

## Valorisation des marchés financiers

Les marchés actions européens et américains ont violemment baissé depuis début octobre. Cette chute n'a pas de raison particulière et spécifique mais s'explique par la cristallisation des différentes craintes apparues ces derniers mois. Mentionnons une cible de déficit supérieure aux attentes en Italie, l'absence d'avancées concrètes concernant le Brexit, un tassement de la croissance dans les pays émergents (et une chute des devises) et en Europe, les tensions commerciales entre Etats-Unis et Chine et une hausse des taux souverains US en raison de la vigueur de la croissance et de l'inflation outre-Atlantique.

Dans cet environnement, les marchés actions américains ont effacé en quelques séances la quasi-intégralité de leur hausse de l'année. En Europe, les indices qui étaient déjà en baisse depuis début 2018 se sont enfoncés dans le rouge. Certes l'indice CAC 40 résiste, avec une performance en « trompe l'œil » de -3,7 % sur l'année, soutenu par les valeurs du luxe et du pétrole. Cependant la performance médiane de l'indice est de -8,8 %, semblable aux autres indices européens. L'EuroStoxx 50 perd 8,4 %, le DAX allemand chute de 10,6 %, les indices belges BEL 20 et italiens FTSE MIB baissent de 12 %.

La croissance des résultats 2018 des sociétés européennes devrait être plus faible qu'anticipé en début d'année (+6 % contre +9 %). Néanmoins, associée à la nette baisse des marchés, cela a entraîné un dégonflement des ratios de valorisation. En prenant comme référence l'indice Stoxx Europe 600, la valorisation « historique » (en vigueur entre 2004 et 2007) est de 13,5 fois les bénéfices de l'année en cours (PE, ratio cours/bénéfices). Au niveau actuel le PE du Stoxx Europe 600 est de 14, soit dans la fourchette « historique » de 13 à 14,5. Les marchés sont donc correctement valorisés.

Cependant, les autres actifs (principalement les obligations) sont fortement surévalués par rapport aux normes historiques. En 2007 un investisseur averse au risque pouvait percevoir une rémunération annuelle supérieure à 4 % sur des actifs sans risque (obligations souveraines allemandes à 10 ans). Aujourd'hui il y a peu d'alternatives aux actions. Les obligations allemandes à 10 ans offrent un rendement de seulement 0,5 %.

Dans ce contexte il n'est pas illogique que la valorisation des marchés actions soit supérieure aux niveaux historiques. Entre 2014 et début 2018 les marchés européens étaient valorisés entre 15 et 17 fois leurs bénéfices compte tenu de la faiblesse des taux obligataires (le taux à 10 ans allemand évoluant entre 0 et 1 % sur la période).

Un rebond solide et durable des marchés financiers n'interviendra que quand les investisseurs auront la certitude qu'un scénario « catastrophe » sur un des facteurs de risque mentionnés ne se matérialisera pas. Néanmoins le maintien des taux longs à des niveaux bien inférieurs à ceux de 2005-2008 devrait continuer à soutenir la valorisation des actions.

Nos modèles de valorisation (cf. le point hebdomadaire du 2 mars dernier « *A quel niveau les taux d'intérêt deviennent-ils un problème ?* ») indiquent que la valorisation actuelle (5100 pour le CAC 40, 3200 pour l'EuroStoxx 50) des indices européens est cohérente avec un taux à 10 ans allemand à 1,10 %, un taux français à 1,40 % et un taux US de 3,60 %. Soit 50 à 60 bp au-dessus des niveaux actuels.

Si les taux souverains accélèrent à la hausse dans les semaines qui viennent la valeur des indices actions est cohérente. Dans le cas contraire un rebond d'environ 10 % des marchés pourrait intervenir.

### Taux à 10 ans allemand (en bleu, échelle de droite) et ratio cours/bénéfice du Stoxx Europe 600 (en vert)

