PRISM' MARCHES

N°20 – 4 mars 2015

Les bourses américaines volent de record en record. Les investisseurs s'habituent à des valorisations élevées. Pourtant, investir dans un marché cher est l'assurance de faibles performances à long terme. Mais le long terme n'est pas ce qui intéresse aujourd'hui, raison de plus pour s'en préoccupper.

Le marché américain

Price earning, cyclically-adjusted-price-earning, price-to-book, price-to-sales… ; S&P500, S&P100, Russell 2000… On peut tourner les chiffres et les indices dans tous les sens, les marchés d'actions américaines sont chères, voire très chères tant d'un point de vue absolu que relatif.

Chaque investisseur souhaitant surfer sur la vague se convainc que les valorisations vont rester élevées durablement. Leur argument est double :

- La politique monétaire va rester accommodante et la liquidité abondante. Cela soutiendra les valorisations.

→ C'est vrai. L'importance de la politique monétaire a été mise en évidence une nouvelle fois le mois dernier. La consommation, la construction, les mises en chantier, le commerce international… beaucoup de publications économiques ont déçu en février. L'indice de CITI qui mesure les « surprises » économiques indique qu'elles n'ont jamais autant déçu depuis 2 ans. Mais le durcissement (relatif) de la politique monétaire est d'ores et déjà programmé principalement pour éviter une surchauffe du marché de l'emploi. A partir d'un certain stade (la difficulté étant de le définir), cette perspective poussera les valorisations à se normaliser, sans doute de manière brutale

- Les sociétés se sont si bien restructurées que les marges vont rester élevées.

→ Non. Il est probable que de manière tendancielle, les marges soient plus élevées que par le passé. La diffusion de la technologie est un levier important. Selon « The Economist », l'augmentation de 10 points du taux de possession de smartphones augmente le PIB par habitant de plus de 1 point. Sans doute le résultat d'une plus grande productivité et d'horaires de travail plus longs. Mais cela ne remet pas en cause l'existence des cycles économiques. Pour progresser, les actions ont besoin de croissance des résultats. Même avec des marges élevées, si celle-ci ne progressent plus alors il sera difficile pour les entreprises de faire progresser leurs bénéfices dans un contexte de croissance mondiale contenue et une certain aversion pour la dette. De plus, d'autres facteurs peuvent influencer négativement les résultats. Les tensions du marché de l'emploi vont se faire plus palpables avec son corollaire sur les salaires. C'est un risque significatif pour les marges.

Chaque investisseur expérimenté le sait **: les valorisations ne servent à rien jusqu'au moment où elles sont utiles.** Quels sont les facteurs qui, par le passé, ont poussé les valorisations à se normaliser :

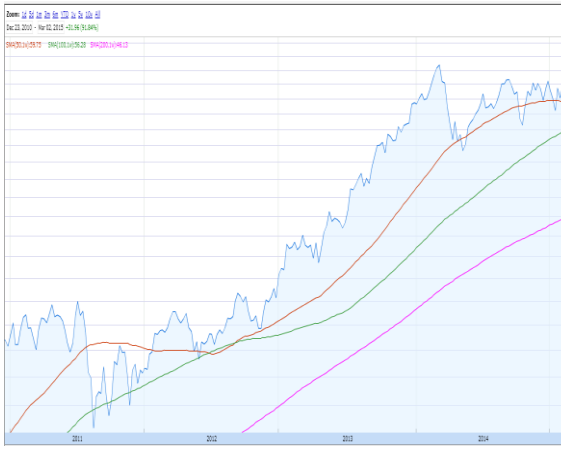
- L'incertitude, ou pire une erreur de politique monétaire. Les commentaires de Mme Yellen, ont rassuré les investisseurs en différant le relèvement des taux d'intérêt. Le timing demeure néanmoins incertain. La réduction de la liquidité obligera les investisseurs à ne compter que sur le moteur de la croissance bénéficiaire pour avancer. C'est insuffisant à ce stade. Nous surveillons la courbe des taux. Son aplatissement depuis plus de 6 mois n'est pas de bon augure.
- Les résultats vont être sous la double pression de la hausse du dollar, qui atteint 15% sur les 6 derniers mois (contre un panier de devises) et la hausse des salaires dont le rythme s'accélère progressivement, à partir de bas niveaux, il est vrai. Déjà, de nombreuses multinationales se sont plaintes du dollar pour justifier des déceptions sur leurs publications. La croissance bénéficiaire 2015 du S&P500 attendue à +8%-10% en novembre dernier est désormais de 0%-2%. Cette révision couplée à la hausse du marché a poussé vers le haut le price earning 2015. Il est désormais à 17.
- Les valorisations sont également corrélées aux anticipations d'inflation. Ces dernières baissent depuis l'été dernier. Pour le moment, cela n'a pas eu d'impact. Pourtant, c'est un excellent indicateur avancé des ventes et par voie de conséquence de la croissance bénéficiaire.
- Du côté de l'état d'esprit des investisseurs, on ne peut certes pas parler d'euphorie. Néanmoins, le pourcentage d'investisseurs pessimistes, à 20.3%, est bien éloigné de sa moyenne de 30.3%.

