

N°32 – 11 mars 2016

2000 points ! Le S&P500 a été capable de revenir vers ce seuil auquel plus personne ne croyait il y un mois. Est-ce l'hirondelle qui ferait le printemps ?



UNE NOUVELLE FENETRE DE VENTE



Le rebond a été significatif. De 10% à 15% pour les grands indices. Bien plus pour les secteurs précédemment délaissés. Les 150 meilleures valeurs parmi le S&P 1500 (indice regroupant les large, mid et small caps) ont progressé de 56% depuis les plus bas du 11 février. Il s'agit principalement de valeurs cycliques. Les investisseurs « value » ont fait leurs courses. La hausse ne s'est pas limitée à des rachats de short sur des titres précédemment massacrés. Des secteurs clés comme les financières, la technologie ou la consommation cyclique se sont bien comportés. Les spreads se sont resserrés tant sur les corporate high yield que sur les pays émergents.

La reprise récente est-elle l'hirondelle qui annoncerait le printemps ? Nous n'y croyons pas ! Au contraire, cela nous semble être une formidable occasion de vendre pour ceux qui serait encore trop exposés ou ceux qui aurait opportunément suivi notre recommandation de renforcer de manière tactique le mois dernier. Nous suspectons que le rebond récent ne soit qu'une phase dans la construction d'un retournement baissier initié il y a près d'un an.

Les fondations d'un marché baissier sont un long processus. Le rebond récent s'est nourrit d'un excès de pessimisme et de la perspective de la BCE. Ces raisons sont désormais invalides. Les marchés préfèrent vivre dans l'espoir d'une action d'une banque centrale plutôt que de constater ses effets, ou plutôt de son manque d'effet sur l'économie réelle, d'autant que les politiques de taux négatifs (NIRP) commencent à montrer leurs effets pervers.

Graphiquement, le niveau des 2000 points n'est pas seulement symbolique. Cette zone se situe autour de la moyenne mobile 200j mais également et de manière plus importante sur la moyenne 100 semaines. Cela constitue une zone de pull back et donc de vente idéale. Enfin, autre de signe de mauvais augure, le graphique du S&P500 indique une « death cross » ou croisement de la mort. Rien que ça. Il s'agit du croisement entre la moyenne mobile 200j et 400j. Ce croisement n'a eu lieu que 19 fois en 90 ans. L'analyse de ces occurrences indique qu'elle est le signe avant-coureur d'une baisse plus marquée, comme en mai 2008, mars 2001 ou octobre 1973.

La remontée des bourses a permis à la volatilité implicite VIX de se reposer sur sa tendance haussière à 17. De nouvelles tensions sont probables. Le ratio or/pétrole est un bon indicateur avancé (sans être parfait) du VIX qui pour sa part évolue de manière synchronisée (et négativement corrélé) avec les actions. Ce ratio est proche de ses plus hauts depuis 50 ans.

Le VIX semble donc avoir un potentiel de hausse significatif i.e. les actions pourraient avoir un potentiel de baisse tout aussi significatif.

Nous revenons à des allocations nettement sous-investis après les achats de février.

DES BANQUES CENTRALES IMPUISSANTES ?



La réaction des marchés d'actions et de l'euro aux annonces de la BCE a été parlante. Il est similaire à celui des marchés nippons et du yen lors de l'annonce des taux négatifs en janvier. Petit à petit le sentiment que les banques centrales ont utilisé toutes leurs munitions s'installe. Elles seraient désormais incapables de nous sortir de la déflation. Pour le moment les politiques de taux négatifs, peut-être en dehors de la Suède, n'ont pas produit les effets escomptés. La NIRP a deux objectifs : pousser les banques à prêter et affaiblir la devise. Mais le système est grippé.

