

Counterpoint Weekly 1–7 novembre 2021

Les actions ne sont-elles pas trop chères ?

Philipp Schöttler
Cross-Asset Strategist,
Group Chief Investment Office

Patrik Ryff
Strategic Asset Allocation
Strategist

Carolina Moura-Alves
Group Head of Asset
Allocation

Bill Street
Group Chief Investment
Officer

Cette question nous est souvent posée lorsque nous évoquons notre surpondération tactique actuelle des actions par rapport aux obligations, et cela peut se comprendre. De nombreux indicateurs de valorisation des actions sont élevés par rapport à leur niveau historique. Mais cela ne signifie pas que les marchés boursiers internationaux ne vont pas poursuivre leur progression.

Ce qu'il faut savoir

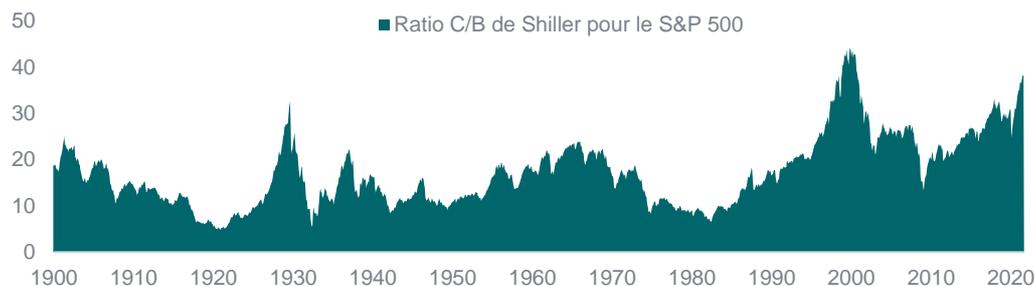
- Sur de nombreux marchés actions, les indicateurs de valorisation les plus courants, comme les ratios cours-bénéfices, sont élevés par rapport à leurs niveaux historiques, voire, dans certains cas, proches de leurs niveaux record. Cette situation suscite des doutes quant à leurs perspectives de rendement.
- Les actions sont-elles trop chères ? Pas selon nous. Pris de manière isolée, les niveaux de valorisation ne se sont pas révélés très utiles pour guider les décisions d'investissement tactique par le passé. Nous pensons qu'il est important de replacer les indicateurs de valorisation dans un contexte plus large pour leur donner un sens.
- Au vu du contexte mondial de faibles rendements, de l'évolution de la composition sectorielle des indices et du stade actuel du cycle économique, les niveaux de valorisation ne constituent pas selon nous une raison valable de fuir les actions pour l'heure. Nous surpondérons tactiquement les actions américaines par rapport aux obligations peu rémunératrices.

Les indicateurs de valorisation les plus courants, comme le ratio cours/bénéfices, laissent penser que les marchés actions sont chers (figure 1). La valeur des actions peut être mesurée de différentes manières, et ces indicateurs statistiques sont pour la plupart élevés à l'heure actuelle par rapport à leurs niveaux historiques. Des différences significatives existent d'une région à l'autre, mais la plupart des marchés actions semblent chers de ce point de vue (figure 2).

Les niveaux de valorisation sont moins significatifs lorsqu'ils sont examinés de manière isolée, en particulier sur un horizon à court terme

Figure 1 : Ratio cours/bénéfice de Shiller corrigé des variations cycliques pour les actions américaines (depuis 1900)

Cet indicateur courant de valorisation des actions est élevé par rapport aux niveaux historiques

