

Au coeur des marchés | 12 juillet 2021

Actions: encore des surprises

Déjà l'été. Déjà 15% de performance du marché américain depuis le début de l'année, après déjà 16% en 2020. C'est là que survient la perpétuelle question: «Et après?»

Une partie de la réponse passe par l'analyse de la valorisation de l'indice. Le ratio le plus utilisé est le «PE forward», rapportant les cours aux bénéfices attendus à 12 mois. Il s'établit aujourd'hui à 22x, contre une moyenne long terme d'environ 15x. On pourra disserter longtemps sur le niveau de ce ratio. Il est utile de rappeler qu'un «PE» est, en pratique, une forme abrégée de la valeur de cash-flows futurs actualisés à aujourd'hui, donc une fonction des taux. Ainsi, valider l'hypothèse que les taux américains resteront à horizon visible en dessous, par exemple 1,5% en dessous, du niveau moyen qui prévalait avant la généralisation des rachats d'actifs par la Banque centrale conduit implicitement à accepter qu'un ratio historique de 15x devienne 20x dans le «nouveau monde»: le contrôle des taux se traduit par une hausse de 30% du ratio de valorisation.

Cela étant dit, qu'attendre après la hausse de 40% du S&P 500 sur un an? Ici, l'analyse des attentes de bénéfices agit comme un révélateur: elles ont progressé depuis juin 2020, et ce n'est pas une coïncidence, de... 40%. En d'autres termes, le ratio «PE fwd» du marché

américain est resté stable sur un an, après la phase initiale et mécanique de rebond, oscillant entre 21x et 23x.

Qu'en déduire? Que les investisseurs ne sont pas prêts à payer n'importe quel ratio de valorisation, et que le déterminant principal pour la période qui s'ouvre concerne les projections de résultats, à commencer par ceux de 2021. Ici, les stratégestes US de Credit Suisse (il y a de bonnes choses chez Credit Suisse) proposent de rapprocher macroéconomie et estimations des analystes.

Une régression sur vingt ans indique que la croissance attendue du PIB américain devrait, statistiquement, se traduire par une hausse du chiffre d'affaires du S&P 500 supérieure de 7% au consensus des analystes: du jamais vu. Ajoutons-y le levier opérationnel des entreprises (les résultats augmentent davantage que les ventes) et on comprendra qu'il reste de la place pour de nouvelles révisions à la hausse des bénéfices attendus pour 2021.

Ces derniers ont déjà progressé de 15% depuis le début de l'année (comme l'indice) et pourraient donc progresser de nouveau d'environ 10% après les publications trimestrielles: pas un gage de poursuite de la hausse des indices, mais un soutien bienvenu.