

● Le thème de la semaine : Le PER de Shiller : États-Unis et Europe

- Le plongeon des bourses a donné lieu à un débat. Alors que les PER observés se sont effondrés, la question se concentre sur le fait que ces PER sont faussés par des BPA excessivement élevés et donc portés à corriger à la baisse ;
- Le PER de Shiller est souvent dévoyé. Son niveau actuellement est cohérent avec une performance des bourses sur la décennie à venir qui reste plus qu'honorable – de l'ordre de 6 % par an ;
- L'application de la méthodologie à l'Europe donne un signal similairement neutre, avec une performance des bourses à espérer proche de la tendance de long terme.

● La revue des marchés : Panique à Londres

- Le mini-budget britannique déclenche une tempête financière ;
- La BoE intervient face aux ventes de Gilts des fonds de pension ;
- Nouvelles tensions sur les spreads, à l'exception des souverains ;
- Les actions américaines plongent de 3 %.

● Le graphique de la semaine



La hausse des taux n'est qu'une partie de l'histoire de resserrement monétaire. Une des conséquences est aussi la baisse de la masse monétaire qui est très marquée pour le G3, les trois pays principaux.

Cette baisse de la liquidité disponible est aussi une des raisons des difficultés des actifs risqués.

● Le chiffre de la semaine

164

Source : Ostrum AM

En points de base, la hausse du 30 ans britannique entre le 22 et le 28 septembre (3,49 % à 5,13 % en cours de séance).

Le budget de Mme Truss n'a pas tellement été apprécié par les marchés.



Stéphane Déo

Directeur stratégie marchés
stephane.deo@ostrum.com



Axel Botte

Stratégiste international
axel.botte@ostrum.com



Zouhoure Bousbih

Stratégiste pays émergents
Zouhoure.bousbih@ostrum.com



Aline Goupil-Raguénès

Stratégiste pays développés
aline.goupil-raguenes@ostrum.com

● **Thème de la semaine**

Le PER de Shiller : États-Unis et Europe

Le plongeon des bourses a donné lieu à un débat. Alors que les PER observés se sont effondrés, la question se concentre sur le fait que ces PER sont faussés par des BPA excessivement élevés et donc portés à corriger à la baisse. Si c'était le cas, le faible niveau des PER observés ne serait qu'un miroir aux alouettes. Les valorisations de long terme, type PER de Shiller ou CAPE peuvent apporter des éléments de réponse.

Ce que dit Shiller

Commençons par une petite présentation. Robert Shiller est un économiste de l'Université de Yale ; il a obtenu le prix Nobel en 2013.

Il est connu, entre autres, pour un livre publié en décembre 2000 intitulé « L'exubérance irrationnelle ». Il y introduisait une nouvelle forme de valorisation des actions, devenue le « PER de Shiller ». La méthode est simple : au lieu de prendre le ratio entre le cours d'une action et les bénéfices par actions (BPA), on prend le ratio entre le cours et le niveau moyen des bénéfices sur les dix dernières années (ajusté pour l'inflation). L'intuition est qu'une moyenne sur une décennie permet d'évacuer les mouvements cycliques extrêmes, profits anormalement élevés au pic du cycle, ou anormalement bas pendant les récessions.

Ainsi, le PER de Shiller est aussi appelé « PER ajusté du cycle » (CAPE en anglais pour Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio).

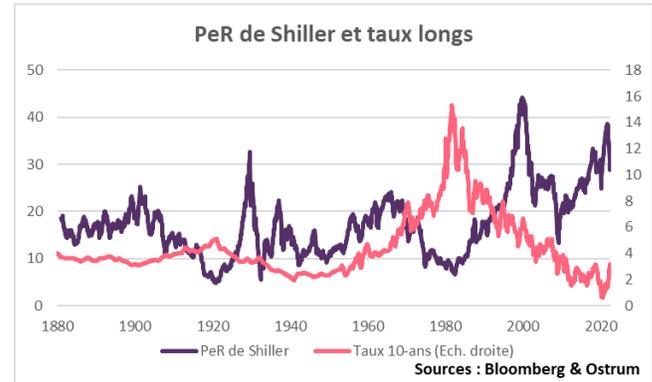
Le succès de cette méthodologie tient au fait qu'elle était présentée dans le livre mentionné plus haut avec la conclusion que la bulle internet de la fin des années 1990 allait exploser. Ce qui s'est effectivement passé quelques mois après la publication.

