

# L'Investisseur

19 juillet 2022  
www.investisseur.be

## SPÉCIAL ÉTÉ

### Graphiques et données qui donnent à réfléchir

... et les replacer dans une perspective qui donne une direction



### QUATRE PILIERS

- ▶ 2 Le marché de l'immobilier s'essoufle  
L'accessibilité (financière) au plus bas niveau
- ▶ 3 Pic du taux d'emploi  
Faible confiance des consommateurs
- ▶ 4 Où va l'inflation?  
Peu d'options de couverture
- ▶ 5 Dettes publiques  
Augmentation des écarts de taux
- ▶ 6 Crash obligataire  
Marges des sociétés sous pression
- ▶ 7 Foire aux bestiaux  
Dans la seconde moitié du 'Bear Market'
- ▶ 8 Relativiser les valorisations passées

## Au purgatoire

Dans ce 'spécial été', nous vous proposons des graphiques qui font réfléchir. Les investisseurs sont désormais en plein purgatoire: une période d'incertitude quant à la direction à prendre. **Une reprise de la tendance haussière (paradis)? Ou une poursuite de la correction (enfer)?** Certains diront que nous avons déjà eu une correction majeure et que le moment d'acheter est devenu bien plus favorable. Dans une perspective à long terme, c'est certainement vrai. Et parce que les bourses devancent la réalité économique, les mauvaises nouvelles peuvent déjà être intégrées dans les cours.

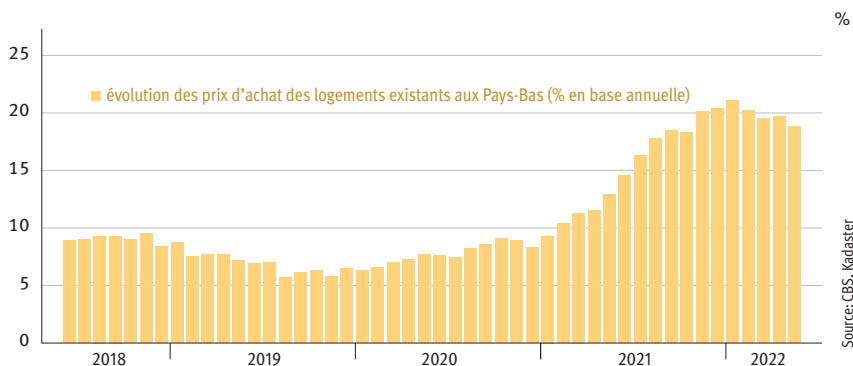
Le mouvement perpétuel d'une basse et haute conjoncture ne doit en effet pas faire peur. C'est même ancré dans la nature. **Mais le risque que les choses s'aggravent encore avant qu'elles ne s'améliorent à nouveau** reste élevé. Les excès (dans les deux sens) juste avant le passage à une nouvelle 'saison' peuvent parfois être brutaux. Et ainsi bouleverser un investisseur. Quelque chose de bon marché peut initialement devenir beaucoup moins cher, selon les concours des circonstances. **Ceux-ci peuvent inclure à la fois des aspects macro-économiques et psychologiques.** Le graphique de la psyché de l'investisseur à travers un cycle boursier (p. 7) est un classique. Le sentiment lui-même peut être influencé par des facteurs indépendants de

la volonté de quiconque. Le marché s'est réconcilié avec le fait que le conflit en Ukraine peut se poursuivre encore longtemps. Mais des facteurs techniques tels que les ventes 'obligatoires' ou automatiques par des fonds/algorithmes conduisent parfois à des **situations exceptionnelles. Où nous ne sommes pas (encore).** À première vue, les graphiques que nous vous montrons ont une tendance majoritairement pessimiste. Mais supposer que la fin de la correction est loin d'être en vue relève également de la pure spéculation. Le purgatoire des investisseurs, source d'incertitude. N'essayez pas de deviner à chaque fois quand la tendance s'inversera, c'est de la pure spéculation. Tenez compte de tous les scénarios, qui peuvent se présenter ! Et qu'il est possible de tirer quelque chose de bon dans chaque scénario. Contrairement au purgatoire biblique, un investisseur n'est pas définitivement condamné au paradis ou à l'enfer. La tendance à long terme des bourses est positive. Cette croyance est mise à l'épreuve entre-temps, mais **tôt ou tard, les bourses seront ramenées à cette longue moyenne haussière**, 'regression to the mean' dans le jargon technique. Ou encore: 'ne gaspillez pas une bonne crise'. Car après, il s'avère toujours que plus la crise est importante, plus les opportunités offertes sont grandes. Il faut être psychologiquement fort et se tenir à la stratégie établie.

