

Des marchés actions américains survalorisés ?

Crier au loup ne sert pas à grand-chose, en particulier lorsqu'on le fait trop tôt ou trop souvent. Les marchés actions américains nous semblaient chers début 2017 (cf. notre point hebdomadaire du 20 janvier). Le S&P 500 s'affichant en hausse de 14 % sur l'année alors que les résultats des sociétés sont attendus en croissance de 10 %, les ratios de valorisation ont continué à se tendre.

Ainsi, le PER (price earning ratio ou ratio « cours sur bénéfices ») du S&P 500 estimé à fin 2017 est de 19,5 contre une moyenne historique entre 16 et 17.

Cette valorisation, nettement supérieure aux normes historiques, est-elle justifiée par le cycle, l'impact des valeurs technologiques ou les réformes fiscales de D. Trump ?

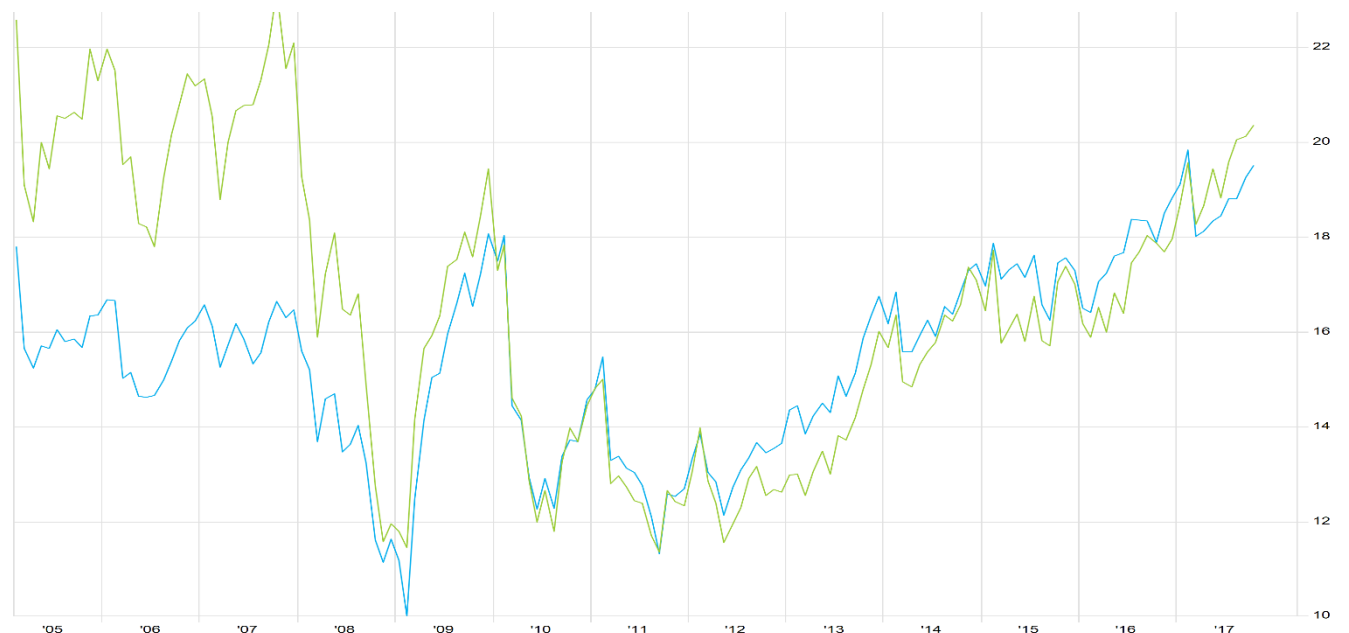
Afin d'atténuer l'impact du cycle économique et la possible volatilité des résultats des sociétés, l'économiste Robert Shiller propose d'utiliser les résultats des dix dernières années, ajustés de l'inflation. Le « PER de Shiller » (cf. graphique ci-dessous) est aujourd'hui de 30. Un PER supérieur à 30 a été atteint 2 fois dans l'histoire, en 1929 et entre 1997 et 2002 (bulle des valeurs technologiques).

Certains stratégestes font remarquer que ce ratio est « biaisé » par la récession de 2009, qui a fortement impacté les résultats des sociétés. Cependant quasiment toutes les périodes de 10 années glissantes ont été marquées par des récessions, impactant également le « PER de Shiller » dans le passé. De plus, en enlevant l'année 2009 du calcul le « PER de Shiller » serait aux alentours de 25, niveau historiquement élevé.



Une justification avancée pour expliquer la valorisation des marchés actions US est l'impact du secteur technologique (rappelons qu'Amazon se paye 200 fois les bénéfices de cette année, Facebook 32 fois...). Les valeurs technologiques représentent près de 25 % de la capitalisation du S&P 500.

Valorisation (PER) du S&P 500 (en bleu) et du secteur technologique (en vert) depuis 2005



Cependant, dans son ensemble, ce secteur n'est pas surévalué par rapport aux niveaux historiques, le S&P 500 Information Technology se traitant 20 fois les bénéfices (comme entre 2004 et 2007). Il s'agit même d'un des seuls secteurs (avec la Santé et les Télécoms) n'ayant pas une valorisation supérieure à la moyenne historique.

Une autre explication à cette valorisation des marchés américains est liée à la réforme fiscale voulue par D. Trump, en particulier la baisse du taux d'imposition sur les sociétés de 35 % (le niveau actuel) à 20 %. Si cette réforme venait à être appliquée, les bénéfices des sociétés US augmenteraient mécaniquement, dégonflant les ratios de valorisation.

