

La puissance de la reprise économique mondiale demeure inédite, et sans doute encore sous-estimée en Europe. Il a été question à plusieurs reprises dans ces notes de son caractère unique –par sa force et sa rapidité. Il n'en demeure pas moins que la question de la valorisation des actions est sur toutes les lèvres. Il n'existe ni de réponse simple, ni de réponse unique. Tentative d'explication.

Le sujet de la complaisance des marchés

C'est la première question qui se pose, et l'on dispose pour y répondre d'un certain nombre d'indications techniques, à commencer par les niveaux de volatilités implicites. Autour de 20% en Europe et aux Etats-Unis, ces niveaux sont assez faibles, mais néanmoins dans la borne haute observée dans la période pré-crise 2016 – 2019, et actuellement supérieurs aux niveaux de volatilité historique. D'autres indicateurs dont on dispose s'agissant des Etats-Unis sont en revanche un peu plus préoccupants, notamment l'indice CBOE put / call dont la moyenne 52 semaines a trop baissé. L'indicateur Bull / Bear des investisseurs individuels¹ est quant à lui trop élevé, suggérant un degré de confiance excessif dont le WSJ se fait écho ce week-end² : non seulement les ménages américains ont une proportion importante de leur patrimoine en actions (41%), mais ils ont en plus emprunté beaucoup d'argent pour cela, plus de 800Mds\$, comme il est montré dans le graphique ci-dessous.

Margin debt balances, monthly



Note: Figures as of March
Source: Finra

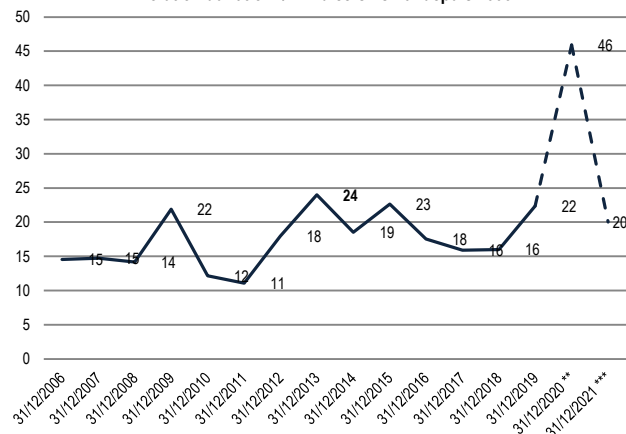
La valorisation des marchés actions fonction des résultats financiers

C'est, bien sûr, la première approche, en termes de *Price / Earnings* (P/E). Là, une première observation des données, tant aux Etats-Unis qu'en Europe, est sans appel : à 20x les profits de l'année 2021 aux Etats-Unis, les marchés sont assez chers. Certes moins qu'en 1999/00, où ils avaient atteint 25x P/E, mais sur une base historique on ne peut nier la forte hausse de la valorisation, de 10x P/E en 2011 à 20x actuellement.

Intéressons-nous néanmoins un peu plus précisément à l'indice CAC40. L'indice se payait 22x P/E à la fin de l'année 2019 : 82Mds€ de RN dégagé au niveau de l'indice pour une capitalisation totale de 1.800Mds€. Naturellement en 2020, le niveau des profits a fondu de -52%, passant à seulement 39Mds€ quand la valorisation de l'indice n'a, elle, presque pas évolué. Le ratio P/E de l'indice s'est donc trouvé à la fin de l'année 2020 à un niveau très élevé, mais il est en train de se normaliser autour de 20x au cours de

l'année 2021, un niveau élevé mais déjà constaté de nombreuses reprises par le passé et ne permettant pas de conclure à une évolution à venir du marché.

Evolution du ratio P / E indice CAC 40* depuis 2006

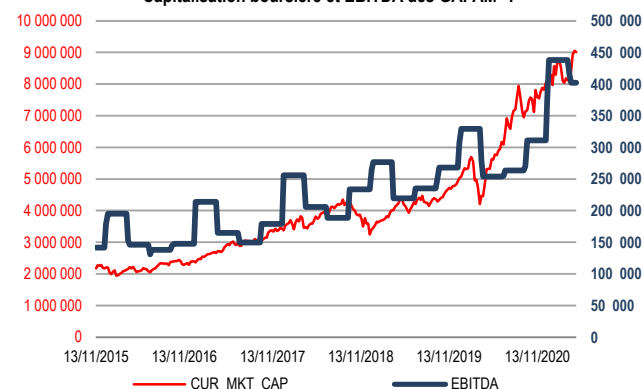


* Source EY, https://www.ey.com/fr_fr/strategy-transactions/profil-financier-du-cac-40-un-indice-encore-en-equilibre ** Source Le Monde, PwC, 03/21, 37/40 sociétés seulement
*** Données Bloomberg.

Par ailleurs, l'analyse au niveau des indices s'arrêtera ici : elle est très incomplète, voire inutile, tant les disparités entre secteurs –et au sein des secteurs, entre valeurs– sont fortes, qui plus est à un moment de forte volatilité des résultats. Au sein de l'indice européen Stoxx600 par exemple, le secteur technologique est valorisé 26x alors que le secteur automobile est valorisé 8x.

Lorsque l'on aborde le sujet des secteurs, comment ne pas parler des GAFAM+T (Google, Apple, Facebook, Amazon, Microsoft + Tesla), dont les niveaux de valorisation suscitent bien des commentaires, voire des phantasmes ?

Capitalisation boursière et EBITDA des GAFAM+T



On observe à la lecture du graphique ci-dessus que les six sociétés réalisent 400Mds\$ d'EBITDA à la fin de l'année 2020 pour une valorisation de l'ordre de 9.000Mds\$,

¹ <https://www.aaii.com/sentimentsurvey>

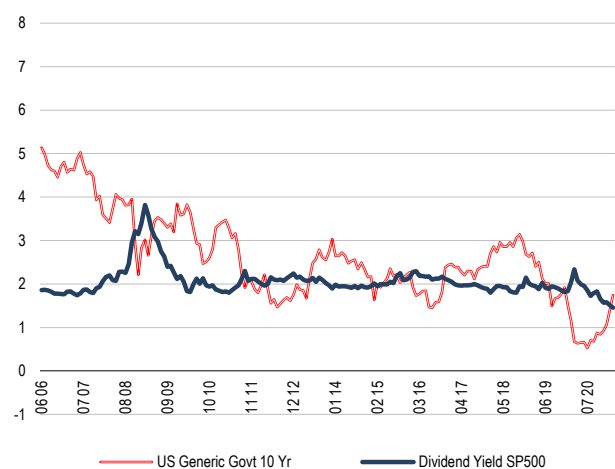
² https://www.wsj.com/articles/americans-cant-get-enough-of-the-stock-market-11619947800?mod=hp_lead_pos1

correspondant ainsi à un ratio de l'ordre de 20x P / EBITDA en ligne avec la moyenne affichée depuis 2015.

La valorisation des marchés actions par rapport à celle des marchés obligataires

Dans cette optique, on s'intéresse à la comparaison entre le rendement offert par les actions et celui offert par les obligations.

La hausse récente des taux d'intérêt, –très modérée en Europe mais plus marquée aux Etats-Unis, où le taux 10 ans a été multiplié par 3 depuis l'été dernier– a non seulement eu pour conséquence de modifier les niveaux d'actualisation des *cash flows*, mais elle a surtout modifié l'attrait relatif entre les deux classes d'actifs. On observe ci-dessous les rendements comparés, en Europe et aux Etats-Unis, des marchés actions et obligataires.