## Le marché de l'immobilier s'essouffle

Outre le taux de chômage (voir p. 3), le marché immobilier est bien orienté. Mais on peut se demander combien de temps cela va durer? Les prix de l'immobilier s'envolent aux États-Unis et en Europe. Le graphique montre l'évolution des prix du marché immobilier néerlandais, avec de robustes augmentations de 5 à 10% par an au cours de la période 2018-2020. Depuis, on note même une accélération pour atteindre un pic de plus de 20% au tournant de cette année. Même image aux É.-U., où l'indice des prix immobiliers a connu une hausse assez modérée de 4,5% depuis janvier 1991. Mais depuis 2012, la hausse s'est élevée à une moyenne annuelle de 8%, avec là aussi une accélération ces dernières années. **Une forte accélération annonce souvent la fin d'une tendance. Plusieurs indicateurs (voir ci-dessous) sont rouges.** L'impact d'une baisse des prix immobiliers ne doit pas être sous-estimé. **En effet, le marché immobilier mondial est plus impor-**

### Le marché immobilier à son apogée



**tant que les marchés boursiers et obligataires réunis.** La chute des prix provoquerait des troubles. Non seulement pour les consommateurs, mais aussi pour ceux qui détiennent des dettes liées à cet immobilier. S'il s'agit d'emprunts hypothécaires à taux

variable, le risque de défauts de paiement augmente. Cela n'annonce pas nécessairement une répétition de la crise des 'subprimes' en 2007 qui a mené à la crise bancaire mondiale puis à la Grande Récession en 2009. **Mais il faut le garder à l'esprit.**

## L'accessibilité (financière) au plus bas niveau

Pour la plupart des gens, investir dans des maisons/appartements a une connotation positive. A l'exception de quelques interruptions de courte durée, le marché n'a cessé d'augmenter depuis des décennies, ce qui a entraîné une confiance à toute épreuve dans l'immobilier. Pourtant, il y a des raisons d'être prudent. En effet, 'l'abordabilité' atteint ses limites: pour un nombre croissant de personnes, il devient de plus en plus difficile d'acheter un logement et cela ne changera pas de sitôt. Trois facteurs sont importants pour pouvoir s'offrir un logement: le prix du logement, le taux et le revenu (disponible). Et ils ne présagent rien de bon.

► **Prix d'achat:** comme le montre le graphique ci-dessus, les prix des logements ont fortement augmenté ces dernières années. En particulier pour les jeunes qui veulent acheter leur premier logement, cela devient presque impossible.

► **Taux:** La baisse des taux a permis aux

### Indice d'accessibilité au logement aux États-Unis



gens d'emprunter de plus en plus d'argent pour un même remboursement mensuel lors de la dernière décennie. Maintenant que les taux hypothécaires sont à nouveau à la hausse, cette marge de manoeuvre financière se réduit sensiblement. Moins d'argent

peut être emprunté et donc dépensé.

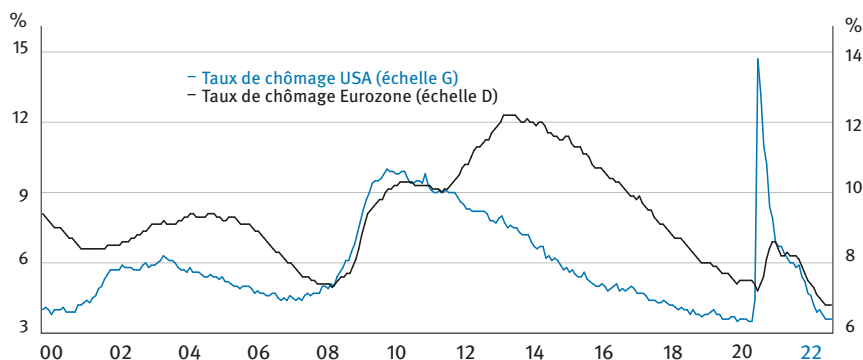
► **Revenus:** le revenu nominal résiste bien grâce au faible taux de chômage, mais le revenu réel est érodé par l'inflation. Moins d'occasions d'épargner et/ou de dépenser de l'argent pour rembourser un prêt.

## Pic du taux d'emploi

Un autre point fort (actuellement) est le taux de chômage historiquement bas. C'est important pour la confiance des consommateurs, déjà nerveuse en raison d'autres facteurs (voir ci-dessous). **Si des doutes surgissent quant au maintien de l'emploi, ce sera un facteur négatif supplémentaire pour la croissance économique.**

Jusqu'à récemment, il n'y a jamais eu autant d'emplois disponibles par demandeur d'emploi. Un marché du travail tendu, qui a permis aux employés d'avoir des exigences plus élevées. Et du coup, la hausse des coûts salariaux, en dehors de toute indexation automatique, a commencé à peser sur les marges bénéficiaires des entreprises. Ces sociétés sont également touchées par l'inflation générale des coûts, alors que la demande menace de faiblir. En conséquence, elles **chercheront de plus en plus à réduire leurs coûts**. Une organisation plus efficace, qui s'accompagne généralement de restructurations et de licenciements, est