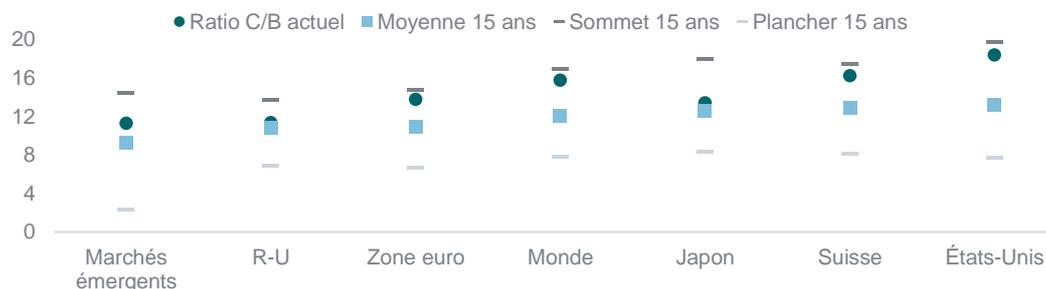


Source : Robert J. Shiller (www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm)

Remarque : basé sur la moyenne des bénéfices corrigés de l'inflation réalisés au cours des 10 années précédentes pour le S&P 500

Figure 2 : Ratio cours/bénéfice

Le ratio cours/bénéfice de nombreux marchés actions régionaux est nettement supérieur à sa moyenne historique



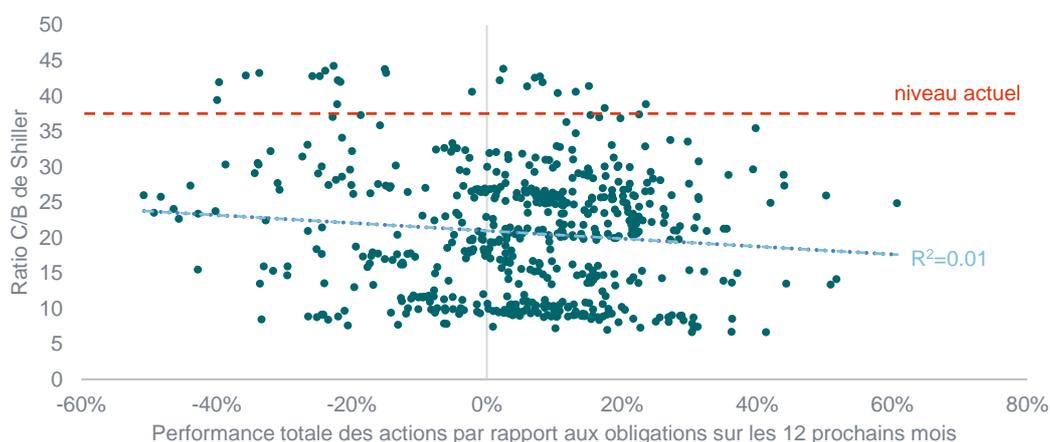
Source : Quintet, Bloomberg. Remarque : basé sur le BPA consensuel attendu à 3 ans

Toutefois, les niveaux de valorisation en soi ne nous renseignent guère sur les performances futures, du moins sur notre horizon tactique de six à douze mois. La figure 3 montre, sur l'axe des ordonnées, le ratio cours/bénéfice de Shiller corrigé des variations cycliques depuis 1973 et, sur l'axe des abscisses, les performances des actions américaines par rapport aux bons du Trésor américain sur les 12 mois suivants. Aucune relation cohérente n'a été établie. À des niveaux de valorisation similaires à ceux d'aujourd'hui, les performances excédentaires réalisées par les actions l'année suivante ont oscillé entre -40 % et +40 %, avec à peu près autant de résultats négatifs que positifs, ce qui ne constitue pas à proprement parler une projection bien tranchée. Nous utilisons ici le ratio cours/bénéfice de Shiller à titre d'exemple car il s'agit d'un indicateur très courant qui présente une longue série chronologique. Mais de nombreux autres indicateurs de valorisation produisent des résultats comparables.