Niveau actuel

Shiller met à disposition ses données qui remontent à 1871 sur le marché américain, (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>). Un siècle et demi de données, un rêve pour tout économiste.

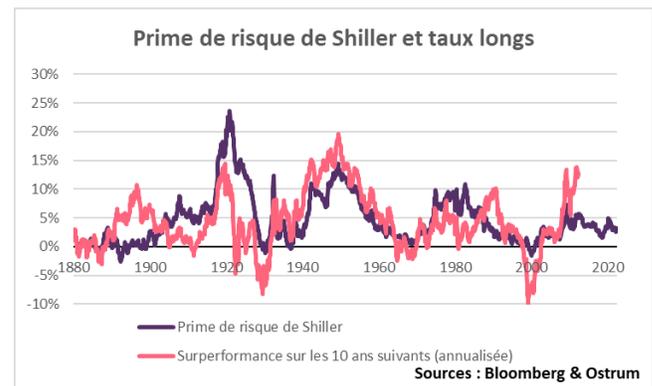
Le graphique ci-dessous montre l'évolution du PER de Shiller. Le record a été atteint à 44,2 fois en décembre 2000,

juste avant l'explosion de la bulle dot-com. L'indice était à 38,6 fois en novembre l'année dernière, ce qui a fait craindre à beaucoup de commentateurs qu'une nouvelle bulle soit sur le point d'éclater, et effectivement, les bourses ont très largement corrigé. Le PER de Shiller est maintenant à un niveau un peu plus raisonnable de 28,9 fois. C'est toujours très haut !



PER, earning yield et prime de risque actions

Sauf que tout ceci n'est pas vraiment le message de Shiller. Dans la base de données qu'il fournit, vous trouverez le graphique ci-dessus, amplement reproduit par nombre de commentateurs. Mais il y a aussi un autre graphique, lorsque l'on cherche bien, qui donne une histoire bien différente. Le voici :



La prime de risque de Shiller est calculée d'abord en prenant l'inverse du PER, ce qui permet d'obtenir le rendement des bénéfices, puis en lui enlevant le taux d'intérêt réel. C'est donc la prime de risque actions : la rentabilité additionnelle demandée par le marché actions au-dessus du taux sans risque. En anglais, le « Excess CAPE Yield »

Ce qui est intéressant, comme le montre le même graphique, c'est que cette prime de risque est très bien corrélée avec la surperformance des actions sur la décennie suivante. Par surperformance, on entend la différence entre la performance des actions sur les dix années suivantes moins la performance d'un portefeuille obligataire.

En janvier 2000, la prime de risque calculée de la sorte était négative, - 1,52 %, les investisseurs étaient mieux payés sur un taux sans risque que sur les actions. Un comble ! Et, effectivement, un signe de survalorisation massif. On connaît la suite.

Si on regarde le passé proche, le message devient très différent. La prime de risque de Shiller reste élevée. Certes le rendement des bénéfices est bas - 3,46 % en juillet 2022, la dernière date disponible. Mais les taux réels sont aussi très bas, ce qui donne une prime de risque de 3,13 %.

Le graphique ci-dessus suggère donc que, sur la décennie à venir, la rentabilité moyenne annuelle des actions sera de 3,46 %, plus le taux d'intérêt, 2,88 % soit un total de 6,34 %. Rien d'extraordinaire, mais pas mal. Sur 10 ans cela fait plus de 79 % de performance.

Le PER de Shiller est en fait « bullish » actions, modérément certes, mais indiscutablement « bullish ».

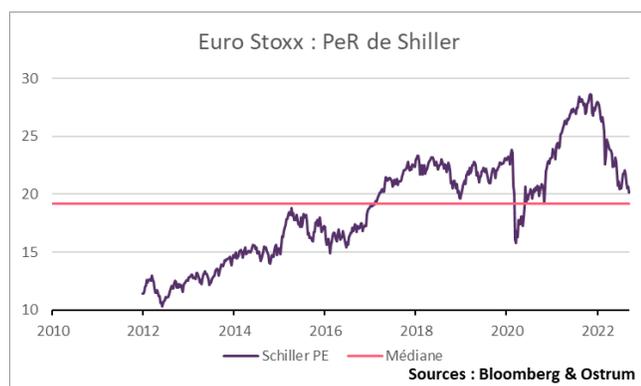
Et l'Europe ?

PER de Shiller

Il est de coutume de regarder le PER de Shiller et d'en conclure que le marché européen est cher ou pas. Sauf que, bien entendu, la valorisation du marché européen n'est pas toujours celle du S&P, loin s'en faut.

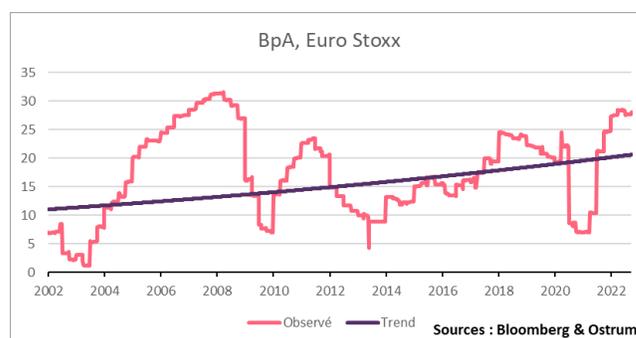
Nous avons donc décidé d'appliquer la méthode à l'Euro Stoxx. Notre problème est que nous avons besoin de la moyenne des BPA sur dix ans et que les données dont nous disposons commencent en 2002, nos données sur le PER de Shiller ne commencent donc qu'en 2012. Nous avons une décennie de résultat, bien loin du siècle et demi de Shiller.

Résultat : on est très proche de la médiane. Pas de signe de survalorisation de ce point de vue.

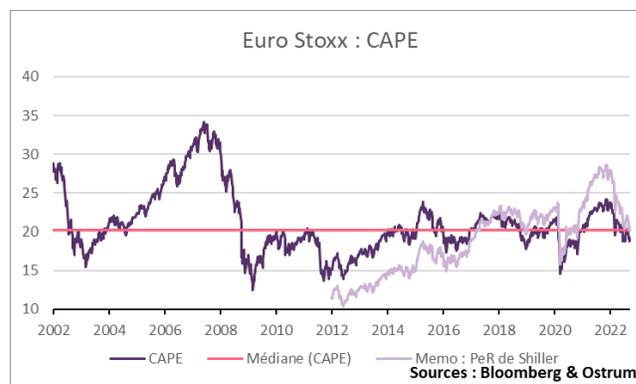


CAPE

Il existe une autre méthode pour s'affranchir des variations cycliques des bénéfices. L'idée est d'utiliser, non les BPA, mais leur tendance de long terme. Sur le graphique suivant, l'évolution des BPA est en rose, leur tendance, estimée économétriquement est en violet. Ce sont ces derniers chiffres que nous utilisons. L'avantage est que l'on dispose alors de données depuis 2002 ; nous avons gagné une décennie.



Le résultat est finalement assez proche du PER de Shiller, comme le montre le graphique ci-dessous. Et avec deux décennies de données, notre CAPE est actuellement en dessous de sa médiane de long terme. Là non plus, pas de signe de survalorisation.



Conclusion

Le PER de Shiller est souvent dévoyé. Son niveau actuellement est cohérent avec une performance des bourses sur la décennie à venir qui reste plus qu'honorable, de l'ordre de 6 % par an. L'application de la méthodologie à l'Europe donne un signal similairement neutre avec une performance des bourses à espérer proche de la tendance de long terme.