### Un taux de chômage historiquement bas, mais...



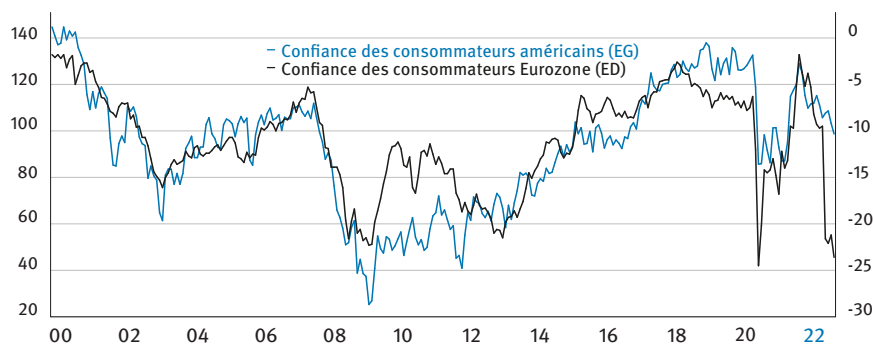
souvent le remède. Ce ne sera probablement pas différent cette fois-ci. Même des entreprises à forte croissance comme Tesla ont déjà annoncé des licenciements. Nous craignons que le **taux de chômage ne remonte à partir de ce niveau**, menaçant de détruire

l'un des piliers actuels de l'économie. On constate que lors des cycles (économiques) précédents, notamment au tournant du siècle (bulle technologique) et juste avant la crise bancaire, le chômage était tombé à son plus bas niveau.

## La confiance des consommateurs au plus bas

Malgré, pour l'instant, le niveau d'emploi encore élevé, la confiance des consommateurs a déjà beaucoup baissé. La forte envie de consommer, le désir de 'foncer faire des achats' après la période d'inactivité forcée durant le corona, s'est considérablement refroidie. Au départ, les consommateurs étaient contents de payer des prix plus élevés: c'était normal de payer, car on ne vit qu'une fois, n'est-ce pas? L'invasion de l'Ukraine par la Russie les fait de plus en plus changer d'avis. En effet, la réalité est que soudainement une part relativement importante des revenus doit être dépensée en gaz, électricité, essence/diesel, etc. De plus, les prix de la nourriture, cet autre besoin fondamental, fluctuent également de plus en plus. Comme les entreprises, **le consommateur moyen cherche des manières pour réduire les coûts**. Il ne gaspillera plus son argent, mais fera des choix bien réfléchis, dans un réflexe défensif. L'inflation l'appauvrit, non seulement en termes de pouvoir d'achat

### Les consommateurs perdent la confiance



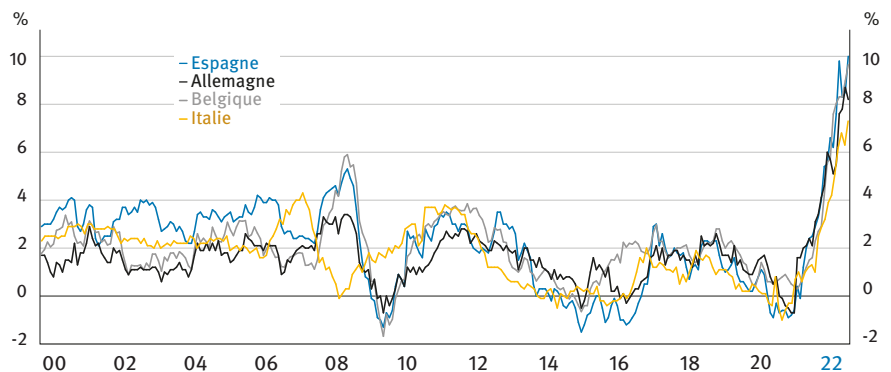
(revenus du ménage), mais aussi au niveau de ses économies accumulées. Un appauvrissement qui dure depuis de nombreuses années (car les taux d'intérêt sont depuis longtemps inférieurs à l'inflation), mais qui ne devient que maintenant

très visible. Sans surprise, les politiciens et les responsables monétaires font de **la lutte contre l'inflation une priorité**. C'est important pour rétablir la confiance. Sinon, il y a toujours un **risque de cercle vicieux**, où un facteur négatif renforce l'autre.

## Où va l'inflation?

L'inflation a grimpé en flèche. Les banques centrales luttent contre en relevant le taux directeur, et le ralentissement économique (nous supposons même une récession) a également un effet modérateur en raison de la faiblesse de la demande. C'est déjà visible dans les **cours des matières premières cycliques qui ont corrigé**, comme le cuivre. Il reste à voir quand le pic de l'inflation sera atteint et quand elle retombera à des niveaux plus bas. Cela arrivera sans doute un jour ou l'autre. Si le cours du pétrole reste à son niveau élevé actuel d'ici 8 mois, il n'y aura même plus d'augmentation des prix sur base annuelle, avec un effet curatif sur l'inflation. **Pourtant, nous ne voyons pas l'inflation faiblir rapidement.** Divers fabricants de produits alimentaires se battent avec les supermarchés pour répercuter leurs coûts plus élevés. Les rayons vides de certains produits montrent que cela ne se fait qu'avec parcimonie. **L'inflation différée** rendra, avec retard, le panier d'achat plus cher pendant

### Poussée de fièvre pour l'inflation



longtemps encore. Les sociétés verront aussi leurs coûts augmenter considérablement. En effet, les travailleurs exigent des salaires plus élevés pour protéger leur pouvoir d'achat. Ce qui se fera automatiquement début 2023 (surtout dans le secteur privé)

