

La correction des principales places boursières n'est pas une surprise. Elle pourrait se poursuivre. Mais pour ceux qui ont suivi nos recommandations d'allègement au cours de l'été, le moment n'est plus idéal pour vendre. Au contraire, il sera bientôt temps de reconstituer des positions pour profiter d'une nouvelle phase (et dernière ?) dans la formation de la bulle attendue. Au-delà, la tendance est moins claire.



Une Correction Passagère, Une Bulle, Et Après ?



Depuis 2011, le marché américain a connu 2 corrections par an, chacune de plus faible ampleur que la précédente. La correction en cours pourrait déroger à la règle. Mais que penser des marchés à long terme, disons sur une période de 3 à 5 ans ? Faut-il être baissier ou haussier ?

Les premiers arguent des valorisations tendues, des marges élevées (historiquement elles reviennent à leur moyenne) et de la perspective de hausse des taux à partir de 2015. Les seconds estiment que l'économie s'améliore, que la Fed restera accommodante et qu'il n'y a pas de placement alternatif aux actions.

Pour notre part, nous estimons que nous sommes en train de former une bulle dans laquelle nous sommes entrés ces derniers mois. Cette bulle n'est pas à son paroxysme mais que les corrections avant de l'atteindre pourront être violentes.

D'un point plus séculaire, disons d'ici la fin de la décennie, les performances des marchés actions américains pourraient ne pas ressembler du tout à ceux que nous connaissons depuis 5 ans, et pourquoi pas ne pas être éloignés des niveaux actuels (en termes réels).

Le S&P500 a dépassé son record de mars 2000 il y a 18 mois. Pourtant, en termes réels, il est au même niveau qu'à cette époque. 14 ans et demi n'est pas une durée inhabituelle pour retrouver les plus hauts, après une hausse de l'ampleur de celle connue entre 1992 et 2000. Le plus haut de 1906 n'a été franchi qu'en 1928, tandis que celui de 1929 a été dépassé en 1968.

Le niveau des taux ne peut justifier un PE élevé. Nous sommes plus à l'ère de Greenspan où le modèle de valorisation se basait sur l'inverse des taux long. Un niveau de 5% justifiait un PE de 20. Même si les taux d'intérêt actuel incitent les investisseurs à se tourner vers les placements à risque, il vaut mieux conserver à l'esprit que le niveau des taux d'intérêt ne s'explique pas uniquement par l'action de la Fed. Ils reflètent également une croissance potentielle plus basse, sans doute entre 2.0% et 2.5% et une faible inflation. Dans ce contexte, on peut se demander si le niveau des taux d'intérêt actuel doit justifier des price earning élevés ou bas.

Enfin, le niveau des marges record pourraient également justifier une valorisation plus limitée. Si l'on considérait que les marges des 10 dernières années avaient été celles de la décennie des années 1990, le CAPE (Cyclically

Adjusted Price Earning) serait de 36, soit quasiment un record depuis 1880 ! Une autre manière de regarder les valorisations en évitant d'intégrer les marges est d'étudier le prix des actions sur les ventes. L'analyse par valeur indique que la médiane est supérieure au niveau atteint en 2000. Par secteur, 54% des 48 secteurs du S&P500 se traitent avec un ratio supérieur à celui de mars 2000. Nous étions dans une bulle à cette époque, nous y sommes encore ! Et ce n'est peut-être pas fini, le catalyseur qui jouera le rôle d'aiguille ne semble pas en vue.

Que le marché monte encore avant de se dégonfler ou qu'il emprunte un autre chemin, la question du potentiel est posée. Le risque de chute, post-bulle, très en-deçà des niveaux actuels est-il significatif ?

Le fait est que, le crack de 1987 mis à part, chaque « bear market » a précédé de quelques mois une récession. Chaque fois, elle a été provoquée par une action de la Fed visant à corriger un excès. Comme le disait Rudi Dornbusch, économiste allemand, « les phases d'expansion ne meurent pas de vieillesse, elles sont tuées par la Fed ». Cette fois, aucune des vulnérabilités des crises passées, imposant à la Fed d'agir n'est en vue. Les matières premières sont orientées à la baisse (le risque d'une envolée du pétrole a été grandement réduit grâce à la production américaine de pétrole de schiste), pas d'inflation, l'investissement des entreprises n'est pas excessif, l'endettement est contenu et les banques sont très bien capitalisées. Enfin, même si le taux de chômage est récemment passé sous les 6.0%, il y a 3.4 millions de travailleurs à temps partiel de plus qu'en 2007 et 3 millions de personnes se sont arrêtées de chercher du travail. Dans ces conditions, il est difficile d'imaginer une action violente de la Fed qui « tuerait » la croissance.

