

L'ÉQUILIBRE DE LA TERREUR

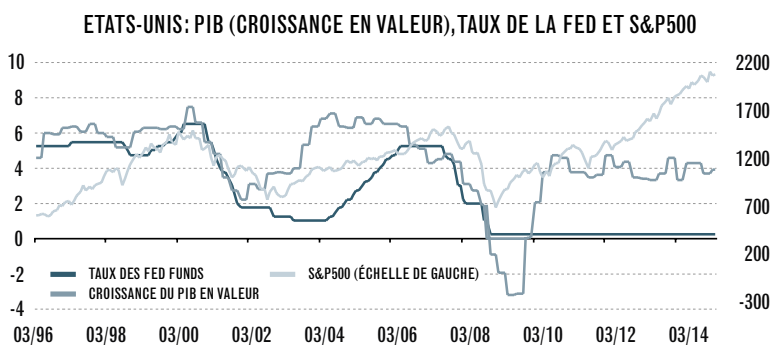
Entretien avec EMMANUEL FERRY, Président de l'ISAG et CIO de la banque Pâris Bertrand Sturdza SA

D'un côté, une croissance molle qui ne parvient pas à dissiper les craintes déflationnistes ancrées dans les esprits des Américains, ni les doutes quant à un rebond de l'inflation au niveau de 2% ciblé par la FED. De l'autre, des marchés actions au plus haut, qui valorisent une croissance mature, et donnent de nombreux signaux d'une bulle financière. Le tout sur fond de survalorisation des deux grandes classes d'actifs (actions et obligations) qui, chacune, délivrent des messages opposés. Dans ce contexte, toute erreur de communication de la FED est susceptible de faire éclater cet équilibre précaire. D'où l'importance aujourd'hui de se préparer avec une gestion active et sélective, plutôt que d'essayer de prévoir l'incertain.

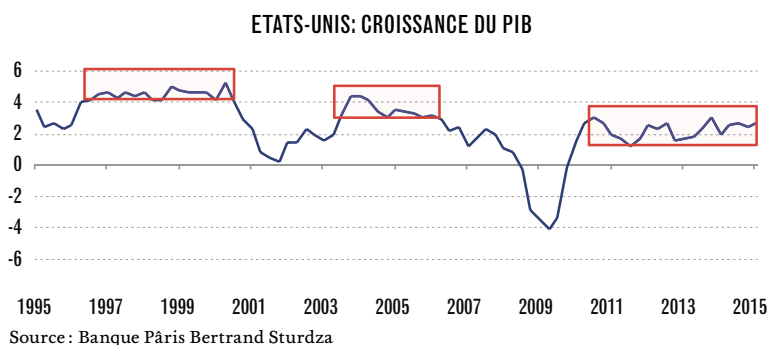
À LA CROISÉE DES CHEMINS

La période actuelle est atypique. Certes, les actions entreprises par les banques centrales, dont la FED, sont parvenues à revaloriser les actifs. Depuis la crise de 2008, 640 baisses de taux ont été effectuées, 11 000 milliards de dollars d'actifs ont été rachetés. La trajectoire sur cette période montre la troisième plus longue progression des marchés actions depuis l'après-guerre, une croissance de 153% après les premiers 20% d'appréciation. L'année 2015 est ainsi la 7^e année de hausse du S&P 500 (73 mois), ce qui place le cycle actuel juste derrière celui de l'après-guerre (1946-1956, soit 81 mois). Une durée exceptionnelle du marché cyclique haussier même si elle se situe encore loin derrière celui de la période 1988-2000, qui totalisait 145 mois de hausse ininterrompue par une baisse supérieure à 20%. La création de richesse est phénoménale – 1600 milliards de dollars au 1^{er} trimestre de l'année pour les ménages américains, soit une fortune de 85 000 milliards de dollars, un niveau supérieur à celui du précédent pic de 2007–, les indices S&P500 et Nasdaq caracolent à des plus hauts historiques. Si l'objectif de revalorisation des actifs a été atteint, il n'en va pas de même

de la reprise de la croissance : la plus longue depuis l'après-guerre, car moins intense et plus modeste qu'attendue. Croissance faible sans inflation demeure toutefois le meilleur compromis pour alimenter la hausse des marchés. En conséquence, l'écart entre le taux de croissance de la sphère réelle et celui de la sphère financière continue de se creuser.



La fin du *quantitative easing*, suivie du rebond du dollar, a porté un coup d'arrêt à la progression des actifs financiers américains, que ce soit les actions ou les obligations. Autrement dit, une fois stoppée la stimulation monétaire, la dynamique s'est elle aussi arrêtée. Ce qui indique une nouvelle fois une phase mature sans vrais « drivers » : sans stimulation monétaire additionnelle, le marché a du mal à s'apprécier, faute de croissance économique. Alors que les risques, eux, augmentent.



DE LA BULLE EN QUESTION

On a aujourd'hui tous les ingrédients d'une bulle financière : les taux d'intérêt sont trop bas par rapport au rythme de la croissance économique, si modérée voire décevante soit-elle. Et, plus on attend, plus la vulnérabilité augmente. Or, et c'est là une différence avec des situations

antérieures, cette situation est voulue par la FED qui temporise pour éloigner les menaces déflationnistes, pour que le secteur bancaire fonctionne normalement et pour qu'il diffuse aux ménages et aux entreprises des conditions propices à l'investissement. Dans ce contexte, où les trois grands déterminants macroéconomiques sont le prix du pétrole, les taux et le dollar, l'arbitrage de la FED est crucial. Son timing également. Le débat qui agite la FED est à cet égard intéressant. D'un côté, les partisans d'une action rapide de la FED pour remonter les taux et éviter un éclatement de la bulle. De l'autre, les attentistes, parmi lesquels Stanley Fisher, le vice-président de la FED. L'essentiel est aux yeux de ces derniers de ne pas prendre de risque de casser une croissance fragile, quel qu'en soit le prix, repousser la remontée des taux notamment. Un débat devenu international puisque le FMI, pour la première fois, s'est invité dans ce débat interne en appelant à retarder la remontée des taux. Et ce, au nom de la stabilité financière internationale, que l'institution de Washington voit menacée. Pour preuve, l'impact de l'appréciation du dollar sur les pays émergents, qui rappelle le rôle central du billet vert dans la volatilité des marchés. Ainsi, toute mini-correction du dollar par rapport à l'euro impacte-t-elle les taux long terme allemands, donc la valeur du Bund.

AUCUN FILET DE SÉCURITÉ

Les marchés actions sont désormais dans une zone de surévaluation, estimée à près de 20%, tandis que les taux d'intérêt sont historiquement bas. Or, fait unique dans l'histoire économique des 50 dernières années, ces deux marchés sont chers en même temps. Autrement dit, le marché obligataire ne peut jouer son rôle classique d'amortisseur, comme il l'avait fait en 2000 et en 2007. Les taux courts étaient de 5,25% en 2007, ils sont aujourd'hui nuls, voire négatifs (le rendement du T-Note, taux à 10 ans américain qui est de 2,3%, s'inscrit dans un contexte général : plus de la moitié du marché obligataire souverain mondial a un rendement inférieur à 1%). Dans un tel environnement, affaibli par ailleurs par la panne d'idées fondamentales pour relancer la croissance, toute erreur de la FED ne pourrait qu'avoir des effets amplifiés par les marchés.



Emmanuel Ferry

Et ce, d'autant plus qu'il y a de plus en plus de chocs de volatilité et qu'en dépit de la création de valeur financière, persistent beaucoup de doutes, pour ne pas dire de scepticisme, sur la réalité et la pérennité de la croissance américaine. Combien de temps cette situation peut-elle durer ? Comment éviter une récession liée à un resserrement monétaire

« TOUT PORTE À CROIRE QUE L'ESSENTIEL DE LA HAUSSE DES MARCHÉS EST DERRIÈRE NOUS. »

trop prononcé, comme cela a été historiquement souvent le cas ? Une certitude : rien ne sert de regarder dans le rétroviseur, ni d'avoir raison trop tôt. Phase transitoire, le second semestre verra un changement de cap, que de nombreux indicateurs annoncent.

CHANGEMENT DE LEADERSHIP SUR LES MARCHÉS ACTIONS

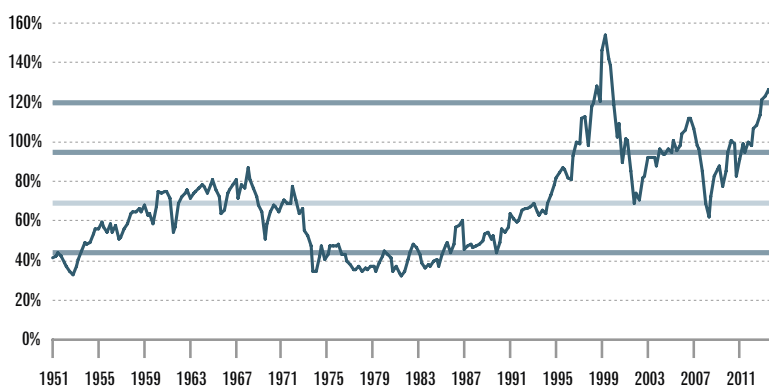
Le premier d'entre eux est la rotation de leadership des *small & mid caps* vers les *large caps*, qui a commencé dès la fin janvier 2014, indicateur avancé d'un marché mature. Autrement dit, la valorisation devient un enjeu de discrimination. Comme cela avait été le cas en 2007. Rotation sectorielle ensuite, étroitement liée à l'anticipation que font les marchés d'une remontée des taux fin 2015. Après avoir connu une 1re phase

d'expansion des multiples de valorisation – le PE ratio est passé de 10x à 18x –, il sont désormais dans la 2^e phase, dirigés par la croissance des résultats. Les fondamentaux sont clés. Ce contexte est favorable à la dispersion. Ainsi qu'à la sélection. Certaines sociétés continuent à