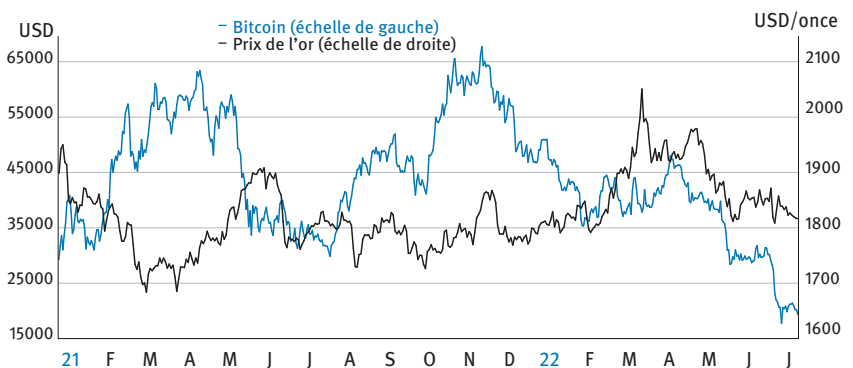
en Belgique. Des coûts sensiblement plus élevés qui doivent à nouveau être répercutés et qui, à nouveau, font grimper les prix. **Les excès se modéreront à un moment donné, mais une inflation élevée sera la nouvelle norme pendant un certain temps.**

## Peu de possibilités de couverture

Outre une érosion du pouvoir d'achat, l'inflation est aussi une sorte **d'impôt universel sur la fortune**. Tout le monde doit la subir. Il n'y a pas beaucoup de protection contre elle. Ces dernières années, les adeptes de l'altcoin ont fait valoir que leurs 'monnaies' digitales offraient une bonne couverture. Aucun bitcoin supplémentaire n'est imprimé, comme le font fréquemment les banques centrales pour la 'monnaie fiduciaire', disaient-ils. Or, ce sont les cryptos spéculatives comme le bitcoin qui ont explosé ces dernières années, grâce à cette politique monétaire ultra-accomodante. Maintenant, en raison de l'inflation, ces liquidités se tarissent. Et donc aussi les flux d'argent vers le bitcoin. **Pas une bonne couverture donc**, au contraire.

On attribue traditionnellement à l'or des qualités de protection contre l'inflation. Ce n'était certainement pas toujours le cas dans le passé. **La grande différence avec les cryptos est que l'or n'avait pas la cote ces**

### Le bitcoin et l'or ne sont pas des havres de sécurité



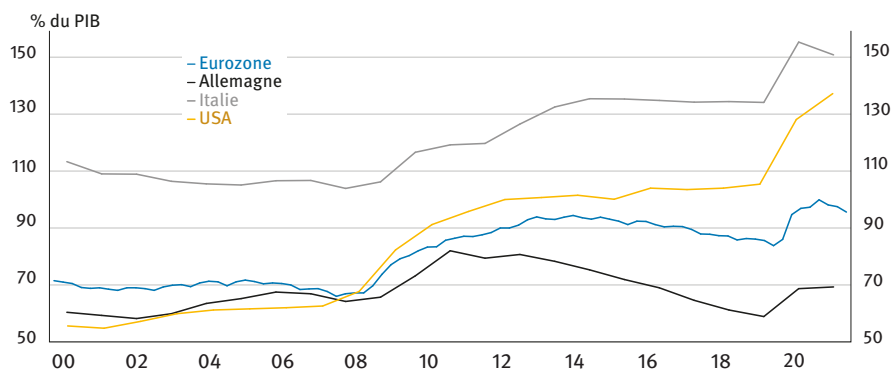
dernières années, et ne l'a toujours pas. Cela dit, l'or - du moins en EUR - est l'un des rares actifs à afficher un rendement positif cette année. Tôt ou tard, l'or sera redécouvert et 'branché'. Le marché de l'or est assez important, mais comme une grande partie est entre

des mains fixes (pays), le flottant est beaucoup plus petit. **Et de nouveaux flux d'argent vers le métal précieux peuvent provoquer de fortes hausses de cours.** Pour un poids approprié - du fait qu'il n'est pas encore 'branché' - une position dans l'or peut être prise.

## Retour au bord du gouffre

La crise bancaire de 2008 et la Grande Récession de 2009 ont coûté beaucoup d'argent aux gouvernements. La dette a augmenté, aboutissant à une crise de l'euro en Europe (2011). Un 'Grexit' n'a pu être évité que de justesse, grâce au 'whatever it takes' du président de la BCE de l'époque. Depuis, à l'exception de certains pays soucieux de leur budget comme l'Allemagne, la dette n'a fait qu'augmenter. La crise corona et maintenant la guerre en Ukraine étaient l'excuse parfaite pour faire taire les critiques. **L'illusion que la dette n'a pas d'importance aura tôt ou tard un effet boomerang sur les marchés** (voir aussi le graphique ci-dessous). Même si les taux sont bas, les dettes doivent être remboursées. De plus, ces taux - manipulés pendant des années - pourraient maintenant grimper pendant une période plus longue. **Il ne semble pas que ces dettes diminueront de sitôt.** Les gouvernements soutiennent le moral de la population avec, e.a., une baisse des taxes sur l'énergie