Néanmoins, la façon dont l'économie et les investisseurs ont été biberonnés à la liquidité rend fort difficile l'estimation du niveau de taux à partir duquel la politique monétaire deviendrait restrictive. C'est là un des risques important pour 2015. La Fed pourrait se retrouver

« ahead of the curve » très rapidement provoquant ainsi des turbulences sur les marchés des actions. Actuellement, les membres du FOMC, projettent des taux courts à 3.75% fin 2017 ! Gardons en mémoire que la moyenne entre 2001 et 2007 a été de seulement 1.0%. A cette époque, la croissance potentielle et l'inflation était pourtant plus élevée. Cette situation incite à :

- Ne pas trop réduire les expositions en actions, ni à être au taquet.
- Etre très sélectif : éviter les grands indices et trouver des thèmes porteurs, géographiques ou sectoriels, aussi indépendants que possible de la politique monétaire
- Etre contrarian pour ne pas suivre de fausses tendances

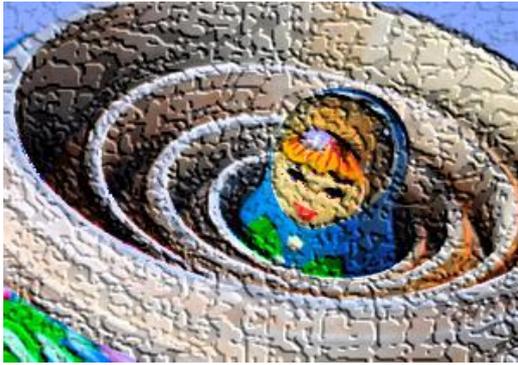
• **« Maintenant que la mer est montée, il va être plus difficile de trouver la vague sur laquelle surfer. »**

Telecoms US



Le secteur des télécommunications américain sousperforme depuis 14 ans, à l'exception de 2006. Après le boom de la fin des années 90, le secteur a dû faire face à une absence de pricing power du fait d'une concurrence vigoureuse entre les acteurs. Ensuite, les dépenses de consommation ont été freinées par la crise immobilière. La part des dépenses telecoms des ménages est passée de 1.9% de leur budget à 1.4%. Cette part se stabilise depuis 2 ans. Dans un contexte d'amélioration du marché de l'emploi et d'un début de reprise des salaires, cette part pourrait maintenant remonter. Le pricing power semble se stabiliser. Enfin, le secteur est défensif avec un rendement de 2.5%.

Small is Painful



Nous avons une préférence pour les grandes capitalisations par rapport aux petites depuis quelques temps. Le marché nous donne raison en 2014 : S&P600 (small caps) -6% vs. +6% (large caps). Le marché a effacé plus d'un an de surperformance. Est-ce une raison pour neutraliser ce choix ? Nous ne le pensons pas.

Depuis la fin de l'engouement pour les valeurs technologiques et des méga-caps en 2000, le parcours tant relatif qu'absolu des petites capitalisations a été exemplaire malgré quelques périodes de correction. Depuis cette époque, le S&P 600 progresse de 190% et son grand frère de 40%. Tout porte à croire qu'un rattrapage des grandes capitalisations a désormais débuté et va se poursuivre dans les prochains mois, voire années :

- Les thèmes « croissance forte » ne performant plus. Depuis leur correction du printemps, leur performance a été insipide.
- La sous-performance 2014 ne s'est pas limitée aux Etats-Unis. Elle s'est également produite en Europe.

D'un point de vue fondamental :

- la perspective de l'arrêt des achats d'actifs de la Fed puis d'une hausse des taux en 2015 créé un contexte défavorable. Les petites capitalisations ont des sources de financement moins variées que les grandes entreprises.
- L'amélioration du marché de l'emploi se concrétise surtout dans les petites entreprises car elles moins internationalisées. Des hausses de salaires commencent à se matérialiser dans un contexte de progression des ventes limitée.

Dès lors, les marges sont sous pression.

- Enfin, la composition du S&P600 a un profil plus cyclique que celle du S&P500 alors que nous privilégions les défensives pour 2015.

La progression continue du dollar et la faiblesse économique en Europe, au Japon et dans les pays émergents pourraient être de sérieux freins à la surperformance des grandes capitalisations. Néanmoins, la médiocrité des résultats économiques des zones citées n'est pas nouvelle. Des nouvelles plus rassurantes ne sont pas exclues en 2015. La hausse du dollar n'est pas garantie malgré un consensus très favorable (cf. ci-dessous).

Haro sur l'Euro



Le dollar poursuit sa hausse en particulier contre l'euro. Mais les raisons expliquant ce mouvement ne sont pas totalement convaincantes. Elles portent principalement sur l'action relative de la Fed et de la BCE.

Nous souhaitons attirer nos lecteurs sur les sujets suivants :

- Les anticipations des taux courts américains n'ont pas évolué ces dernières semaines.
- Historiquement, le dollar n'a pas anticipé le mouvement des taux court. Il l'a précédé d'environ 6 mois.
- Les flux de capitaux vers les Etats-Unis demeurent sans tendance. Les données du Treasury International Capital indiquent que les flux des portefeuilles internationaux sont proches de zéro. De plus les investissements directs étrangers sont négatifs : 200 Md\$ sur les 12 derniers mois. Un record !

- Les annonces de la BCE n'ont pas vraiment changé la donne quant aux espoirs d'extension de son bilan. Le premier TLTRO a été une déception. Le bilan de la BCE s'est encore contracté de 16 Md€ au cours de la dernière semaine de septembre. L'objectif d'extension de 1 000 Md€ a été intégrée par le marché trop rapidement.
 - Les indicateurs techniques sont incroyablement tendus.
- L'explication pourrait être double. La première proviendrait de la nature des investisseurs vendant l'euro. Sans doute des spéculateurs et pas des investisseurs de long terme. La seconde est une anticipation d'une nouvelle action de la BCE visant à conjurer le risque de déflation. Peut-être. Mais à ce stade, nous commencerions à réduire les paris dollar.

Rédigée le 11 octobre 2014

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.