Déterminer le timing de la normalisation des valorisations n'est pas simple. L'analyse graphique et les statistiques seront une précieuse aide. Pour le moment, les indicateurs graphiques donnent plutôt des signaux encourageants, en particulier sur les petites et moyennes capitalisations. De son côté, l'analyse du cycle présidentiel indique que nous sommes dans la meilleure année, la troisième.

Depuis 1945, l'indice S&P500 a progressé en moyenne de 16.1% la 3ème année. Il n'a jamais été en baisse. Les résultats de l'année de l'élection, c'est-à-dire 2016, varient fortement selon que le président en place cherche un second mandat ou non. Dans le premier cas, le S&P500 a été en hausse 9 fois sur 10. Dans le second cas, celui qui nous intéresse, il n'a été en hausse qu'une fois sur 2 et a affiché une performance moyenne de -3.3%.

La normalisation de la valorisation du marché américain interviendra. Le cycle présidentiel nous indique qu'elle est plus probable en 2016. 2015 demeure une année à risque.

Ces graphiques ont retenu notre attention



FIRST TRUST DJ INTERNET INDEX

Après une hausse de 100% entre fin 2011 et 2013, le secteur de l'internet américain s'est mis en mode « pause » en 2014. En février, il est sorti de son mouvement de consolidation. La remontée des taux long a provoqué une rotation sectorielle. La sousperformance des utilities, de l'immobilier et des financières a été bénéfique au secteur. Par ailleurs, les fusions-acquisitions demeurent très dynamique. L'opération de Expedia sur Orbiz avec une prime de 24% en est le signe récent. Enfin, le secteur affiche une corrélation positive de +0.4% avec l'évolution des taux long (donc négative avec l'évolution du prix des obligations). Si les investisseurs ne peuvent plus compter sur la politique monétaire alors ils devraient rechercher des secteurs naturellement en croissance soutenue.

GLOBAL X SOCIAL MEDIA INDEX

L'ETF GLOBAL X SOCIAL MEDIA INDEX affiche une configuration similaire. En revanche, il n'est pas encore sorti de sa période de consolidation. Mais les perspectives demeurent prometteuses.

Nous conservons les positions sur FIRST TRUST DJ INTERNET INDEX et sur GLOBAL X SOCIAL MEDIA INDEX dont le potentiel reste important.

Devinette : de quel pays s'agit-il ?

The Economist

Le très respectable hebdomadaire anglais « The Economist » a décrit un pays européen de manière peu flatteuse :

- Les problèmes de ce pays proviennent d'une politique économique trop dure. La politique budgétaire a été **trop austère** afin de se conformer aux règles de la monnaie unique.
- Le Président de la BCE a dit que le problème de ce pays n'était pas de nature cyclique mais le résultat de trop de peu de réformes en particulier sur concernant le marché du travail ou la sécurité sociale.
- A long terme, ce qui pèse sur les perspectives économique est le système d'imposition totalement inefficace et des coûts du travail trop élevés
- Le marché du travail ne mérite pas que l'on le nomme « marché ».
- Les progrès seront très lents. Il a fallu 10 ans pour négocier 90 minutes d'ouverture des magasins supplémentaires.
- La principale barrière est politique. Le gouvernement craint que les mesures deviennent impopulaires dès lors qu'elles seront interprétées comme une aumône aux riches au dépend de la classe moyenne.
- Le gouvernement ferait bien d'accélérer les privatisations et de plus déréguler le secteur sous-développé des services.
- Hélas, les progrès sont incroyablement lents ! Ils pourraient même être annulés. Le gouvernement est déjà revenu sur les efforts réalisés par le précédent gouvernement au sujet des retraite.

De quel pays s'agit-il ?

Un indice ?

L'article date de 1999.

Ces commentaires ont été écrits en 1999. Ils concernent.....l'Allemagne ! Notre idée n'est pas de tourner en dérision un journal respectable. Mais, en tant qu'investisseurs, il faut comprendre que les choses ne restent jamais en l'état, qu'il faut faire preuve de prospective et parfois d'audace. La seule chose qui demeure est la tendance de la moyenne des investisseurs d'expliquer le futur avec les arguments d'hier, d'extrapoler les tendances actuelles dans le futur.

Les efforts entrepris par l'Espagne, l'Italie, le Portugal ou même la France, et pourquoi pas la Grèce ne sont pas encore pleinement mesurables. Mais déjà, on constate quelques résultats. La Grèce affiche un excédent primaire, les exportations espagnoles bondissent, le marché du travail italien se modernise...

Source : BCA Research, The Economist

Utilities américaines

Le secteur a été une des meilleures performances en 2014 (+24%). Il est désormais sous pression (-10% en un mois). Le dynamisme du marché de l'emploi et l'arrêt de la baisse du pétrole ont eu un impact significatif sur les taux à long terme. les taux à 30 ans se sont tendus de 2.2% à 2.7%. Le secteur est très sensible aux taux d'intérêt car il se pose en concurrent d'un placement obligataire pour celui qui cherche du rendement. De plus, le poids de la dette est traditionnellement élevé. La hausse des taux renchéri donc le coût de l'emprunt.

Nous avons soldé nos positions sur l'ETF SPDR Utilities début janvier dans de très bonnes conditions. Avec un rendement de 3.33%, il conserve un certain attrait.

Rédigée le 4 mars 2015
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 « 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.