L'une des évolutions les plus significatives de ces dernières décennies a été la tendance durable à la baisse des taux d'intérêt

Figure 3 : Pas de schéma bien défini en termes de performances

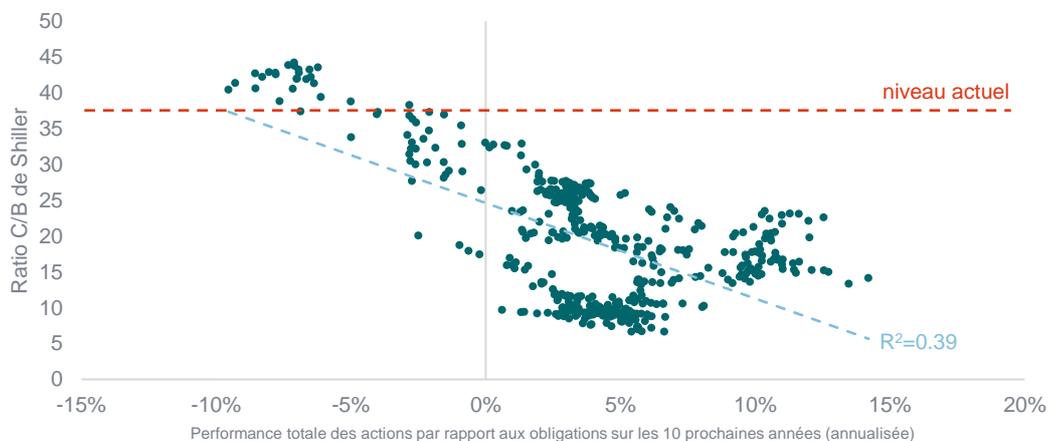
En soi, les indicateurs de valorisation ont peu de pouvoir prédictif sur notre horizon tactique (données de 1973 à 2021)



Source : Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

Figure 4 : Une image plus claire

Mais sur des horizons plus longs, ces indicateurs ont leur importance (données de 1973 à 2021).



Source : Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

Sur des horizons plus longs, par exemple à 10 ans, les valorisations ont un pouvoir prédictif plus important, comme le montre la figure 4. Les niveaux de valorisation actuels suggèrent que les performances des actions au cours de la prochaine décennie seront probablement inférieures à celles observées au cours de la plupart des 50 dernières années. Il en est de même pour la plupart des autres classes d'actifs, en particulier pour les marchés de taux, qui se négocient eux aussi à des niveaux historiquement élevés. En revanche, les niveaux de valorisation sont moins significatifs lorsqu'ils sont examinés de manière isolée, en particulier sur un horizon à court terme. Nous pensons que le fait de ne considérer qu'un seul aspect des marchés, comme les valorisations par rapport à leurs niveaux historiques, réduit le champ visuel. Comme pour la plupart des autres indicateurs, il est important de replacer la valorisation dans un contexte plus large.

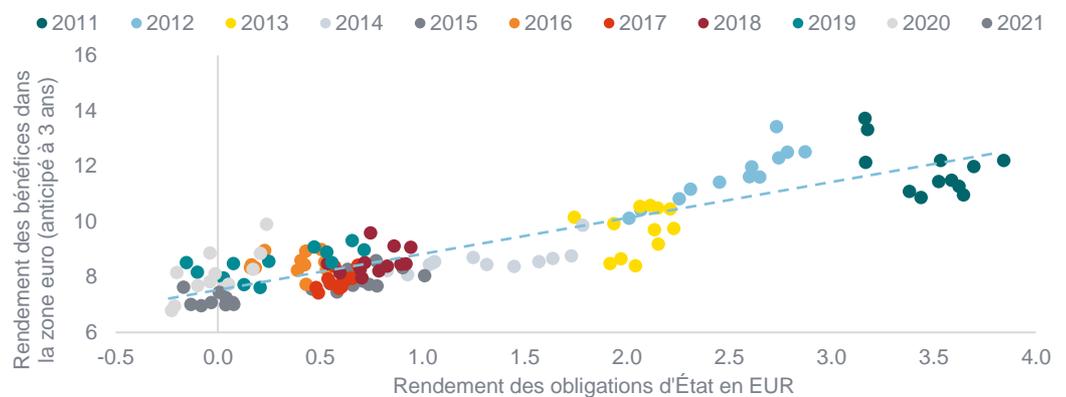
Importance des taux d'intérêt : tout est relatif

