

Auteur



Robert M. Almeida Jr.
Gestionnaire de portefeuille et
stratège en placements mondiaux

En résumé

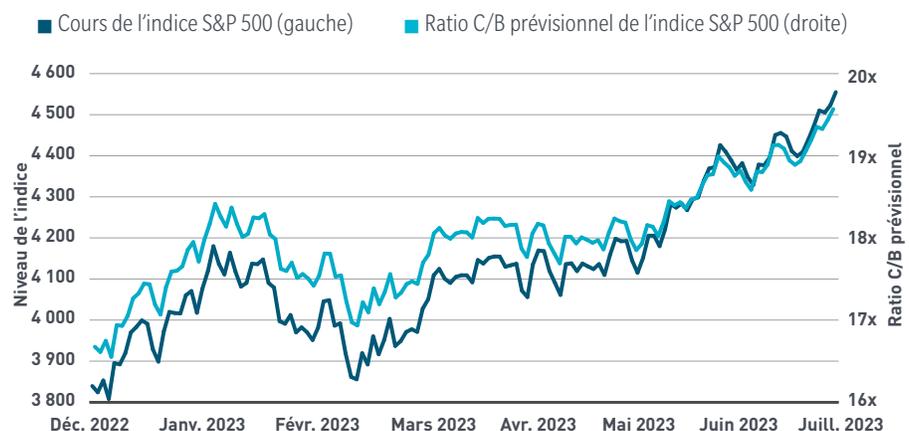
- L'augmentation des ratios cours/bénéfice et la baisse des primes de risque donnent à penser que les actions sont chères.
- La compréhension des lacunes des mesures d'évaluation a une valeur.
- Le contexte actuel ne semble pas soutenir un ratio cours/ventes élevé.

Augmentation des ratios boursiers et diminution des primes de risque

L'enthousiasme à l'égard de l'intelligence artificielle, la baisse de l'inflation et les données économiques meilleures que prévu sont autant de facteurs qui ont contribué à la vigueur des marchés boursiers mondiaux cette année.

Parallèlement, les attentes en matière de croissance des bénéfices ont été faibles ou légèrement négatives. Compte tenu de la hausse des cours des actions, qui n'est pas accompagnée d'une révision à la hausse des prévisions de bénéfices, le ratio cours/bénéfice (C/B) des actions a augmenté, comme le montre la figure 1. Les investisseurs paient beaucoup plus cher pour le même flux de bénéfices.

Figure 1 : Payer plus cher pour obtenir moins

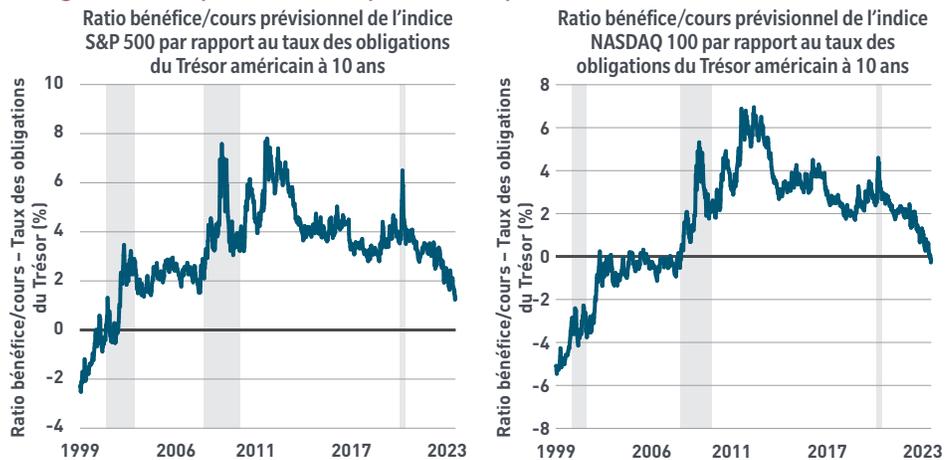


Source : FactSet. Données quotidiennes du 30 décembre 2022 au 18 juillet 2023. Le ratio cours/bénéfice (C/B) prévisionnel est représenté pour les 12 prochains mois.

On constate également cette situation du point de vue des primes de risque des actions. Le ratio bénéfice/cours prévu des actions par rapport au rendement des obligations d'État a historiquement été de 3 % à 5 % supérieur en moyenne. La normalisation des taux d'intérêt à des niveaux conformes au *marché libre* à la suite du cycle de hausses de taux amorcé en 2022, combinée à la remontée des marchés boursiers de cette année, a poussé les primes de risque à des sommets jamais vus depuis la bulle technologique. Le graphique de droite illustre les primes de risque négatives pour l'indice NASDAQ 100, qui est fortement axé sur la technologie.



Figure 2 : Les primes de risque sont trop faibles



Source : FactSet. Données hebdomadaires du 31 décembre 1999 au 14 juillet 2023. Ratio bénéfice/cours prévisionnel = $1/(\text{ratio cours/bénéfice pour les 12 prochains mois})$. Les zones ombrées représentent les récessions aux États-Unis.

