

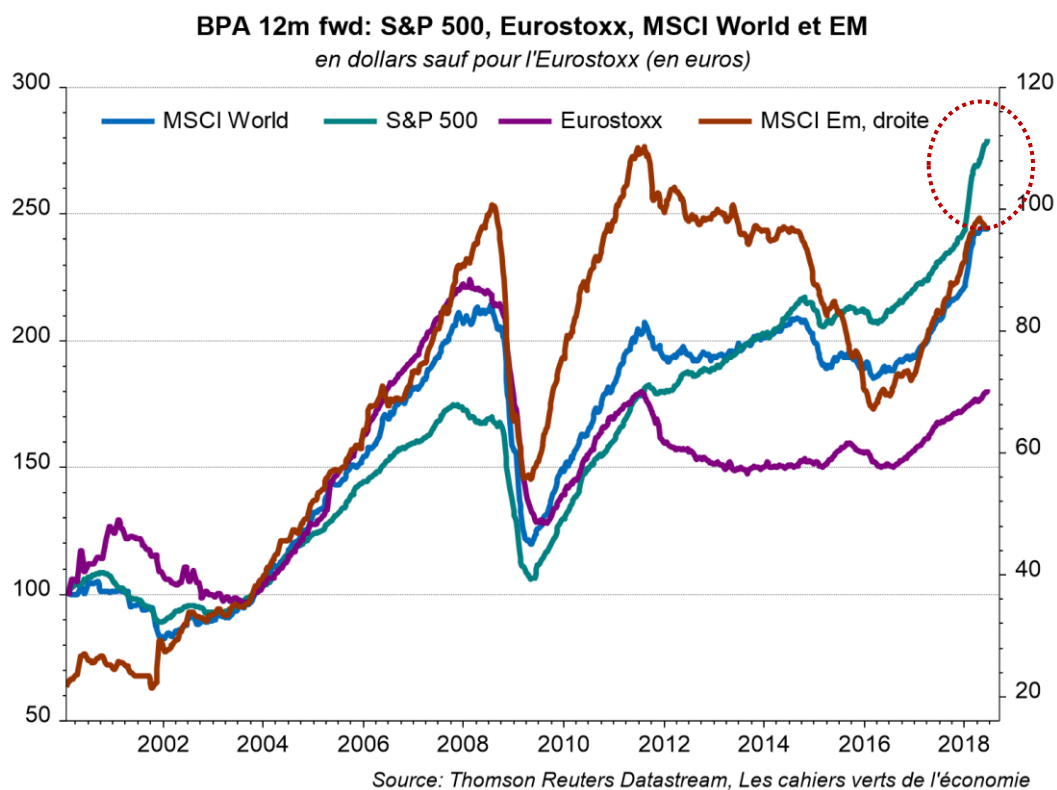


LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

Chronique hebdomadaire
25 juin 2018

Le match entre les BPA et l'aversion au risque : qui va gagner ?

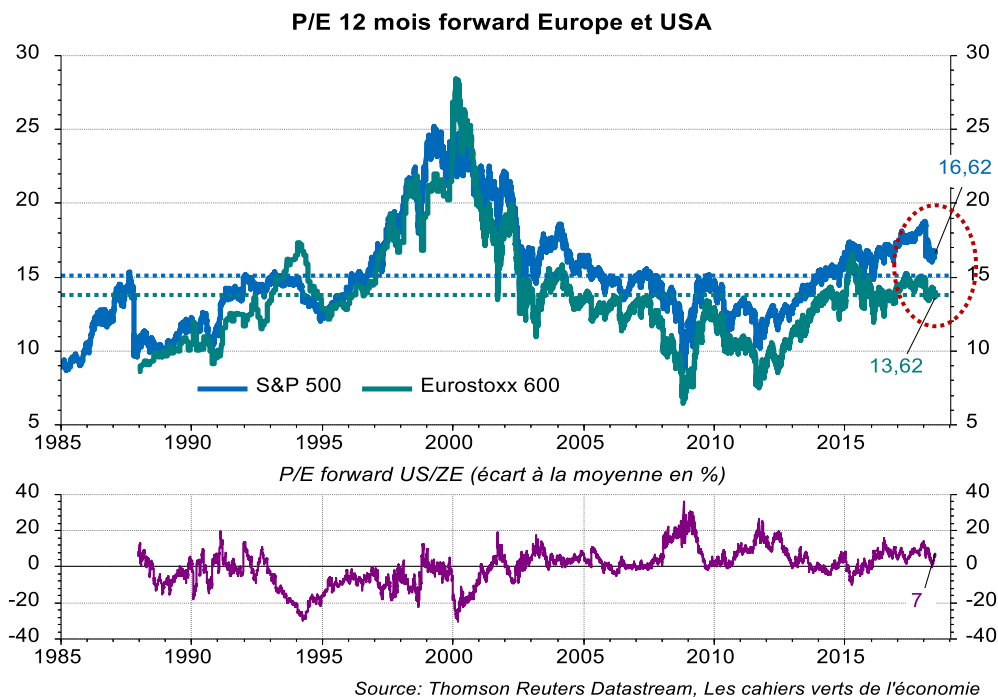
Le marché actions américain (S&P 500) n'a progressé (en dollars) « que » de 3% depuis le début de l'année, alors que la dynamique des BPA est l'une des plus satisfaisantes de tout ce cycle haussier qui a démarré en mars 2009. La hausse prévue des BPA du S&P 500 par les analystes est de 22% pour 2018, soit la hausse la plus forte depuis 2010 (+40%). Certes, cette hausse intègre la réforme fiscale et cela avait été en partie pricé en 2017. Il demeure qu'hors réforme fiscale, la croissance des BPA peut être estimée à 10/12%. Et, en début d'année, la croissance totale anticipée n'était que de 12%. Il s'agit donc du plus fort mouvement de révision haussière des résultats américains depuis 2009 (voir graph ci-dessous).