Stéphane Déo

• La revue des marchés

Panique à Londres

Le réveil des bond vigilantes force une intervention d'urgence de la BoE

La promesse d'une Singapour sur la Tamise a tourné court, et Londres prend des allures de Buenos Aires. Les baisses d'impôt non financées défendues par la Première ministre Liz Truss relèvent de l'irresponsabilité fiscale, alors que l'inflation britannique tutoie les 10 % et que le pays est en proie aux grèves. La BoE, qui avait opté pour 50 pb seulement, va devoir relever les taux par pas de 100 pb si le gouvernement ne revoit pas sa copie. Dans l'intervalle, la BoE se trouve contrainte de stabiliser le marché du Gilt chahuté par une volatilité phénoménale, avec des mouvements journaliers de plus 50 pb sur le 30 ans. La réduction du bilan est reportée d'un mois et une enveloppe de 65 Mds £ d'achats de Gilts, disponible pendant 13 jours, a été annoncée. La balle est dans le camp du gouvernement Truss sous le feu des critiques du FMI, de la Fed et des agences de notation. La volatilité du Gilt s'est répercutée sur les principaux marchés de taux (T-note à 4 % au plus haut, Bund à 2,3 %) faisant plonger les indices boursiers et s'écarter les primes de risque de crédit. La Livre semble anticiper une sortie de crise en fin de semaine, mais les déficits jumeaux forment un cocktail détonnant pour la devise britannique. À l'instar de la Fed, la BCE, consciente des risques d'instabilité financière, maintient le cap du resserrement monétaire. Les points morts d'inflation témoignent de la crédibilité de cet engagement. Les anticipations d'inflation à 10 ans perdent 20 pb sur une semaine.

Le *policy mix* britannique irresponsable a donc déclenché une tempête financière. L'absence de chiffrage précis du déficit public, induit par les baisses d'impôts centrées sur les tranches supérieures ou le plafonnement des prix de l'électricité, est révélatrice de la dominance budgétaire qui continue de prévaloir dans les esprits des gouvernements. Il manquerait 45 Mds £ au bas mot. La hausse de taux de la BoE, limitée à 50 pb, a semble-t-il été interprétée comme favorable à cette fuite en avant. Cela aura eu le don de réveiller les réflexes des *bond vigilantes* anesthésiés par les années d'assouplissement quantitatif. Le 30 ans britannique s'est envolé de 150 pb en dix jours, la panique sur le Gilt étant, en retour, alimentée par les ventes de fonds de pension pour faire face aux appels de marge sur leurs positions en dérivés de taux. Ces dépôts se chiffrent en centaines de millions de livres. Dès lors, l'intervention de la BoE (65 Mds £ au maximum) pour stabiliser le marché paraît surdimensionnée. De fait, la Banque centrale n'a racheté qu'un milliard de Sterling par jour au lieu des cinq prévus. S'il s'agit d'un problème de liquidité, une assurance sur le marché du repo aurait dû suffire à stabiliser les taux à long terme (en limitant les ventes panique). Cela peut paraître contre-intuitif pour des marchés dopés à la liquidité, mais la stabilité requiert des taux plus élevés. D'après ses dernières déclarations, la BCE semble l'avoir intégré et l'inflation à

10 % en septembre ne lui laisse guère d'alternatives.

La volatilité des taux s'est répercutée partout. Le biais restrictif entretenu par les discours des membres de la Fed avait tendu le T-note vers un sommet à 4 % avant que le QE « temporaire » de la BoE ne rebatte les cartes. Le 10 ans américain termine la semaine autour de 3,70 %. L'inflation, encore trop élevée (4,9 % sur l'indice core PCE), requiert la poursuite du resserrement, ce qui entretient la dynamique d'aplatissement de la courbe des taux. La hausse des taux hypothécaires (6,7 % à 30 ans) maintient une pression haussière sur les spreads des MBS. Le Bund présente le même schéma, avec un sommet vers 2,30 % et un retour sous 2,10 % en fin de semaine. On observe aussi une détente du Schatz (sous 1,80 %) qui semble attribuable au regain de tensions sur les swap spreads. Le swap spread à 10 ans s'est rapproché du seuil de 100 pb. La BCE n'a pas réussi à résoudre le phénomène de pénurie de collatéral. D'autres mesures sont à prévoir avant le resserrement quantitatif, que Christine Lagarde ne semble envisager qu'après la « normalisation » des taux. La stabilité relative des spreads souverains (BTP italiens entre 240 pb et 250 pb) traduit probablement les réinvestissements des tombées du PEPP de la BCE. Les adjudications italiennes ont rencontré une demande satisfaisante.

La semaine s'est révélée très difficile sur les marchés du crédit. Les spreads sur l'investment grade européen se sont écartés de plus de 20 pb à 224 pb contre Bund. Il s'agit des niveaux les plus larges de 2022. L'iTraxx IG s'échange autour de 135 pb. Le retour à un calme précaire sur les marchés de taux a néanmoins permis une détente des spreads en fin de semaine. Les primes à l'émission élevées en septembre ont quelque peu amorti la baisse du marché secondaire. Les trois-quarts des nouvelles émissions non-financières de septembre se sont resserrés depuis leur lancement. La proportion de resserrement est bien moindre pour le secteur financier où les dettes financières subordonnées subissent la tendance à l'écartement. Quelques signaux inquiétants émanent des marchés de prêts bancaires et des CLOs, aux États-Unis comme en Europe. Cela permet de faire le lien avec le marché du high yield toujours privé de primaire. Les remboursements font face aux sorties de capitaux des fonds investis sur le marché du high yield, mais les rachats de protection sur le Crossover pèsent désormais sur les spreads obligataires.