Une leçon de George Box

Bon nombre des investisseurs d'aujourd'hui, professionnels ou non, n'ont jamais connu un tel marché auparavant. Ils sont devenus accoutumés aux marchés en hausse et à un système qui a permis la privatisation des profits et de la richesse et la socialisation des pertes en capital lorsque les marchés étaient soumis à des tensions soutenues.

Comme bon nombre des participants au marché actuel rejettent ces signaux d'avertissement, il faut peut-être adopter une perspective différente.

Le célèbre statisticien britannique George Box était d'avis que tous les modèles comportent des lacunes inhérentes, du fait qu'ils sont ancrés dans le passé. Toutefois, la compréhension de ces lacunes a une valeur. Cette connaissance vous permet de varier le poids ou l'importance accordé aux différentes données en fonction des circonstances présumées ou perçues et des divergences par rapport au passé.

Ratio cours/ventes

Revenons à la bulle technologique mentionnée précédemment. Elle a éclaté il y a plus de 20 ans maintenant. De nombreux investisseurs actuels ne géraient pas de portefeuille à l'époque, mais la plupart connaissent au moins les circonstances entourant cet épisode historique.

Ce dont on se souvient le plus souvent, c'est la hausse vertigineuse des évaluations des sociétés « .com » ou « .net ». Ce qui est souvent négligé, en revanche, c'est l'énorme cycle de capital qu'Internet a engendré. On a installé des ordinateurs sur tous les postes de travail et on les a connecté les uns aux autres par Internet. Cette nouveauté a déclenché un cycle d'investissements des entreprises qui a entraîné une explosion de la croissance de l'économie et des ventes. Or, les évaluations étaient si élevées que, malgré l'énorme croissance, les actions étaient très chères, même en fonction du ratio cours/ventes.

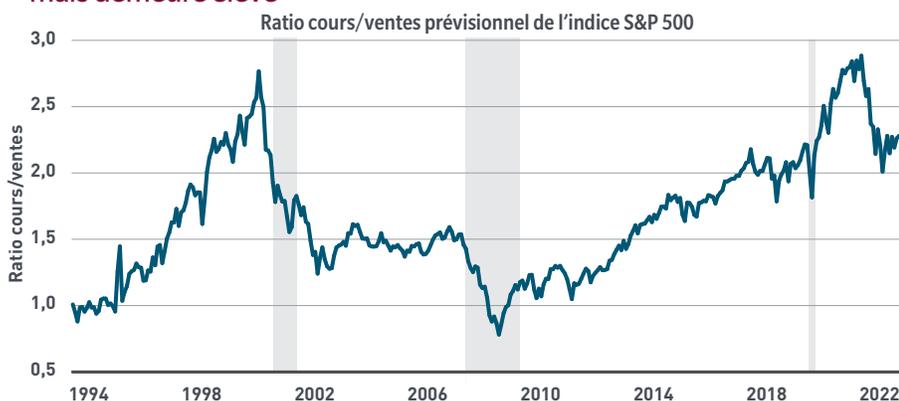
Le cycle économique après la crise de 2008, quant à lui, a été complètement différent. Il n'y a pas eu de cycle de dépenses en immobilisations. En raison des craintes de déflation, du ralentissement de la vitesse de circulation de l'argent et de la faiblesse de la demande finale, les sociétés ont réorienté les capitaux empruntés vers des rachats d'actions, des dividendes plus élevés et des acquisitions, au détriment des investissements fixes (comme l'équipement). Cette combinaison a donné lieu au plus faible cycle économique en plus d'un siècle et à une croissance des ventes particulièrement anémique sur le plan historique. Malgré tout, les actions se sont très bien comportées, car les sociétés ont réussi à accroître leur rentabilité en réduisant leurs coûts dans un contexte de baisse des frais d'intérêt, de délocalisation de la main-d'œuvre à l'étranger et de la



diminution des investissements fixes. Toutefois, ce régime a pris fin en 2022; la tendance favorable des bénéfices, alimentée par les faibles taux d'intérêt, la délocalisation et le sous-investissement, s'est non seulement terminée, mais inversée.

Comme de nombreux investisseurs boursiers ont une approche à court terme et une perspective linéaire, les ratios cours/bénéfice et bénéfice/cours prévisionnels pour les 12 prochains mois ne reflètent peut-être pas pleinement les risques. La figure 3 illustre le ratio cours/ventes de l'indice S&P 500 depuis le milieu des années 1990, reflétant la théorie de George Box.

Figure 3 : Le ratio cours/ventes est descendu de son sommet, mais demeure élevé



Source : FactSet. Données mensuelles du 31 janvier 1994 au 30 juin 2023. Prévisionnel = 12 prochains mois. Les zones ombrées représentent les récessions aux États-Unis.