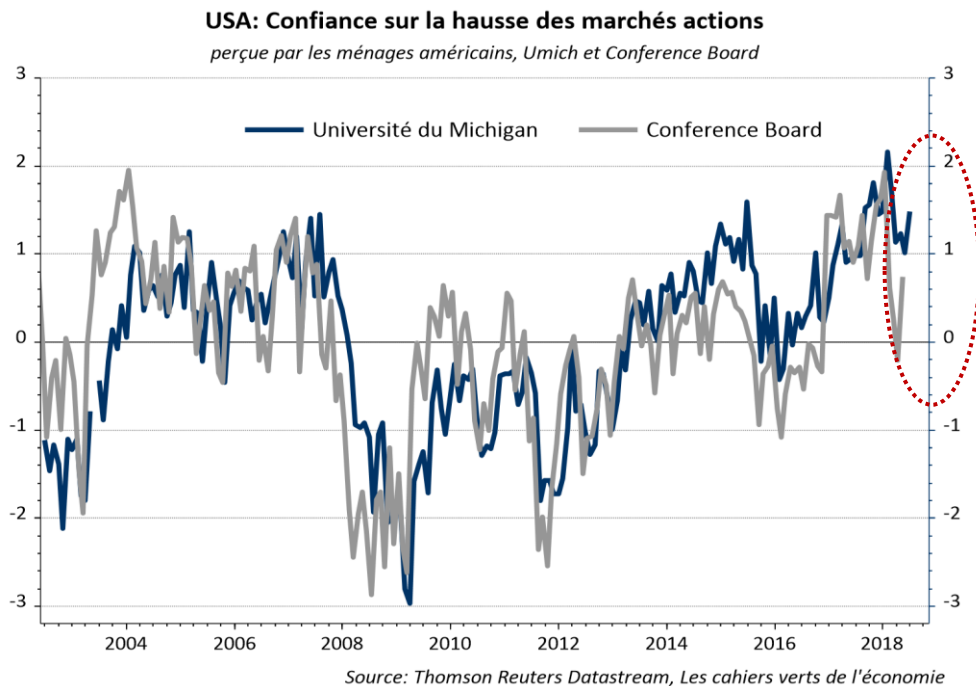
Nous ne connaissons pas beaucoup de situations au cours desquelles le marché actions américain baisse durablement alors que les BPA sont en hausse. Pour être précis et si l'on raisonne par trimestre, nous trouvons sur les 25 dernières années 17 trimestres (17% du temps) où il y a à la fois baisse du marché actions et hausse des BPA (en glissement). Il faut alors une nette hausse de l'aversion au risque et/ou des conditions monétaires plus restrictives et/ou une dégradation des perspectives macro pour que le marché se replie. Ces exemples incluent notamment le T3 1994 (resserrement brutal de la Fed), la crise asiatique (T2 1998 et T2 1999), les scandales liés à « l'Enronite » (T2 et T4 2002), la crise de la dette souveraine de la zone euro (T1 2010, T2 2011, T1 et T3 2012) et... le T1 2018, du fait de la correction de janvier-février dernier. Un tel découplage n'a jamais duré plus d'un trimestre. Et c'est exactement ce qui s'est produit au T2 2018, avec un retour du marché en territoire positif, même si celui-ci n'a pas encore retracé la correction de janvier/février.