- La variable d'ajustement n'est pas le crédit dispensé par les banques mais la santé des banques elle-même. Elles sont prises en étaux. Soit leurs réserves déposées auprès des banques centrales fondent, puisque qu'elles sont « rémunérées » à un taux négatif, soit elles octroient des crédits pour des projets à risque. Les projets de « qualité » n'ont pas besoin d'incitation pour être financés. Le fait que la BCE annonce acheter désormais des emprunts privés ne change pas grand-chose à la donne. La faiblesse de l'investissement en Europe ne vient pas d'un problème d'accès à la dette

mais d'un manque de confiance dans l'avenir, d'un manque de stabilité, d'un manque de réformes, du risque populiste... Les acteurs économiques ont besoin d'un nouvel élan. L'action des gouvernements doit maintenant prendre le relai des banques centrales. Le dogme du niveau d'endettement doit être mis de côté provisoirement de manière à mener des politiques contra-cycliques. Les taux négatifs leur offre cette possibilité. Hélas, croire à une telle perspective serait faire preuve d'un optimisme de mauvais aloi tant le « track record » des dirigeants est désastreux. Bien sûr, il y a la situation française. Que de promesses non tenues ! (mais pas de déception... Pour être déçu, il aurait fallu que nous ayons placé quelques espoirs). Mais qu'il se rassure, M. Hollande n'est pas seul. Au Japon, les espoirs provenant des « Abenomics » est retombé comme un soufflet. Les résultats n'ont pas été au rendez-vous. Pas d'accélération structurelle de la croissance, ni de l'inflation. Surtout la promesse de réformes est restée lettre morte. En Inde, les promesses du président Modi semblent avoir été oubliées à la lecture du budget. En Corée, la « Creative Economy » est resté un slogan.

- La seconde variable d'ajustement est la devise. Mais dans un monde ouvert, c'est un jeu à somme nulle. L'intérêt, en tant qu'investisseur, est d'analyser des politiques qui sont intégrés dans les cours et les cours qui n'intègrent pas la politique qui devrait être menée. A ce jeu-là, le dollar risque maintenant d'être le perdant. Nous avons atteint, voire dépassé le point paroxystique entre les politiques monétaires de la BCE et de la BoJ d'un côté et la politique de la Fed de l'autre. La réaction de l'Euro après les annonces de M. Draghi en est un nouveau signe. Le grand écart entre les politiques de la BCE/BoJ d'un côté et la Fed de l'autre a laissé un euro, et surtout un yen très sous-évalué. Il est d'ailleurs intéressant de noter que, malgré le rebond des actions depuis un mois le yen n'a pas rebaisé. Son potentiel de hausse n'est sans doute pas épuisé. Par ailleurs, le niveau atteint par le dollar a déjà lourdement pénalisé l'industrie américaine comme en atteste le niveau de l'indice ISM.

La NIRP est un échec qui est une cause du retour de la volatilité ces derniers mois. Le marché est ostensiblement nerveux. En 2015, 28% des séances de bourses ont vu une variation en valeur absolue supérieure à 1%.

En 2016, nous sommes à 54%. Rendre des emprunts d'états, placements réputés sûrs, moins rémunérateurs pour inciter les investisseurs à prendre plus de risque est une chose, le rendre risqué bouleverse le comportement des investisseurs. En réponse, ils pourraient réduire leur exposition au risque et rester en cash.

Cet échec ne signifie pas que les Banques Centrales soient impuissantes. Puisque les banques préfèrent perdre de l'argent placé auprès de leur banque centrale plutôt que de le perdre avec leur client, la seule chose qui reste à faire de réellement efficace, c'est que la banque centrale prête directement aux acteurs économiques qui sont sûrs de le dépenser : les Etats. C'est bien entendu une solution radicale. Couplée à des réformes structurelles, c'est l'assurance de booster l'économie. Mais nous n'en sommes pas là. Le financement des Etats est interdit par les traités européens, les dirigeants japonais trop timorés et les américains déchirés en période électorale. Ce ne sont pas les options qui manquent, c'est le courage. Sans doute faudra-t-il une nouvelle crise pour envisager de telles solutions.

Une autre solution ne serait-elle que les banques centrales, au lieu d'en faire plus, en fasse moins et ainsi laisser les forces du marché purger les excès ? Les problèmes que nous rencontrons proviennent largement d'une inadéquation entre l'offre et la demande. Plutôt que de s'évertuer à stimuler la seconde, l'autre chemin serait de laisser se contracter la seconde. Déjà, la Chine a décidé de s'attaquer aux sociétés « zombies » qui ont été maintenues en vie pour des raisons politiques. Remonter les taux d'intérêt augmenterait les coûts de financements et mettrait au tapis les sociétés les plus faibles, voire des secteurs entiers. Ce chemin est le plus court pour résoudre les problèmes. Mais c'est le plus violent.

