remonte... Ce scénario paraît peu plausible à court terme, sauf dans le cas d'une reprise, post maintenance de Nordstream, des livraisons de gaz russe à l'Allemagne...
- Reste une anticipation de baisse des profits... Ce scénario nous paraît plus logique alors que la croissance décélère...

Le marché se comporte donc comme s'il était sur le point d'acter une future récession des profits ... Est-ce grave ? Pas forcément ! Historiquement, on observe que la reprise du marché survient systématiquement lorsque l'intégralité des risques est intégrée, soit lorsque les perspectives de croissance des profits sont au plus bas...

Patience donc mais l'intégration en cours d'un scénario de croissance plus réaliste est sans conteste une étape nécessaire sur la route de la stabilisation des marchés. Dans l'intervalle, il est probable que les préférences sectorielles aillent vers les secteurs les plus à même de « garantir » une poursuite de la progression des résultats....

Lettre rédigée par l'équipe de gestion Actions, le 13 juillet 2022