En fait, la performance « médiocre » du marché américain depuis le début de l'année constitue le prix d'un retour à la moyenne, logique après une année 2017 excessive (progression de l'indice de près de 20% pour une progression des résultats de seulement 11%, volatilité très faible, positionnement très agressif des opérateurs de marché).

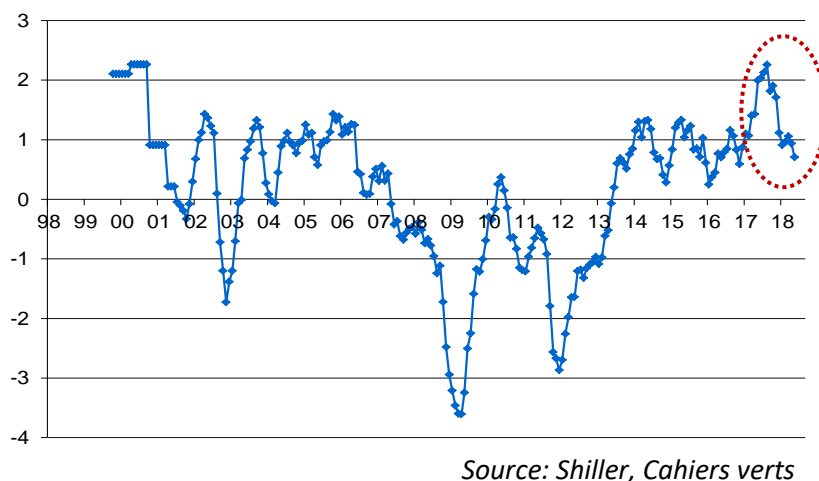
Du même coup, on se retrouve avec un marché un peu moins cher (les valorisations sur les BPA forward 12 mois ressortent dorénavant à 16.6 contre 18.6 au pic de fin janvier, voir graph ci-dessous), un sentiment de marché moins optimiste et des investisseurs moins complaisants.



Cette moindre complaisance se voit dans la baisse de confiance des ménages américains dans le potentiel haussier des actions, ainsi que la diminution (depuis janvier dernier) de l'écart entre ceux qui estiment le marché cher et ceux qui pensent qu'il va baisser (à partir des données de R. Shiller) ; voir graphes ci-dessous.

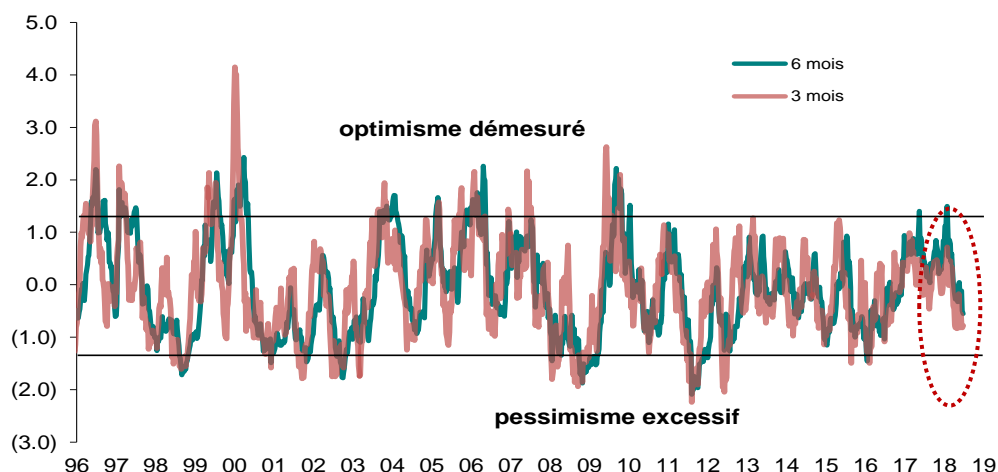


Écart entre la probabilité qu'il n'y aura pas de retournement du marché et la perception de faible valorisation des marchés actions (données de Shiller)



Quant à notre indicateur d'appétit pour le risque de moyen terme, il s'est sensiblement ajusté à la baisse (voir graph ci-après).