### Evolution des dettes publiques



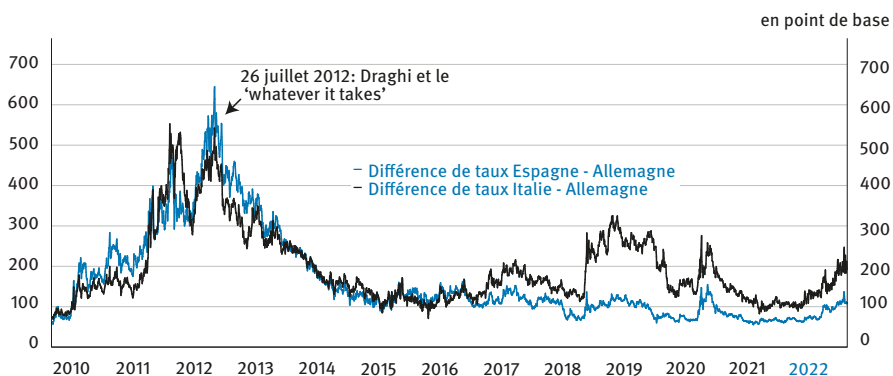
(=moins de revenus). La facture des retraites grimpe avec le vieillissement de la population, tandis que des initiatives telles que le Green Deal coûtent également cher. Sans parler des milliards qu'il faut dépenser pour ne plus être dépendant énergétiquement de

la Russie. Les gouvernements remarqueront aussi dans les années à venir que l'argent a un prix (intérêt), ce qui augmentera encore les coûts. Cela dit, la dette publique appartient... au peuple lui-même ! Cela se traduira par des impôts futurs...

## Augmentation des écarts de taux

Le 'whatever it takes' de Draghi a fait baisser la pression en 2012. En effet, un certain nombre de pays 'Club Med', surnommés, avec l'Irlande, les PIIGS (Portugal, Irlande, Italie, Grèce et Espagne), étaient sous le feu des spéculateurs qui visaient une implosion de la zone euro. Mais la crise de la dette a été évitée grâce à une Banque centrale européenne décisive. Les dettes de la plupart de ces pays (l'Irlande est bien mieux lotie) ont depuis encore augmenté. Ce sont eux qui ont le plus profité des programmes d'achat d'obligations de la BCE ces dernières années. **Il est logique qu'ils ressentent le revers de la médaille lorsque la présidente actuelle, Christine Lagarde, lève le pied de la pédale d'achat.** Les écarts de taux avec l'Allemagne se sont fortement creusés ces derniers mois, même si nous sommes encore loin des records d'il y a plus de dix ans. Lagarde est consciente qu'elle devra continuer à y prêter attention. Chaque pour cent d'intérêt supplémentaire sur une gigan-

### Elargissement de l'écart des taux en Europe



tesque montagne de dettes entraîne une forte augmentation des dépenses publiques, une situation insoutenable et **une source de volatilité future sur les marchés financiers.** De nouvelles manipulations ne peuvent y remédier que temporairement. L'émission

de véritables euro-obligations, où chaque pays est partiellement responsable des dettes qui sont émises, peut aider. Mais il n'est en aucun cas évident que les économistes allemands soient prêts à payer pour les États membres moins frugaux.

## Crash obligataire

Les plus anciens en bourse se souviendront de 1994. Cette année-là, la presse financière était remplie de rapports sur le 'krach obligataire'. Dans l'ensemble, les pertes étaient faibles par rapport à ce qui est arrivé aux marchés obligataires au 1er semestre 2022. Les taux longs ont augmenté rapidement, entraînant une baisse de la valeur des obligations existantes.

Important: ce sont les **taux nominaux** qui se sont envolés, alimentés par une inflation galopante. Les taux réels - à savoir les taux nominaux moins l'inflation - ont même atteint de nouveaux plateaux cette année. Il ne s'agit donc pas d'une hausse 'réelle', où il est payant d'épargner, au contraire.

Quelle sera la direction désormais? Plusieurs facteurs entrent en jeu. En principe, les intérêts sont une **récompense/compensation de l'inflation anticipée**. Si ces anticipations d'inflation s'atténuent, en raison d'une récession économique ou non, les taux pourraient alors baisser à nouveau. Si l'inflation

semble avoir atteint un niveau structurellement plus élevé, ce sera aussi le cas pour les taux longs. Les **banques centrales** jouent également un rôle crucial. Si elles poursuivent leur plan de réduction de leurs bilans obèses, elles vendront encore de grandes quantités d'obligations. Et provoqueront ainsi une baisse des cours obligataires et une hausse des taux. Le mouvement inverse de, plus ou moins, la dernière décennie. Les taux ont en tout cas été fortement manipulés à la baisse ces dernières années.

Après la très forte hausse, il ne serait pas illogique que les taux s'affaiblissent à nouveau. Mais ce serait aussi prématuré de conclure que la hausse est derrière nous, même après 30 ans de hausse. Ce n'est pas toujours une bonne nouvelle pour les marchés boursiers, mais **tout inconvenient à ses avantages**. L'argent gratuit a limité le besoin en fonds propres: moins d'IPO, plus d'acteurs de private equity profitant de la dette. Cela peut changer.

