

Valorisations actuelles des marchés : bulle spéculative ou nouvel équilibre ?

Les perspectives de rendement à long terme des placements financiers dépendent dans une large mesure de leur valorisation. Des valorisations élevées signifient des rendements attendus faibles et vice versa. Durant les années qui ont suivi la crise financière de 2008 et depuis l'émergence de la pandémie de Covid-19 en particulier, les valorisations ont considérablement augmenté, toutes classes d'actifs confondues. Des niveaux aussi élevés laissent supposer que les actions et les obligations offriront au cours des prochaines années des rendements nettement inférieurs à ceux servis dans le passé.

Effets sur les rendements ajustés du risque

Les avis divergent quant aux raisons pour lesquelles les actions et les obligations se sont autant appréciées ces dernières années : certains estiment que ce sont les banques centrales qui alimentent la hausse artificielle des valorisations avec leurs interventions sur les marchés financiers. D'autres jugent que des forces non monétaires durables, hors du contrôle des autorités monétaires, sont à l'origine de cette appréciation.

Pour les investisseurs, cette question est bien plus importante qu'il n'y paraît de prime abord. Si les prix sont poussés bien au-delà de leur juste valeur d'équilibre par la politique monétaire, il faut s'attendre à une dynamique des prix différente de celle que l'on observe si les justes valeurs augmentent elles-mêmes dans le cadre d'un processus d'équilibre. Les perspectives de rendement sont certes modérées dans les deux cas, mais le risque d'une bulle spéculative et de violentes corrections de cours est sensiblement plus marqué dans le premier cas, ce qui explique des rendements corrigés du risque plus faibles.

Le taux d'intérêt réel d'équilibre au cœur des débats

La juste valeur des actions est déterminée par le taux d'intérêt réel à long terme utilisé pour actualiser les bénéfices futurs des entreprises. Si ce taux diminue, la juste valeur des actions augmente. Les discussions académiques en cours tournent ainsi autour de la question de savoir où se situe actuellement le taux d'intérêt réel d'équilibre (r^*), à savoir le taux qui assure l'équilibre entre l'offre d'épargne et la demande d'investissement dans une économie.

La faiblesse des taux d'intérêt réels est-elle due à la politique monétaire expansive ?

Durant ces dernières décennies, le niveau des taux d'intérêt réels a fortement baissé (cf. graphique). Étant donné que ce recul n'a pas été accompagné d'une tendance haussière de

l'inflation, la politique monétaire extrêmement accommodante menée par les principales banques centrales ne peut guère en être la cause. Les nombreuses analyses empiriques qui s'intéressent aux changements démographiques et au progrès technologique donnent en revanche une image plus plausible de la situation.

D'une part, les pays industrialisés connaissent aujourd'hui de rapides changements démographiques. En raison de l'allongement de l'espérance de vie et de la baisse des taux de natalité, la proportion de personnes âgées de plus de 65 ans a progressé dans la population, passant de 8 % en 1950 à 19 % actuellement. Elle devrait atteindre 30 % d'ici la fin du 21^e siècle. Étant donné que le capital de rente nécessaire à la retraite augmente parallèlement à l'espérance de vie, le vieillissement de la population a entraîné dans le monde entier une hausse sensible de la propension à l'épargne. D'autre part, la demande de capitaux d'investissement n'a cessé de diminuer. Dans un contexte marqué par la numérisation croissante et le passage d'une société industrielle à une société de services, les entreprises ont en effet besoin de moins de capitaux.

Les premiers essais visant à quantifier r^* pour les États-Unis ont été menés par Laubach et Williams¹⁾ en 2001. Ils ont décomposé r^* en une composante basée sur la croissance réelle et une autre incluant tous les autres facteurs. Cette deuxième composante, qui reflète les facteurs structurels précités, a une influence nettement plus forte sur r^* . De nombreux éléments laissent donc supposer que la hausse des valorisations traduit un processus d'équilibre : l'augmentation de l'offre d'épargne et le recul de la demande d'investissements ont entraîné une baisse du taux d'équilibre.

Un revirement de tendance est-il en vue ?