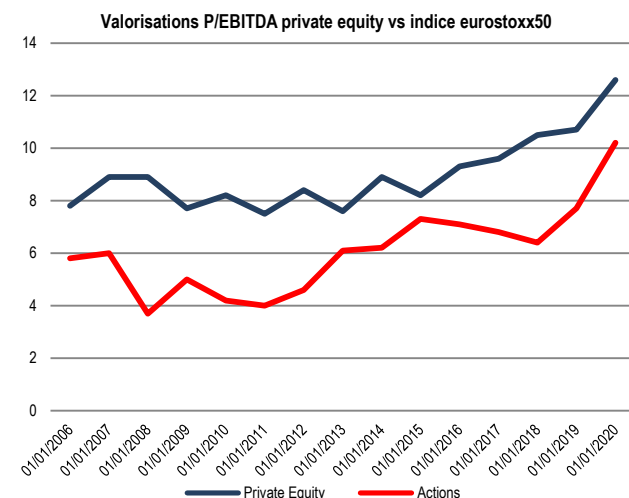


La comparaison présentée dans ces graphiques n'est pas particulièrement flatteuse pour les actions : les rendements demeurent très faibles malgré la reprise économique, qui explique par contre la hausse des rendements obligataires. Il est probable que le niveau des rendements actions va se normaliser dans les mois à venir, ce qu'on a déjà commencé à annoncer un certain nombre d'entreprises (hausse du dividende à un niveau équivalent ou supérieur à la période avant-crise sanitaire), et qui n'apparaît pas encore dans ces données.

Celles-ci montrent néanmoins que les marchés actions, en comparaison aux obligations, restent très convenablement valorisés en Europe, mais que cela est à présent beaucoup moins le cas aux Etats-Unis. On demeurera sur ce point particulièrement attentif aux perspectives d'inflation, qui orienteront le niveau des taux d'intérêt.

La valorisation des marchés actions par rapport au marché du private equity

Nous avons reconstitué ci-dessous les évolutions sur 15 ans entre les valorisations des deux classes d'actifs et observons une décote moyenne de 50% entre elles sur la période, qui aurait eu tendance à se réduire depuis 2018.

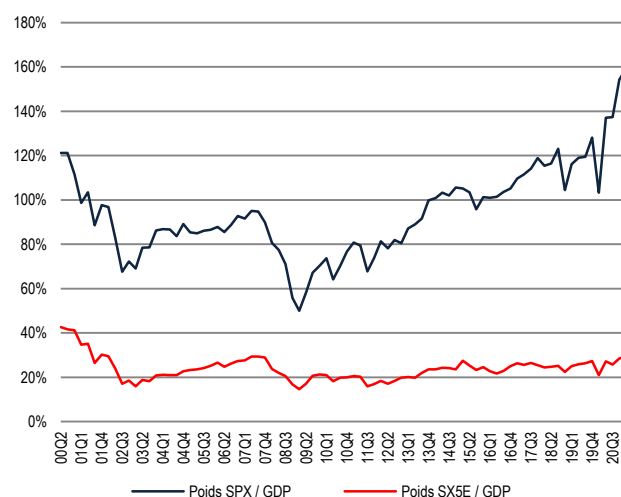


Sources Les Echos, Bain&Co., Bloomberg

Il est très peu probable que cela soit le cas en réalité, au vu d'opérations d'envergure récemment réalisées dans le *private equity*, et compte tenu du fait que les valorisations sur le marché actions sont en train de se normaliser rapidement. De ce point, pour un certain nombre de raisons, les actions demeurent une classe d'actifs nettement sous-valorisée par rapport au *private equity*.

La valorisation des marchés actions par rapport à la richesse nationale

C'est sans doute sur ce point que l'écart de valorisation, - en fait, de culture– entre Europe et Etats-Unis, apparaît le plus important. En moyenne sur 20 ans, la capitalisation boursière du S&P500 par rapport au PIB américain est de 94% et ce poids vient d'exploser à 160%. En Europe, ce poids est de 24% seulement, et il a à peine augmenté au cours des derniers mois.



On trouvera naturellement toutes les bonnes raisons du monde à un tel écart, mais cela témoigne en réalité d'une sous-capitalisation endémique du marché européen.