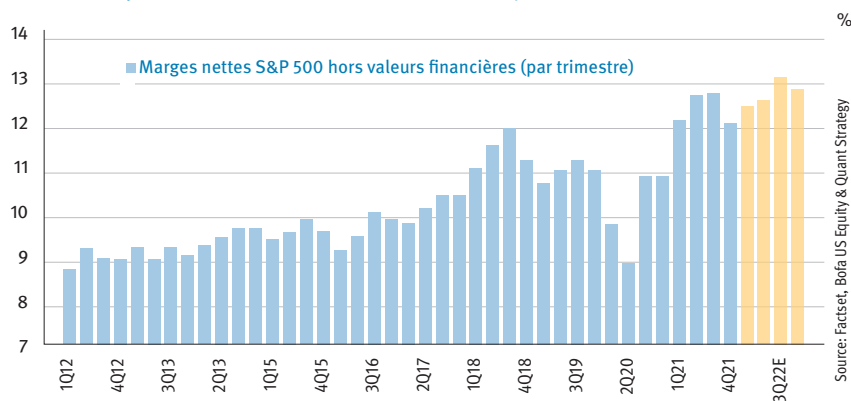
### BLOOMBERG US AGGREGATE

Année	Rendement	Année	Rendement
1977	+3,0%	2000	+11,6%
1978	+1,4%	2001	+8,4%
1979	+1,9%	2002	+10,3%
1980	+2,7%	2003	+4,1%
1981	+6,2%	2004	+4,3%
1982	+32,6%	2005	+2,4%
1983	+8,4%	2006	+4,3%
1984	+15,1%	2007	+7,0%
1985	+22,1%	2008	+5,2%
1986	+15,3%	2009	+5,9%
1987	+2,8%	2010	+6,5%
1988	+7,9%	2011	+7,8%
1989	+14,5%	2012	+4,2%
1990	+9,0%	2013	-2,0%
1991	+16,0%	2014	+6,0%
1992	+7,4%	2015	+0,6%
1993	+9,7%	2016	+8,7%
1994	-2,9%	2017	+3,5%
1995	+18,5%	2018	+0,0%
1996	+3,6%	2019	+8,7%
1997	+9,7%	2020	+7,5%
1998	+8,7%	2021	-1,5%
1999	-0,8%	2022 YTD	-9,8%

## Marges sous pression

Maintenant que la fin de l'argent gratuit dégonfle de nombreuses actions de croissance, **l'attention se porte à nouveau sur les cash-flows et les bénéfices** que les sociétés pourront générer dans le futur. Les investisseurs ayant souvent la mauvaise habitude **d'extrapoler les tendances passées pour l'avenir, les prévisions de bénéfices sont peut-être trop optimistes**. Les marges bénéficiaires sont en hausse depuis des années (graphique de l'évolution pour les sociétés du S&P500), avec une courte pause lors de l'année Covid en 2020. Un chiffre d'affaires en hausse donnait un effet de levier sur l'évolution des bénéfices, avec bien sûr un solide coup de pouce pour le cours des actions concernées. Vu l'augmentation des coûts de nombreuses matières premières, emballages et transports, ces **marges sont sous pression**. Les sociétés avec un nombre important d'employés souffrent aussi davantage des coûts salariaux plus élevés. Et ce que l'on oublie

### Les analystes tiennent encore compte de marges record



souvent, c'est que le prix de l'argent (intérêts) est aussi devenu plus cher et alourdit la facture totale. Les révisions à la baisse peuvent avoir un gros impact sur les cours. Certes, un investisseur doit estimer pour chacune des sociétés dans quelle mesure

cela se reflète déjà dans le cours. Mais en général, on peut dire que les attentes sont trop optimistes. Le grand danger (ou opportunité pour les chasseurs de bonnes affaires) est que cette tendance négative soit également extrapolée dans l'autre sens.

## Foire aux bestiaux

Les 'bear markets' sont définis par un repli d'au moins 20% par rapport au pic. Ils sont plutôt rares: pour l'indice américain S&P500, nous en sommes au numéro 23 depuis le grand krach de 1929. Jusqu'où celui-ci ira-t-il, à la fois en taille et en durée, reste à voir. Nous en sommes désormais au sixième mois, mais c'est encore bien en dessous de la moyenne. Le précédent marché baissier, celui de la crise corona, s'est terminé si rapidement que peu de gens lui ont attribué une connotation négative. **Cela a même stimulé le réflexe 'buy the dip' (acheter la baisse)**, qui a ensuite créé un marché haussier ('bullish') rarement vu. Si le malaise boursier actuel se prolonge, nous risquons de payer au prix fort ce réflexe. La nouvelle génération d'investisseurs risque de quitter la Bourse, découragée. Un danger qui permet à 'l'ours' de régner plus longtemps et plus férocement avant de retourner hiberner. Le **côté positif**: cela offrira des opportunités d'achat exceptionnelles.