L'une des évolutions les plus significatives de ces dernières décennies a été la tendance durable à la baisse des taux d'intérêt. La figure 5 montre comment la baisse des rendements des obligations d'État de la zone euro observée ces dix dernières années a coïncidé avec la hausse du prix des actions de la zone euro (l'axe des ordonnées indique le rendement des bénéficiers, qui est le rapport

inverse du ratio cours/bénéfices. Plus le rendement des bénéfices est faible, plus le marché actions est cher). Il n'y a donc pas que les actions qui se négocient à des niveaux de valorisation quasi record. C'est également le cas de nombreux produits de taux. Et il y a de bonnes raisons de penser qu'il existe une relation directe.

Figure 5 : Les actions et les obligations ont renchéri ensemble

La baisse des rendements des obligations d'État de la zone euro observée ces dix dernières années a coïncidé avec la hausse du prix des actions de la zone euro



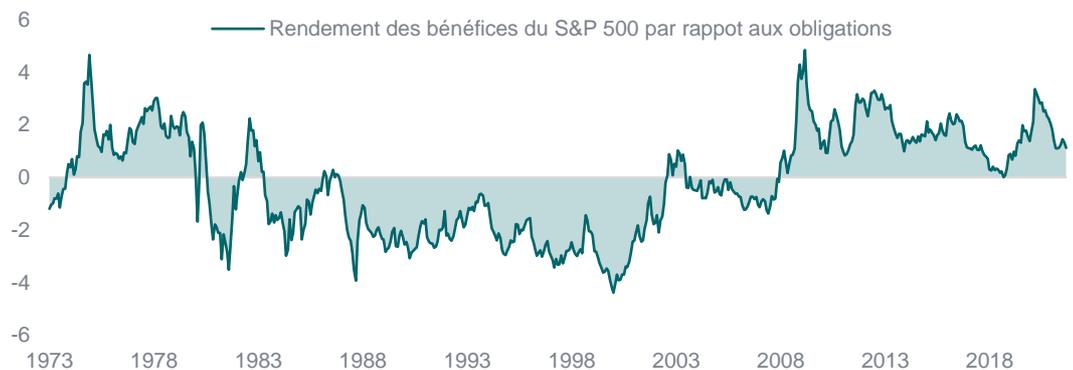
Source : Quintet, Bloomberg

Remarque : rendement des bénéfices basé sur le BPA consensuel attendu à 3 ans

Lorsqu'ils construisent leurs portefeuilles, les investisseurs évaluent l'attrait relatif que présentent les différentes classes d'actifs. À mesure que les taux d'intérêt baissent, les prix des obligations augmentent et la classe d'actifs devient relativement moins attrayante. Les investisseurs réaffectent leurs capitaux aux actions, ce qui fait également grimper leurs prix, jusqu'à ce que l'attrait relatif soit de nouveau plus équilibré. Actuellement, les actions américaines sont plutôt bon marché par rapport aux bons du Trésor américain. Le rendement de leurs bénéfices est supérieur au rendement des obligations à 10 ans (figure 6). Il s'agit certes d'un indicateur très sommaire et à aucun moment nous ne suggérons de fonder une quelconque décision d'investissement sur sa seule base. Cela étant, la figure 7 montre qu'un tel indicateur relatif possède un plus grand pouvoir prédictif concernant les performances excédentaires des actions au cours des 12 mois suivants qu'une prise en compte isolée de la valorisation des actions.

Figure 6 : Comparées aux obligations, les actions semblent plutôt bon marché

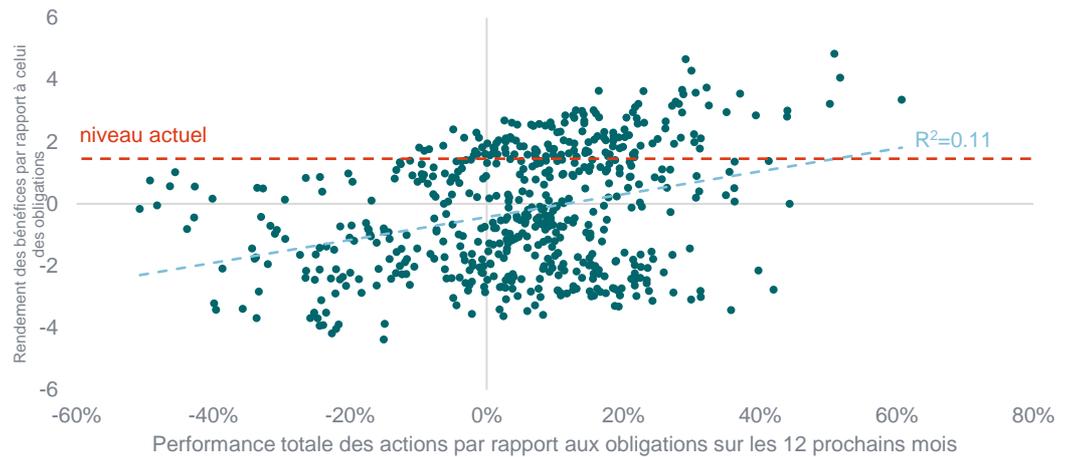
Rendement des bénéfices du S&P 500 par rapport au rendement des obligations



Source : Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

Un taux d'intérêt nettement moins élevé que par le passé (ici 1 % au lieu de 4 %) augmente sensiblement la juste valeur des actions

Figure 7 : Les indicateurs relatifs peuvent avoir un pouvoir prédictif plus important
 Comparer la valorisation des actions à celle des obligations est plus prometteur qu'observer simplement le ratio cours/bénéfice (données de 1973 à 2021)



Source : Quintet, Bloomberg, Robert J. Shiller

La deuxième raison majeure pour laquelle la baisse des taux d'intérêt devrait se traduire par une hausse de la valorisation des actions est l'importance du taux d'actualisation (voir encadré « L'importance du taux d'actualisation »).

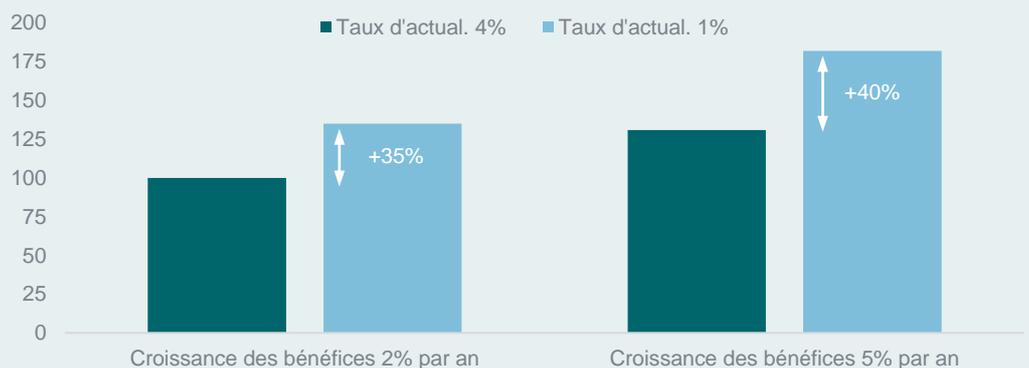
L'importance du taux d'actualisation

En substance, une action donne à son détenteur un droit sur les bénéfices futurs de l'entreprise concernée. Pour évaluer la juste valeur de cette créance, l'investisseur doit estimer ce que valent aujourd'hui les bénéfices attendus de l'entreprise. Pour estimer cette valeur actuelle, nous actualisons les bénéfices futurs attendus en fonction du taux d'intérêt anticipé. Dans ce modèle très simplifié, la juste valeur d'une entreprise peut augmenter pour deux raisons : 1) une croissance des bénéfices attendus plus élevée, ou 2) un taux d'actualisation plus faible.

