[LE MARCHÉ DU LUNDI]

24 AVRIL 2023

ecofi Actifs pour le futur

Florent Wabont
Économiste

La valorisation, ça compte

Après une année 2020 tout juste à l'équilibre, suivie d'un excellent millésime 2021, puis d'une déconvenue en 2022, l'année 2023 est pour le moment favorable aux actions. Dans un environnement où l'inflation et les taux d'intérêt ont fortement augmenté, les investisseurs s'interrogent naturellement sur les niveaux de valorisation absolus et relatifs de la classe d'actifs.

La cherté du marché actions peut s'appréhender au travers de plusieurs indicateurs, qui prennent la forme de ratios de valorisation. Pour un indice donné, ces derniers se construisent en rapportant sa valeur de marché aux bénéfices prévus à 12 mois de ses constituants, à ceux des 12 derniers mois, à la valeur comptable... Une autre méthode - développée par le Professeur Robert Shiller (Nobel d'économie en 2013) - consiste à utiliser le Cyclically Adjusted Price-to-Earnings ratio (CAPE). Le dénominateur est ici la moyenne des bénéfices des 10 dernières années ajustés de l'inflation, ce qui permet notamment de s'affranchir du passé trop récent ou des révisions de bénéfices faites par les analystes. La combinaison de ces ratios suggère actuellement que (i) les actions de la zone Euro sont attractives d'un point de vue historique, et (ii) que les actions américaines sont en revanche jugées plus chères (ce qui est le cas depuis de nombreuses années).

Pour les investisseurs, il est également judicieux de relier ces niveaux de valorisation aux rendements attendus, mais aussi de les confronter à ceux offerts par le marché obligataire, afin de jauger l'attrait d'une classe d'actifs par rapport à l'autre. Là aussi plusieurs méthodes coexistent. L'indicateur théorisé par le Pr. Shiller a également la particularité de lier les niveaux de valorisation aux rendements attendus à long terme. Il s'agit pour ce faire de calculer l'« Excess CAPE Yield » (ECY). Il s'obtient en inversant le CAPE afin d'aboutir au « CAPE Yield », qui, soustrait au taux d'intérêt réel, permet d'approximer la prime de risque réelle des actions attendue à 10 ans. À fin mars 2023, l'ECY situe cette dernière pour le marché américain à ~2,5% (en deçà de sa moyenne de long terme) et aux alentours de 4% pour la zone Euro.

Les études historiques souffrent toutefois de la comparaison avec des cycles ou des périodes très différentes en termes de composition sectorielle des indices, ou bien en matière de régime de taux et d'inflation. L'analyse doit donc être complétée par celle du contexte macro-économique. Du côté des Etats-Unis, plusieurs éléments plaident en faveur d'une désinflation graduelle, dans le prolongement d'une banque centrale qui s'approche peu à peu de la fin de son resserrement monétaire. Certains indicateurs avancés de l'activité dépeignent une détérioration des perspectives économiques à venir (nouvelles commandes du secteur manufacturier, conditions de crédit pour les petites entreprises...), tandis que d'autres (emploi, consommation des ménages, secteur des services...) suggèrent toujours une grande résilience. Le consensus tablant sur une stabilité des bénéfices en 2023, les niveaux de valorisation actuels sont donc sensibles à toute surprise dans un sens comme dans l'autre.

En zone Euro, l'activité (ventes au détail...) se dégrade et les profits des entreprises semblent plus vulnérables au cycle monétaire de la BCE qui, contrairement à celui de la Fed, demeure relativement plus agressif. Ces éléments pourraient ainsi contrecarrer l'idée d'une moindre cherté des actions sur le vieux continent, d'autant que le consensus entrevoit une progression des résultats d'entreprises en 2023. Toutefois, les enquêtes mesurant la confiance des entreprises rebondissent très fortement sur la période récente, en particulier pour le secteur des services, dans le sillage notamment de la réouverture en Chine, qui pourrait rebattre les cartes.

La situation est donc particulièrement confuse. En raison de la faiblesse des taux d'intérêt et d'un cycle économique quasi ininterrompu lors de la décennie précédente, la quête de rendement a poussé les investisseurs à quelque peu « délaisser » l'analyse des niveaux de valorisation.

Il s'agit désormais d'avoir les bonnes hypothèses sur la survenue ou non d'une récession (et son ampleur), la dynamique de l'inflation et des taux, et bien entendu sur le comportement des banques centrales.

#ÉCO

> **LES ÉTUDES HISTORIQUES SOUFFRENT TOUTEFOIS DE SE RÉFÉRER À DES CYCLES OU À DES PÉRIODES TRÈS DIFFÉRENTES EN TERMES DE COMPOSITION SECTORIELLE DES INDICES, OU BIEN ENTENDU EN MATIÈRE DE RÉGIME DE TAUX ET D'INFLATION.**

RETROUVEZ LE MARCHÉ DU LUNDI ISR EN PAGE SUIVANTE

Source : Ecofi, au 21 avril 2023 - Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Document non contractuel. Le présent document contient des éléments d'information, des opinions et des données chiffrées qu'Ecofi considère comme exacts ou fondés au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier ou boursier du moment. Il est produit à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation d'investissement personnalisée.