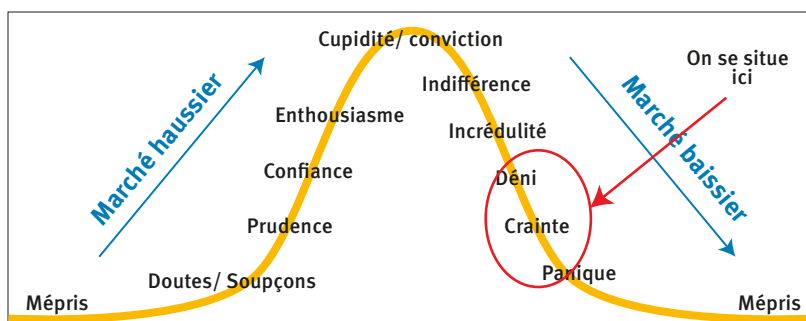
### BEAR MARKETS (BAISSE DE 20% DEPUIS LE PIC) S&P DE 1929 À AUJOURD'HUI

Période bear market	Durée bear market	Récessions	Durée récession (en mois)	S&P début	S&P fin	% baisse
01/2022 -	?	?	?	4819	3845	-20%
02/2020 - 03/2020	1	02/2020 - 05/2020	2	3394	2192	-35%
09/2018 - 12/2018	3			2941	2347	-20%
05/2011 - 10/2011	5			1371	1075	-22%
10/2007 - 03/2009	17	12/2007 - 06/2009	18	1576	667	-58%
03/2000 - 10/2002	31	03/2001 - 11/2001	8	1553	769	-51%
07/1998 - 10/1998	3			1191	923	-22%
07/1990 - 10 1990	3	06/1990 - 03/1991	8	370	295	-20%
08/1987 - 10/1987	2			338	216	-36%
11/1980 - 08/1982	22	07/1981 - 11/1982	16	142	102	-28%
09/1976 - 03/1978	18			109	86	-20%
01/1973 - 10/1974	21	11/1973 - 03/1975	16	122	61	-50%
12/1968 - 05/1970	17	12/1969 - 11/1970	11	109	69	-37%
02/1966 - 10/1966	8			95	72	-24%
12/961 - 06/1962	6			73	51	-29%
08/1956 - 10/1957	14	08/1957 - 04/1958	8	50	39	-21%
06/1948 - 06/1949	12	11/1948 - 10/1949	11	17	14	-21%
05/1946 - 05/1947	12			19	14	-28%
11/1938 - 05/1942	36			14	7	-46%
03/1937 - 03/1938	12	05/1937 - 06/1938	13	19	9	-54%
07/1933 - 03/1935	20			12	8	-34%
09/1932 - 02/1933	5	08/1929 - 03/1933	43	9	6	-41%
09/1929 - 06/1932	33	08/1929 - 03/1933	43	32	4	-86%
Moyenne des périodes	14					-36%

## Dans la seconde moitié du marché baissier

Les marchés haussiers et baissiers ont une évolution psychologique et répétitive typique. Ce n'est **pas quantifiable, mais c'est reconnaissable**. La première correction après le pic d'un cycle est généralement accueillie par les investisseurs comme une opportunité d'achat! Même une nouvelle baisse est considérée comme une opportunité de 'buy the dip'. Si les bourses continuent de baisser, c'est perçu avec incrédulité et certains placent encore des ordres d'achat. Mais ensuite, ça baisse encore plus: 'ce n'est pas possible!'. Mais si, et les marchés continuent de baisser... Les investisseurs commencent vraiment à avoir peur, car ils ne comprennent plus rien. La peur s'installe, d'autant plus que des **médias grand public** publient des rapports catastrophiques. Là, les 'gourous' prédisent bien pire: 'ça ne fait que commencer' et 'le système financier est sur le point de s'effondrer par effet domino'. **Une panique qui vire au mépris** de la bourse: nombreux sont ceux qui n'osent plus regarder

### Le sentiment de l'investisseur



leur compte, de peur de constater des pertes sanglantes. Il y a des querelles dans les ménages, parce que tant d'argent a été 'joué'. Avec la **promesse coûteuse** que cela ne leur arrivera plus jamais. De nombreux investisseurs peureux jettent l'éponge et

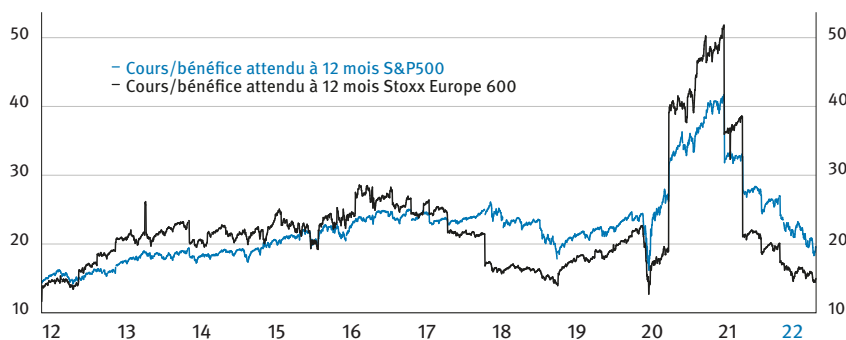
ventent... Après quoi le cycle du marché haussier peut recommencer. Où en sommes-nous? Difficile à dire, mais on estime **entre le moment de déni et de panique. La bonne nouvelle**: nous sommes déjà dans la seconde moitié du cycle baissier.

# Relativiser les valorisations passées

**L**e ratio C/B moyen des actions du S&P500 **est tombé bien en dessous des moyennes sur cinq et dix ans.** On ne peut en conclure aveuglément que les actions sont bon marché et qu'il est grand temps d'y investir pleinement. Les marchés américains ont déjà connu une forte correction, alors que les bénéfices (historiques) ont (pour l'instant) assez bien résisté. Ceci explique un C/B (bénéfice basé sur les 12 derniers mois) relativement faible. Toutefois, si l'économie américaine entre en récession, alors **les bénéfices pourraient être beaucoup plus faibles. Dans une récession moyenne, la baisse des bénéfices peut vite atteindre 35 à 40%. Et donc les ratios C/B semblent déjà bien moins attrayants, et ils dépassent à nouveau ces moyennes. Même sans récession, il n'est pas illogique que les bénéfices des entreprises soient sous pression.** La hausse des coûts des matières premières et des salaires entraîne une inflation des coûts, tandis que l'appétit d'achat des consommateurs s'est considérablement refroidi, entre autres en raison de la baisse du pouvoir d'achat. Les bénéfices réalisés à l'étranger par les entreprises américaines sont également érodés par la fermeté du dollar.

Il y a aussi le **facteur psychologique** en bourse. Si les bénéfices augmentent, les investisseurs sont (plus) rapidement prêts à payer un 'multiple' (C/B) plus élevé. En effet, on s'attend à ce que les choses évoluent de manière favorable et qu'elles surprennent positivement. A l'inverse, si la rentabilité est sous pression, l'incertitude règne quant

## Valorisations inférieures aux moyennes à long terme



à son ampleur. Les investisseurs ont alors tendance à prendre une marge de sécurité, et donc à payer un multiple plus faible. **Un multiple qui peut baisser (bien) en dessous des moyennes si nécessaire.** Jusqu'où, cela ne peut être vérifié que rétrospectivement. Mais avec ce raisonnement, il faut donc conclure que 'optiquement faible' n'est pas automatiquement synonyme de bon marché.

Le même raisonnement s'applique aux bourses européennes, à la différence que ces dernières semblent encore moins chères en termes de C/B. En revanche, c'est **presque une constante que Wall Street est relativement plus chère.** C'est surtout dû à la composition. De nombreuses sociétés technologiques intéressantes cotées à Wall Street n'ont pas d'équivalent en Europe. Des sociétés de croissance qui ont logiquement

une valorisation plus élevée, avec un impact au niveau des indices. C'est pourquoi les marchés boursiers américains - même si la tendance des cours est encore baissière à court terme - restent intéressants en tant que marché pour faire du shopping. Sans négliger les perles européennes pour autant...

C'est donc une histoire à double sens. Dans le **contexte géopolitique** actuel, le marché américain reste relativement mieux protégé contre une éventuelle escalade de la guerre en Europe. Non seulement les sociétés européennes en souffriraient davantage commercialement. Les entreprises américaines profitent également d'une **meilleure autonomie en énergie et en matières premières.** Une résolution rapide du conflit mènerait à son tour à davantage d'argent affluant vers les actions européennes.

### CONSEILS LECTEURS

Ligne Conseils: 078/15 00 07

(Le mercredi, de 9h00 à 12h00)

Ayez votre n° d'abonné sous la main.

E-mail: [questions@investisseur.be](mailto:questions@investisseur.be)

[www.investisseur.be](http://www.investisseur.be)

37e année, hebdomadaire

ISSN1375-3312

Bureau de dépôt : Gent X

Numéro d'agrément: P911987

©L'Investisseur – adresse de correspondance:  
Avenue du Port 86 C, B 309, 1000 Bruxelles

### RÉDACTION

Rédacteur et chef: Gert Bakelants (@GertBakelants)

Rédacteurs et chef adjoints: Frank De Mol (@FrankDeMol1), Geert Smet (@GeertSmet1975)

Analystes financiers et collaborateurs fixes:

Marc Brems (@MarcBrems), Youry Huygen, Simon Renty, Kévin Jacobs.

Marketing: David Kronfeld, Chantal Janssens

Editeur responsable: Peter Quaghebeur,  
p.a. Avenue du Port 86 C, B 309, 1000 Bruxelles

### ADMINISTRATION ET ABONNEMENTS

Uniquement par abonnement.

Pour nos formules d'abonnement, consultez [investisseur.be/abonnement](http://investisseur.be/abonnement)

### ACTIVER VOTRE COMPTE EN LIGNE?

Allez sur [investisseur.be](http://investisseur.be) > cliquez sur 'Se connecter'  
Encodez votre adresse e-mail et votre mot de passe.

Vous ne vous êtes jamais connecté ou vous avez d'autres questions concernant votre abonnement? Envoyez-nous un e-mail ou contactez-nous.

Tél: 0800 55 050  
(tous les jours ouvrables de 8h à 16h  
et le samedi de 8h à 12h)

E-mail: [abo@investisseur.be](mailto:abo@investisseur.be)

© Mediafin SA, 2022, tous droits réservés. L'information dispensée repose sur des sources fiables et sur une analyse rigoureuse.

\*L'Investisseur n'est en aucun cas responsable de toute décision, pertes ou manques à gagner de l'utilisateur consécutive à l'information fournie. Les informations contenues ne peuvent en aucun cas être publiées, réutilisées ou rééditées, sous quelque forme que ce soit sans l'accord écrit préalable de son éditeur. Nos conditions générales, imprimées sur le dos de nos factures, sont disponibles par simple lettre à l'adresse de correspondance.