Comment ces facteurs structurels vont-ils évoluer ? Faut-il s'attendre, à plus long terme, à un revirement de tendance pour r^* ? Dans un livre de Goodhart et Pradhan²⁾ paru récemment, les spécialistes annoncent pour les prochaines années la fin de l'épargne excédentaire et donc un gros revirement sur le front des taux. La part de l'épargne devrait fortement reculer dès que les baby-boomers auront atteint l'âge de la retraite et qu'ils seront ainsi entrés dans la dernière partie de leur vie marquée par d'importantes dépenses de santé.

Cette conclusion est toutefois remise en question par une étude récente³⁾. Celle-ci évalue pour chaque classe d'âge le

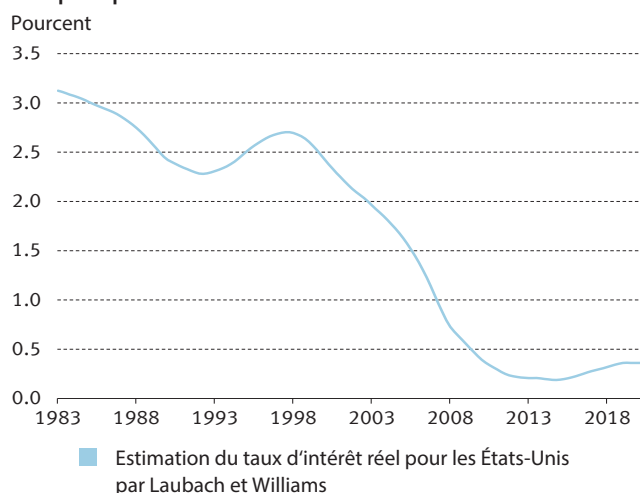
capital épargné et établit sur cette base une prévision concernant le capital des générations futures qui reste à épargner. L'allongement de l'espérance de vie joue à cet égard un rôle important, et donc qu'une période de retraite de plus en plus longue doit être financée. Cette étude prévoit un nouveau repli ou, dans le meilleur des cas, une stagnation des taux réels globaux.

Compte tenu de la persistance du faible niveau des taux d'intérêt réels observé au Japon malgré une diminution constante de la population en âge de travailler et la proportion croissante de retraités, la deuxième approche de modélisation semble plus adéquate. Outre la question de l'épargne globale, il faut également tenir compte de la baisse de l'activité d'investissement dans une économie vieillissante et à faible croissance. À la lumière de ces considérations, les valorisations actuelles des marchés d'actions semblent davantage refléter un « renchérissement équilibré » que la plus grosse bulle spéculative de tous les temps.

Bibliographie :

- 1) Laubach, T. and John C Williams, J. C. (2021): „Measuring the Natural Rate of Interest“, Board of Governors of the Federal Reserve System
- 2) Goodhart, C. and Pradhan, M. (2020): „The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning equality and an Inflation Revival“, Palgrave MacMillan
- 3) Lisack, N., Sajedi, R. and Thwaites, G. (2019): „Population Ageing and the Macroeconomy“, Banque de France Working Paper Series no. 745

Graphique:



Les cours utilisés dans notre analyse sont les cours de clôture de la période examinée. Les chiffres sur lesquels se basent nos modèles d'évaluation sont des estimations qui se rapportent à des dates précises et qui, à ce titre, comprennent des risques. Ils peuvent être modifiés à tout moment sans avis préalable. L'utilisation de modèles d'évaluation n'exclut pas le risque de ne pouvoir faire d'estimations justes sur une période de placement déterminée. L'évolution des cours est influencée par un nombre incalculable de facteurs. Des changements imprévisibles peuvent résulter, par exemple, de développements technologiques, d'activités affectant l'ensemble de la conjoncture, de fluctuations des taux de change ou de modifications des valeurs sociales. Notre exposé des méthodes d'évaluation et des facteurs de risque ne prétend pas être exhaustif. Ce document sert à des fins d'informations et de publicité.

Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Boîte postale | 4002 Bâle | Suisse
Téléphone +41 61 286 66 66
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Votre patrimoine, notre responsabilité.

© Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers