

UNE FEUILLE DE ROUTE POUR 2017



EMMANUEL FERRY,
directeur des investissements à la
banque Pâris Bertrand Sturdza SA

LES MARCHÉS AMÉRICAINS DES ACTIONS SONT RENTRÉS EN 2016 DANS LEUR 8^E ANNÉE DE MARCHÉ HAUSSIER, AVEC UNE PROGRESSION DE L'INDICE S&P500 DE 275 % DEPUIS SON POINT BAS DE MARS 2009, SOIT 19 % PAR AN ANNUALISÉ. UNE PERFORMANCE EXCEPTIONNELLE, PRÈS DU DOUBLE DE CE QUI EST OBSERVÉ À LONG TERME. QUI SEMBLE MENACÉE.

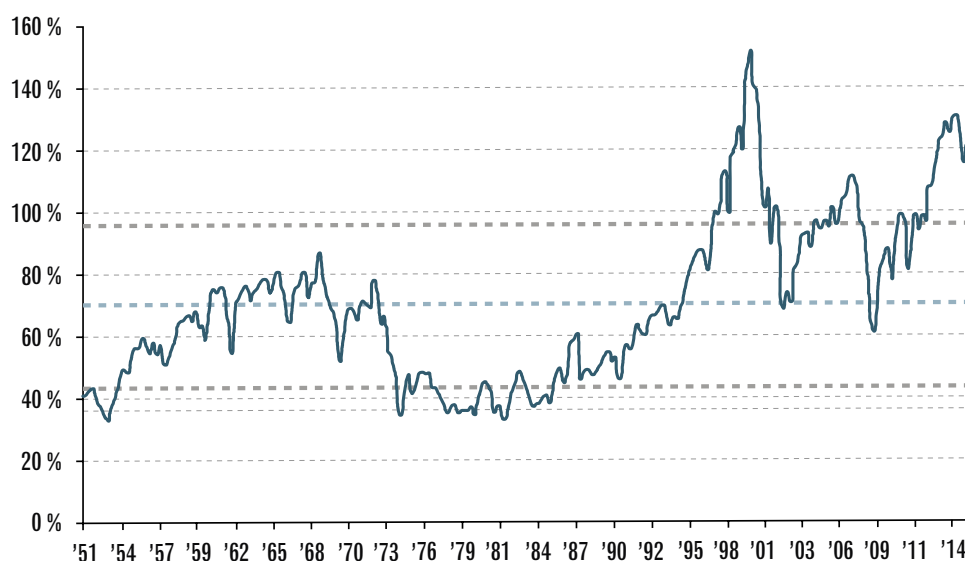
Seul l'épisode de 1988-2000 est, tant en durée qu'en amplitude, devant le cycle actuel, lequel a tiré les valorisations à des niveaux très élevés, affichant une surévaluation évidente. Les cinq grandes mesures les plus regardées par les investisseurs affichent un écart moyen de près de 25 % par rapport

à la médiane des 10 dernières années. Le P/E glissant du S&P500 est à 20x (17x pour le P/E à 12 mois), en progression de 1,7 point depuis le début de l'année. Une telle configuration est plutôt atypique lorsque les marchés sont matures, caractérisés par une hausse des taux de la Fed, des valorisations élevées et un cycle d'activité déjà bien engagé. On s'attendrait en effet, dans cette phase mature du marché des actions, à un tassement des valorisations.

UN CYCLE ÉCONOMIQUE MATURE

Depuis un an, l'économie américaine montre de nombreux signes de maturité du cycle : freinage du rythme de créations d'emplois, durcissement des conditions de crédit et retournement du cycle de profitabilité des entreprises. Autant de signes annonciateurs de la fin d'une phase d'expansion particulièrement longue, 86 mois