Cependant cette réforme fiscale est loin d'être définie et appliquée, les membres du Congrès ne parvenant pas, jusqu'à présent, à un accord. Abaisser le taux d'imposition générerait une baisse des recettes de plusieurs dizaines de milliards de dollars pour le budget fédéral (l'imposition sur les bénéfices des sociétés rapportant aujourd'hui 340 Mds de dollars à l'Etat américain), qu'il faudra compenser.

De plus, le taux d'imposition effectif des sociétés américaines est aujourd'hui de 27,1 %. La différence entre taux « officiel » et taux effectif étant lié aux exemptions dont bénéficient certaines entreprises et à la plus faible imposition des bénéfices réalisés hors des Etats-Unis.

Abaisser le taux d'imposition à 20 %, entrainerait une hausse des bénéfices des sociétés de 10 % (toutes choses égales par ailleurs). Le PER des marchés américains post réforme fiscale serait de 18, un niveau toujours supérieur à la valorisation historique.

Au global, les marchés actions américains sont chers, ce qui se « justifie » uniquement par la faiblesse des taux d'intérêt liée aux politiques monétaires extrêmement accommodantes des banques centrales.

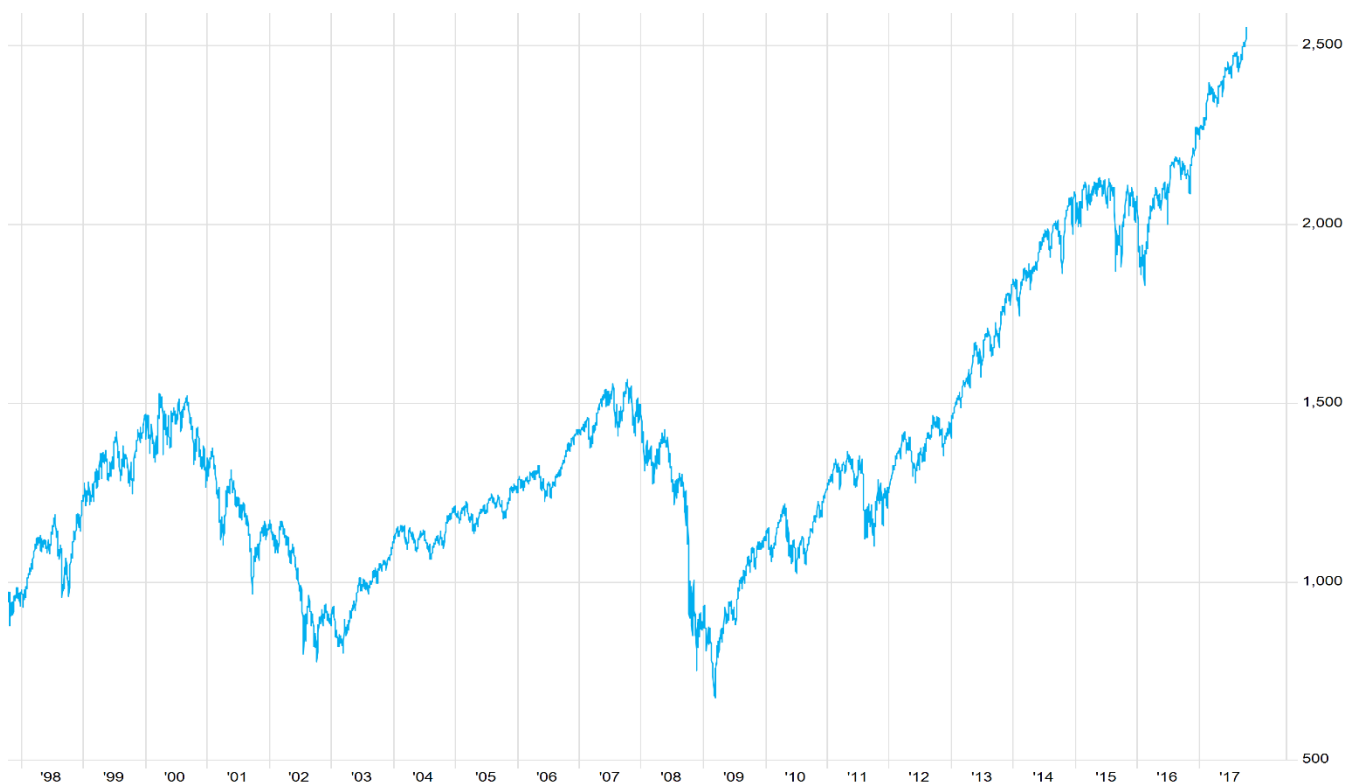
Tant que les politiques monétaires ne se normaliseront pas, des valorisations élevées et supérieures aux niveaux historiques continueront d'être la norme.

Une valorisation élevée n'est pas un élément suffisant pour déclencher une nette baisse des marchés actions mais rend les actifs plus vulnérables à un choc externe (récession, hausse des taux d'intérêt ou obligataires...).

Prévoir le moment où la survalorisation des marchés sera corrigée n'est pas possible. Rappelons qu'un PER exubérant (supérieur à 30) atteint dès le printemps 1997 n'a pas empêché les marchés actions US de monter jusqu'en 2000.

Néanmoins, il convient de faire preuve de prudence concernant les actions américaines. S'exposer aujourd'hui à des actifs chèrement valorisés présente deux risques pour l'investisseur : des rendements potentiels futurs très faibles et un risque de perte en capital si les marchés US étaient amenés à entrer dans une phase de correction.

Evolution de l'indice S&P 500 (en bleu) depuis 1998



Aurélien Blandin
Gérant