« LES MARCHÉS ACTIONS RESTENT ATTRACTIFS À CONDITION D'ÊTRE SÉLECTIFS »

croître, d'autres pas. Les entreprises les plus cycliques devraient prendre le relais : banques, industriels, IT, matières premières, etc. Ces secteurs sont toujours décotés et tendent à surperformer quand la FED relève ses taux directeurs. Quant aux secteurs défensifs (santé, consommation non discrétionnaire, telcos, utilities...), qui génèrent des *cash flows* réguliers, ils se comportent comme des obligations. Ils sont très chers aujourd'hui. Les

ETATS-UNIS: RATIO CAPITALISATION/PIB



Source : Banque Paris Bertrand Sturdza

actions « low risk », qui ont beaucoup attiré les investisseurs ces dernières années, affichent une forte surévaluation, qui devient vulnérable avec la hausse des taux d'intérêt. Rotation géographique enfin. Des sociétés internationales pénalisées par la force du billet vert, qui a beaucoup freiné la croissance des bénéfices, vers les domestiques.

S&P500 – CYCLES HAUSSIERS ET BAISSIERS DEPUIS 1949

| SINCE NOV-1949 | | % TIME | DURATION | | PERF | | MEDIAN-ANN. PERF. |
|----------------|-----------------|--------|----------|---------|---------|---------|-------------------|
| | | | MEDIAN | AVERAGE | AVERAGE | 332,04% | |
| BEAR / RECO | BEAR MARKET | 22% | 17.45 | 17.29 | -32% | -35% | -29% |
| | RECOVERY MARKET | | 3.5333 | 3.39 | 20% | 20% | n.m |
| CYCLICAL BULL | | 78% | 57 | 60 | 75% | 128% | 15% |

Source : Banque Paris Bertrand Sturdza

Autre indicateur : l'accélération des opérations de fusion-acquisition – pour un total de 3500 milliards de dollars annualisés sur la base des cinq premiers mois de l'année, soit un niveau proche du plus haut connu en 2009, mais loin de 2000. Et il reste du potentiel. Les sociétés du S&P 500 totalisent 2000 milliards de cash au bilan, qu'elles redistribuent soit sous forme de dividendes, soit à travers des programmes de rachat d'actions. Elles restent prudentes. Si toutefois la croissance se normalise comme nous le pensons, elles investiront ce cash. On peut s'attendre à des méga transactions dans les médias sociaux, les biotechs et le secteur de la santé notamment (pour mémoire, quelques grosses transactions : Mannesmann par Vodafone en 1999 : 202,8 milliards de dollars ; Time Warner par AOL : 164,7 milliards de dollars en 2000 ; ABN-Amro par RBS : 98,5 milliards de dollars en 2007).

La valorisation de long terme ensuite, l'indicateur cher à Warren Buffet – le ratio entre la capitalisation boursière et le PIB : il a dépassé les 120% aujourd'hui, soit deux écarts-types au-dessus de la moyenne de long terme. Le précédent pic était en 1999 (plus de 150%).

Enfin, le nombre conséquent d'IPO, dont un grand nombre de sociétés affichent des pertes, renforce la conviction d'un marché en excès de confiance : on achète des *business plans*, en Chine comme aux États-Unis, dans les newtech et la biotech.

Autant de signaux révélateurs d'une complaisance, d'un excès de confiance qu'il est important d'avoir à l'esprit au moment d'aborder le 2^e semestre de l'année. Il sera celui d'une dynamique en phase avec le resserrement monétaire annoncé, ainsi qu'avec les effets liés à l'année « pré-électorale » – historiquement très favorable aux marchés actions jusqu'en juillet. C'est la condition pour pouvoir profiter d'opportunités de plus en plus sélectives dans une phase de divergence et de volatilité accrue, où l'arbitrage sectoriel, la gestion active, la différenciation seront clés. Sans perdre de vue que le marché américain est 78% du temps en phase haussière cyclique, avec une performance médiane annualisée de 15%. Un marché leader – la capitalisation boursière totale de l'Union européenne ne dépasse pas celle du secteur IT aux États-Unis. ■