ÉTATS-UNIS : CAPITALISATION BOURSIÈRE HORS FINANCIÈRES, EN % DU PIB



Source : Banque Pâris Bertrand Sturdza SA

selon le National Bureau of Economic Research. Longue mais modeste : la croissance moyenne du PIB s'est établie à 2,1 % depuis 2010 contre une moyenne de long terme de 3,2 %. Le profil médiocre de cette longue reprise n'a pas empêché les marchés de monter. En effet, ce n'est pas la croissance organique des sociétés qui a nourri la hausse des marchés, mais la combinaison de deux forces complémentaires. D'une part, la Fed a maintenu durablement ses taux directeurs nettement en dessous du rythme de croissance de l'économie, avec un différentiel de croissance nominale/Fed Funds en moyenne de 3,5 % depuis 2010. Cela a permis d'alimenter un formidable processus de compression des primes de risque et d'expansion des multiples de valorisation, à l'image des épisodes précédents d'hypertrophie financière d'origine monétaire (bulle asiatique en 1996-97, bulle TMT en 2000, bulle du crédit en 2007). D'autre part, la combinaison des baisses de coûts et des rachats d'actions a été le vecteur de soutien, en l'absence de croissance importante des revenus.

OR, CES DEUX FORCES SONT À BOUT DE SOUFFLE.

D'une part, la croissance nominale ralentit au moment où la Fed durcit ses conditions monétaires. Même si le relèvement des taux des Fed Funds demeure très graduel, le resserrement des conditions de crédit mesuré par l'enquête de la Fed préfigure une augmentation du taux de défaut des entreprises. Au vu du niveau très bas des taux directeurs à ce stade du cycle, il n'y a pas de capacité d'action contra-cyclique du côté de la banque centrale. D'autre part, au niveau microéconomique, la majeure partie du secteur non financier est fragilisée par la hausse de l'endettement, le levier financier médian, mesuré par le ratio dette nette sur excédent brut d'exploitation, ayant dépassé le point haut du début de la décennie 2000. Cette combinaison de levier élevé et de valorisation chère sera compatible avec une hausse modérée du marché tant que les profits continueront à croître, mais dans le cas contraire la baisse des profits sera amplifiée dans le cours des indices par le repli des multiples et la hausse des défauts.

QUE FAUDRAIT-IL POUR PROLONGER LE CYCLE ?

Dans la mesure où le soutien monétaire s'inverse, deux leviers sont susceptibles de prendre le relais. Le dollar, avec une dépréciation supplémentaire. C'est ce facteur-là qui est d'ailleurs entré en action cette année pour soutenir le marché. Ce caractère contra-cyclique du dollar est un avantage dont disposent les États-Unis et il devrait persister. À part l'option du dollar faible, le levier résiduel du policy-mix est désormais du côté de la relance budgétaire. Mais la configuration politique entre la présidence et le Congrès risque de bloquer toute initiative. Historiquement,

ce sont les fondamentaux qui permettent une prolongation du cycle. On peut en identifier trois : 1. la hausse des profits, 2. l'accélération de la croissance des dividendes, 3. la hausse du levier d'endettement. À l'inverse des épisodes antérieurs (1988-89, 1998-99, 2006-07), les conditions ne semblent pas réunies aujourd'hui. Le potentiel d'une expansion des marges bénéficiaires paraît peu probable (peu de croissance économique, une capacité à réduire les coûts faibles sauf à peser sur l'activité). La progression des dividendes ralentit du fait d'un taux de distribution déjà très élevé et d'une hausse limitée des profits. Enfin, la dette des entreprises du S&P 500 a déjà fortement augmenté (USD 1 trillion depuis 2010), sans pour autant d'ailleurs alimenter un cycle d'investissement robuste.

Au total, dans l'attente d'une amélioration fondamentale, **les investisseurs vont continuer à questionner la redéfinition de la politique monétaire face aux insuffisances structurelles de l'économie.** Deux scénarios pourraient se dessiner. D'une part, une capitulation accommodante. La Fed reconnaît la difficulté qu'elle a de normaliser la politique monétaire, les taux vont rester bas structurellement, et éventuellement la Fed revoit à la hausse sa cible d'inflation. Ce serait un scénario de continuité pour le thème du revenu et les actifs réels. D'autre part, la délégitimation budgétaire. La Fed s'avoue incapable d'influencer le développement à long terme de la croissance et relègue le problème à la question budgétaire. ■

**INVESTISSEZ DANS
LE NOUVEAU MARKET.**

LE MÉDIA SUISSE DES HIGH NET
WORTH INDIVIDUALS

ABONNEZ-VOUS SUR MARKET.CH

1 an/ 8 éditions pour 109 chf
2 ans/ 16 éditions pour 188 chf