Investisseurs, salariés, consommateurs, Etats... tout le monde serait violemment impacté. Dans un contexte de montée du populisme, pas certain que cela soit une si bonne idée.

Le secteur bancaire a été décimé par la NIRP. Les valorisations sont attractives. La BCE ne peut demeurer le bourreau après avoir été le sauveur. Nous maintenons le secteur dans l'allocation VALUE et la renforçons dans LONG-SHORT

LES ERUPTIONS AMERICAINES



Aux Etats-Unis, élections obligent, le concours de promesse fait rage. On a du mal à s'enthousiasmer pour un candidat. Entre Hillary et Donald, qui préférer du point de vue d'un investisseur ? Du côté de Clinton, elle a accusé Wall Street d'être coupable des souffrances de « Main street » durant la crise financière, sans doute pour concurrencer Sanders. Son souhait d'augmenter les impôts sur les plus-values à court terme n'est une bonne nouvelle. Depuis son tweet sur les laboratoires pharmaceutiques le secteur sousperforme. L'enquête du FBI sur son utilisation de sa boîte mail privée est une épée de Damoclès. De son côté, Trump semble avoir un meilleur profil au premier abord. Des baisses d'impôts sont au programme. Mais elles ne sont pas financées. Il ne souhaite pas réduire des dépenses comme Medicare ou la « sécurité sociale ». Ainsi, la dette publique pourrait exploser. De plus, Trump propose une politique protectionniste qui rappelle celle des années 20. Elle avait plongé le pays en Dépression. Malgré ces tableaux peu enthousiasmants, les investisseurs ont voté, une fois n'est pas coutume, pour le candidat démocrate. Altman (Evercore), Soros, Buffet... soutiennent Clinton. La raison principale : Clinton est modérée et prévisible. Deux qualités qu'apprécient les marchés. Moins de promesses dans son programme aujourd'hui, c'est moins de déception demain.

L'approche des élections devrait apporter sa part de volatilité. Si l'histoire se répète, celle-ci pourrait débuter entre le mois de mai et juin, avant les conventions républicaines et démocrates

QUELLES RAISONS POUR ACHETER ?



Si nous sommes pessimistes pour les prochains mois et considérons les niveaux actuels très attractifs pour vendre, nous ne faisons pas partie des « permabears », ces personnes pessimistes par nature pour qui la fin du monde est pour bientôt. Il est tout à fait envisageable que dans le cas où la baisse attendue se produise, nous options pour une position plus agressive au second semestre 2016 ou en 2017. Quels sont les éléments qui nous pousseraient à changer d'avis :

- Des valorisations attractives. Les valorisations actuelles ne reflètent pas le manque de vigueur économique ou les difficultés des entreprises à délivrer la croissance des résultats attendue. Un niveau autour de 1700 points pourrait constituer un niveau attractif.
- Des indicateurs avancés mieux orientés
- Un changement de politique monétaire américain. Même si la Fed a adopté un discours plus conciliant, elle n'a pas changé de paradigme : il faut normaliser la politique monétaire. Une remise en cause de la NIRP serait appréciable.
- Une capitulation des investisseurs

Nous n'en sommes pas là. Loin de là.

Rédigée le 11 mars 2016
Régis Yancovici
Fondateur ETFinances





Cette publication constitue une « recherche en investissement » au sens de l'article L544-1 du Code Monétaire et Financier. Il ne s'agit pas d'un « Conseil en Investissement » personnalisé.

L'ensemble des personnes physiques ou morales en relation avec les clients ou prospects de Pragmages ou ses éventuelles filiales sont soumis à une charte d'éthique qui est à votre disposition.

Les recommandations présentes dans ce document sont réalisées avec la plus grande probité et en totale indépendance vis-à-vis des établissements financiers, en particulier des producteurs d'ETF.