Comme mentionné précédemment, malgré la période de forte croissance des années 1990, les actions étaient chères, même en fonction de cette mesure axée sur la croissance. Compte tenu de la faiblesse de l'économie et de la croissance des ventes tout au long du cycle économique après la crise de 2008, le ratio a, sans surprise, augmenté et touché des sommets atteints pour la dernière fois au plus fort de la bulle technologique. Le ratio cours/ventes a reculé en partie en 2021 en raison de la croissance à la suite des confinements, attribuable aux mesures de relance budgétaire et monétaire. Depuis, ces mesures ont été graduellement retirées, ce qui explique la réaccélération du ratio, les cours boursiers ayant augmenté en 2023.

Conclusion

Les actions sont chères selon les mesures d'évaluation traditionnelles. La situation globale est toutefois plus nuancée. Le régime marqué par de faibles coûts en capital a pris fin, car l'endettement accumulé devra être financé à un coût plus élevé, ce qui réduira les flux de trésorerie disponibles. Le régime caractérisé par une main-d'œuvre bon marché a pris fin. De plus, le régime marqué par des chaînes d'approvisionnement excessivement tendues et le sous-investissement des entreprises pour une gestion (énergie) plus propre a pris fin.

Pour en revenir au principe de M. Box selon lequel les modèles sont erronés, mais peuvent être utiles, j'entrevois les évaluations de la même façon. Chaque cycle économique et chaque contexte de marché sont différents, et ces particularités influent sur l'utilité des diverses mesures d'évaluation. C'est pourquoi une vaste mosaïque de données d'évaluation et la compréhension des failles de chacune peuvent s'avérer instructives.



Un nouveau régime s'est amorcé. Un régime où le capital et la main-d'œuvre n'ont jamais été aussi rares depuis 2009. Un régime où les sociétés ne seront pas toutes en mesure de surpasser les nouveaux coûts des intrants ou les coûts normalisés. Un régime marqué par des prêts et des défaillances d'obligations plus élevés, des restructurations de capital et des faillites. Les outils nécessaires pour bien composer avec le régime actuel sont très différents des précédents. Comme M. Box l'a peut-être laissé entendre, il faut reconnaître que toutes les évaluations et tous les modèles fondamentaux ont des failles, mais que certains sont tout de même utiles. Les investisseurs devront faire beaucoup plus de recherches à l'avenir et pourraient trouver avantageux d'utiliser une mosaïque d'outils d'évaluation, mais aussi d'outils fondamentaux pour les guider dans le présent cycle. ▲

Le **ratio cours/bénéfice** est calculé en divisant le cours de l'action d'une société par son bénéfice par action.

Le **ratio cours/ventes** mesure la valeur d'une société par rapport au montant total de ses ventes annuelles récentes.

L'**indice S&P 500** mesure le rendement des 500 plus grandes sociétés américaines ouvertes sur le marché boursier des États-Unis.

L'**indice NASDAQ 100** est un indice des 100 actions non financières les plus importantes cotées à la bourse NASDAQ.

« Standard & Poor's^{MD} » et S&P « S&P^{MD} » sont des marques déposées de Standard & Poor's Financial Services LLC (« S&P ») et Dow Jones est une marque déposée de Dow Jones Trademark Holdings LLC (« Dow Jones »). Les marques déposées ont été accordées sous licence aux fins d'utilisation par S&P Dow Jones Indices LLC et ont fait l'objet d'une sous-licence à certaines fins en faveur de MFS. L'indice S&P 500[®] est un produit de S&P Dow Jones Indices LLC utilisé sous licence par MFS. S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P et leurs sociétés affiliées respectives ne parrainent pas les produits de MFS, pas plus qu'elles ne les appuient, n'en vendent les parts ou n'en font la promotion. Elles ne font en outre aucune déclaration quant à l'occasion d'effectuer un placement dans ces produits.

Les points de vue exprimés sont ceux du ou des auteurs et peuvent changer sans préavis. Ils sont fournis à titre indicatif seulement et ne doivent pas être considérés comme une recommandation d'achat d'un titre, une sollicitation ou un conseil en placement. Les prévisions ne sont pas garanties.

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MD} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par : **États-Unis** – MFS Investment Management; **Amérique latine** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. Aucune commission des valeurs mobilières ni aucun organisme de réglementation analogue au Canada n'ont passé en revue le présent document.

Veillez noter qu'en Europe et dans la région Asie-Pacifique, le présent document est réservé aux professionnels en placement et aux clients institutionnels.

Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse : Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MD}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER), au Royaume-Uni. **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) S.à.r.l. (MFS Lux), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels et qui est inscrite comme entreprise à responsabilité limitée et située au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/Nouvelle-Zélande** – MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs, et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la *Securities and Futures Ordinance* (« SFO »); **pour les investisseurs professionnels en Chine** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une entreprise chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon** – MFS Investment Management K.K. est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) No. 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*.