Les actions restent très sensibles aux taux, qui continuent de dicter la tendance. Les indices américains plongent de 3 % sur la semaine, alors que les regards vont bientôt se tourner vers la saison des résultats. La résilience des marges aux États-Unis pourrait finir par s'effriter en raison du dollar fort et des pressions sur les coûts. En Europe, la remontée de l'euro concomitante avec celle des indices indique peut-être une amélioration du sentiment envers les actions européennes. Les flux vendeurs semblent moins intenses en septembre, mais la capitulation n'est jamais loin.

Axel Botte

Stratégiste international

● Marchés financiers

Emprunts d'Etats	3-oct.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Bunds 2a	1.62%	-33	+52	+224
EUR Bunds 10a	1.92%	-19	+40	+210
EUR Bunds 2s10s	29.3bp	+14	-12	-14
USD Treasuries 2a	4.06%	-28	+67	+333
USD Treasuries 10a	3.61%	-31	+42	+210
USD Treasuries 2s10s	-45.3bp	-2	-25	-123
GBP Gilt 10a	3.92%	-32	+100	+295
JPY JGB 10a	0.25%	-1	+11	-3
EUR Spreads Souverains (10a)	3-oct.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
France	59.98bp	+0	-1	+22
Italie	233.04bp	-11	-7	+98
Espagne	116.52bp	-1	-1	+42
Inflation Points-morts (10a)	3-oct.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR 10a Inflation Swap	2.28%	-30	-23	+22
USD 10a Inflation Swap	2.37%	-17	-35	-41
GBP 10y Inflation Swap	4.33%	+14	-15	+15
EUR Indices Crédit	3-oct.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
EUR Credit IG OAS	225bp	+21	+27	+130
EUR Agences OAS	92bp	+6	+4	+43
EUR Obligations sécurisées OAS	111bp	+6	+2	+65
EUR High Yield Pan-européen OAS	631bp	+63	+82	+313
EUR/USD Indices CDS 5a	3-oct.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
iTraxx IG	133bp	0	+15	+85
iTraxx Crossover	630bp	-21	+50	+388
CDX IG	104bp	-3	+12	+55
CDX High Yield	591bp	+12	+62	+298
Marchés émergents	3-oct.-22	-1sem (pb)	-1m(pb)	2022 (bp)
USD JPM EMBI Global Div. Spread	559bp	+42	+59	+191
Devises	3-oct.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
EUR/USD	\$0.981	2.113	-1.178	-13.7
GBP/USD	\$1.127	5.417	-2.162	-16.7
USD/JPY	JPY 145	0.159	-2.712	-20.4
Matières Premières	3-oct.-22	-1sem (\$)	-1m(\$)	2022 (%)
Brent	\$88.8	\$5.9	-\$3.1	20.99522836
Or	\$1 686.8	\$64.5	-\$23.6	-7.7837
Indices Actions	3-oct.-22	-1sem (%)	-1m(%)	2022 (%)
S&P 500	3 659	0.12	-6.75	-23.2
EuroStoxx 50	3 340	-0.07	-5.76	-22.3
CAC 40	5 785	0.27	-6.21	-19.1
Nikkei 225	26 216	-0.82	-5.19	-8.9
Shanghai Composite	3 024	-2.07	-5.09	-16.9
VIX - Volatilité implicite	30.04	-6.88	17.94	74.4

Source: Bloomberg, Ostrum AM

Mentions légales

Ostrum Asset Management

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-1800014 du 7 août 2018. Société anonyme au capital de 48 518 602 € – 525 192 753 RCS Paris – TVA : FR 93 525 192 753. Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – www.ostrum.com

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé (s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Achevé de rédiger le ...03/10/2022

Natixis Investment Managers

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Louizalaan 120 Avenue Louise, 1000 Brussel/Bruxelles, Belgium.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com