Comme le montre la figure 8, un taux d'intérêt nettement moins élevé que par le passé (ici 1 % au lieu de 4 %) augmente sensiblement la juste valeur des actions. L'effet est d'autant plus prononcé que la croissance attendue des bénéfices est élevée (car les bénéfices sont générés dans un avenir plus lointain, lorsque le taux d'actualisation compte le plus).

Figure 8 : Calcul de la juste valeur

Valeur actuelle des bénéfices actualisés (sur un horizon de 20 ans)



Source : Quintet

Les changements sectoriels ont leur importance car les secteurs se négocient généralement à des niveaux de valorisation moyens différents

Une hausse des taux d'intérêt constituerait une menace sérieuse pour les performances des actions. Dans la mesure où la Réserve fédérale américaine et la BCE commenceront probablement à réduire leurs achats d'obligations prochainement, les taux des principales banques centrales devraient rester très bas pendant au moins les deux prochaines années et les rendements obligataires à plus long terme ne devraient augmenter que légèrement. Le risque n'est pas imminent selon nous, mais il mérite d'être surveillé de près.

Importance de la composition sectorielle : comparer ce qui est comparable

Lorsque l'on compare les valorisations actuelles des actions avec celles du passé, il faut s'assurer de comparer ce qui est comparable. Le marché d'aujourd'hui n'est pas le même que celui d'hier. La composition des indices d'actions évolue avec le temps. Certains secteurs gagnent en importance, d'autres reculent.

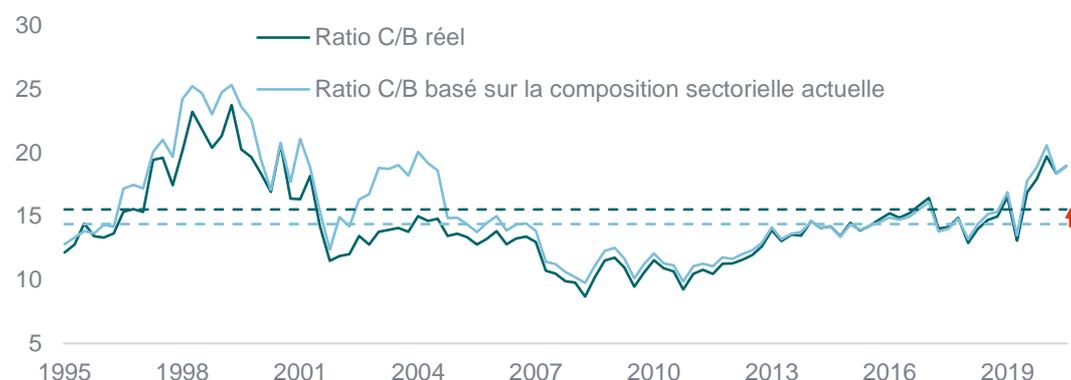
Par exemple, au cours des dix premières années du XXI^e siècle, le poids combiné des secteurs des technologies de l'information (TI) et de la communication dans les principaux indices d'actions américains avoisinait les 20 %. Il a depuis doublé pour atteindre 40 %. Parallèlement, le poids du secteur des matières premières et du secteur financier a considérablement diminué. Certes, ces changements sectoriels ont été particulièrement prononcés parmi les valeurs américaines (qui représentent actuellement 60 % du marché mondial des actions).

Les changements sectoriels ont leur importance car les secteurs se négocient généralement à des niveaux de valorisation moyens différents. Les entreprises censées générer une croissance des bénéfices supérieure se négocient généralement à des ratios cours/bénéfice plus élevés que ceux du marché au sens large. Par exemple, le ratio cours/bénéfice moyen des entreprises des secteurs des TI et de la communication est de 16 à 17x depuis 1995. Pour les entreprises des secteurs de la finance, de l'énergie et des matériaux, il est de 11 à 14x. Autrement dit, les investisseurs sont généralement disposés à payer des prix (relatifs) plus élevés pour des entreprises innovantes et en pleine croissance que pour des entreprises se trouvant à un stade avancé du cycle de vie des produits ou évoluant sur des marchés saturés.

La figure 9 montre que pour le marché actions américain, le ratio cours/bénéfice moyen aurait été, sur la base des pondérations sectorielles actuelles, supérieur de 1,2x en moyenne depuis 1995.

Figure 9 : Comparaison des conditions actuelles du marché avec celles du passé

Avec la composition sectorielle actuelle, le ratio cours/bénéfice de l'indice d'actions américain aurait été plus élevé par le passé



Source : Quintet, Bloomberg

Remarque : ratio cours/bénéfice basé sur le BPA consensuel attendu à 3 ans

Le cycle a son importance, ce n'est pas qu'une question de valorisation

Il est important de reconnaître que les actions peuvent générer des performances attrayantes soit sous l'effet de la hausse des valorisations, soit sous celle des bénéfices des entreprises (ou d'une combinaison des deux). On a pu observer par le passé un schéma dans la manière dont ces deux moteurs interagissent lors des hausses des marchés actions. Si l'on examine les cinq dernières

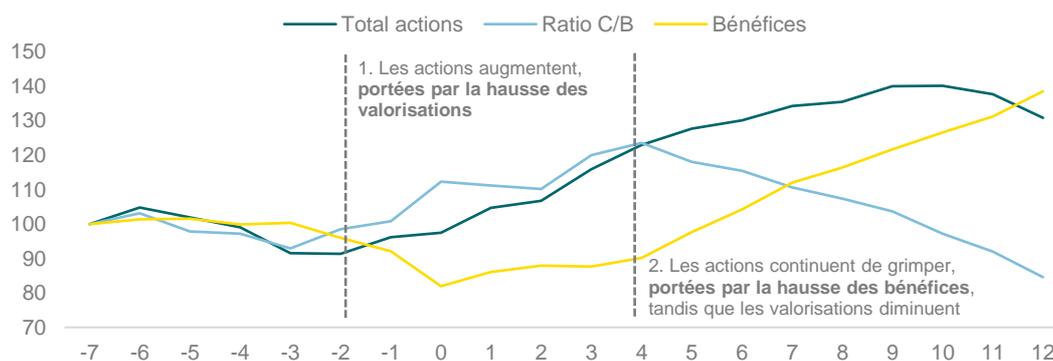
Historiquement, la valorisation à elle seule ne s'est pas révélée très utile pour guider les décisions d'investissement au cours des six à douze mois suivants

périodes de repli des bénéfices aux États-Unis, on peut diviser le redressement des actions qui a suivi en deux phases (figure 10) :

- Première phase : alors que les bénéfices des entreprises baissent et que l'économie est encore en récession, les investisseurs anticipent le redressement. Les prix des actions commencent à grimper rapidement, portés par une forte hausse du ratio cours/bénéfice.
- Deuxième phase : à un certain moment de la reprise, les bénéfices atteignent un niveau plancher et leur croissance redémarre. La croissance des bénéfices finit par devenir le principal moteur. Les cours des actions continuent d'augmenter, tandis que le ratio cours/bénéfice commence à baisser (les bénéfices augmentant plus rapidement que les cours).

Figure 10 : Les actions peuvent augmenter tout en devenant moins chères

Si l'on examine les cinq dernières périodes de repli des bénéfices aux États-Unis, on peut diviser le redressement des actions qui a suivi en deux phases



Source : Quintet, Bloomberg

Remarque : le graphique montre la moyenne des cinq dernières périodes de repli des bénéfices aux États-Unis, où t=0 correspond au niveau plancher des bénéfices. Il repose sur des données trimestrielles

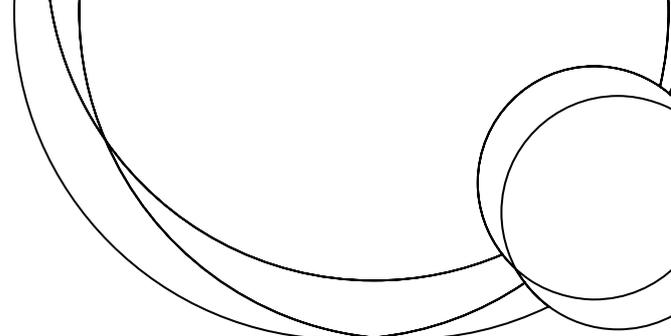
Deux points importants sont à retenir. Tout d'abord, il est courant que les niveaux de valorisation des actions soient élevés après la phase initiale de redressement, stade auquel nous pensons nous trouver dans le cycle actuel. Deuxièmement, pour que les actions produisent des performances attrayantes, il n'est pas nécessaire que les niveaux de valorisation augmentent sans relâche. De fait, le ratio cours/bénéfice est à peu près inchangé à l'échelle mondiale depuis le début de l'année, alors que les marchés actions internationaux ont progressé de plus de 15 %.

Les actions sont-elles trop chères ?

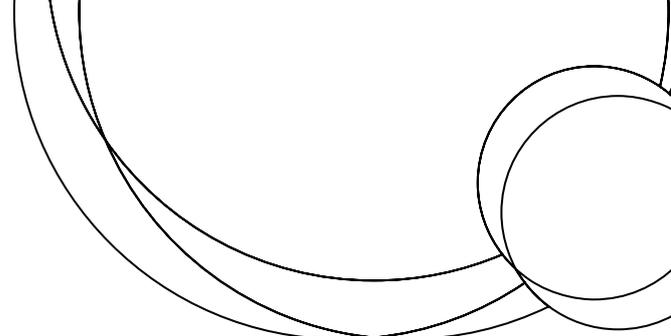
Pas selon nous. Les niveaux de valorisation actuels ne constituent pas selon nous une raison valable de fuir les actions. Procéder à des prises de bénéfices et attendre un point d'entrée plus intéressant peut sembler attrayant, mais historiquement, la valorisation à elle seule ne s'est pas révélée très utile pour guider les décisions d'investissement au cours des six à douze mois suivants. La mise en perspective des niveaux actuels de valorisation des actions offre un point de vue plus constructif sur le sujet.

Pour autant, nous ne rejetons pas totalement la valorisation des actions. Au contraire, il s'agit d'un des nombreux moteurs de marché que nous prenons en compte dans notre cadre d'investissement tactique. Dans le cas de notre surpondération actuelle des actions américaines par rapport aux obligations Investment Grade, la dynamique des bénéfices et des cours est un facteur plus déterminant pour justifier la position à ce stade du cycle. En outre, le contexte macroéconomique continue de porter les marchés actions.

Dernier point, mais non des moindres, les obligations très bien notées, que nous sous-pondérons actuellement en faveur des actions, se négocient elles aussi à des niveaux de valorisation historiquement élevés. Nous avons également ajouté le portage de crédit comme source alternative



de performance à notre bouquet tactique, et nous suivons de près les propriétés de diversification de chaque position pour notre positionnement tactique global.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Puilaetco (Luxembourg), Quintet Danmark (Danemark), Quintet Luxembourg (Luxembourg), Quintet Suisse (Suisse). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 1^{er} novembre 2021 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Tous droits réservés.