Indicateur d'appétit pour le risque de moyen terme (1)



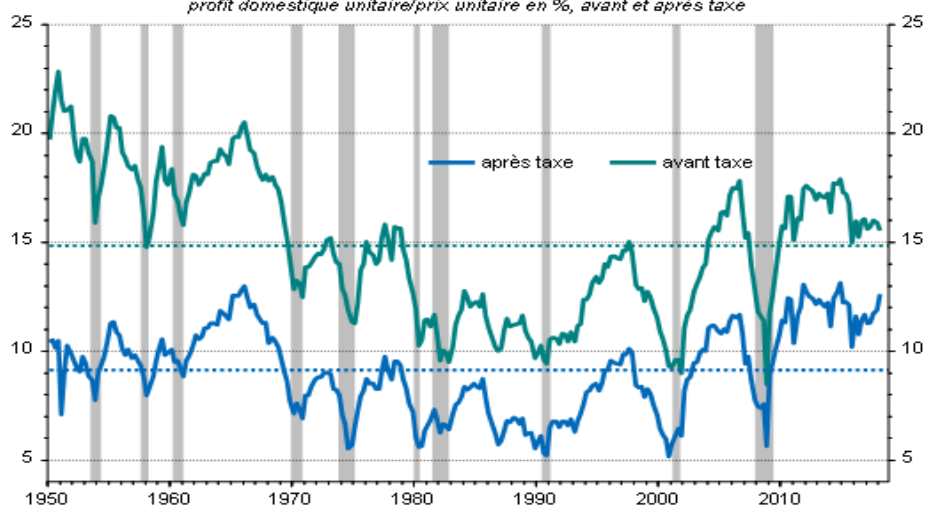
(1) Calculé sur la base du rendement/risque relatif d'actifs risqués et non risqués sur 3 et 6 mois. Source : Cahiers Verts

Quid du S2 2018 ?

Pour nous, le vecteur des BPA va continuer de jouer un rôle positif au 2^{ème} semestre. Simplement, la dynamique devrait être moins forte. En effet, la croissance américaine va quelque peu consolider, quoique faiblement (2,5% de croissance du PIB vs. 3% au S1) ; le dollar devrait plutôt jouer un rôle neutre (moyenne de l'euro-dollar à 1,21 sur le S1) et les marges brutes se comprimer légèrement (hausse des coûts salariaux unitaires et des charges financières, voir graph ci-dessous)¹. Ajoutons qu'il demeure un potentiel de hausse des rachats d'actions qui ont d'ailleurs progressé au cours du 2^{ème} trimestre. Rappelons que rien qu'au 1^{er} trimestre les rapatriements de profits offshore ont atteint 217 mds de dollars, selon les données de la Fed, soit environ 10% des encours totaux stockés à l'étranger.

USA: Marges unitaires totales (profits macroéconomiques)

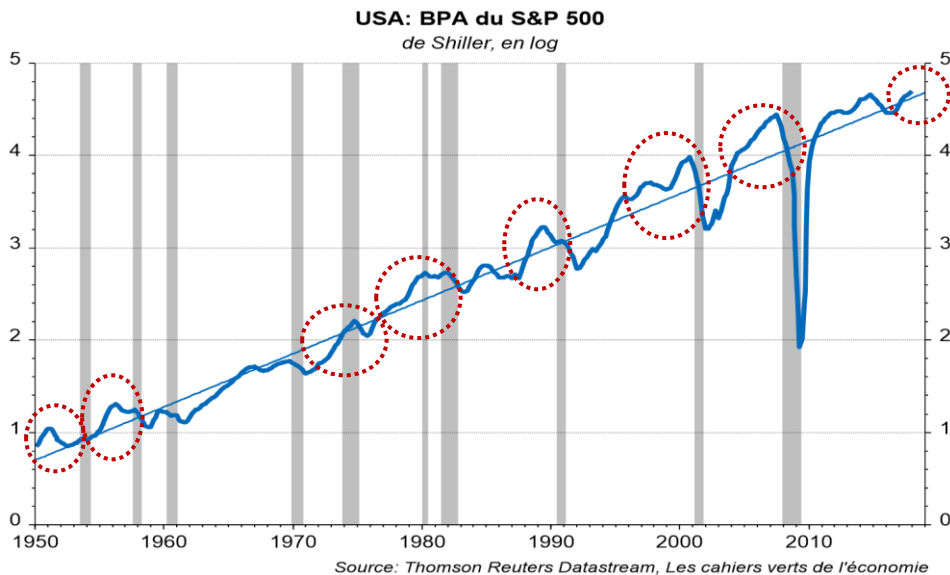
profit domestique unitaire/prix unitaire en %, avant et après taxe



Source: Thomson Reuters Datastream, Les cahiers verts de l'économie

¹ Aujourd'hui les marges brutes des entreprises non-financières sont stabilisées, tandis que les marges nettes ont évidemment monté du fait de la réforme fiscale.

Certains investisseurs nous font observer que la dynamique haussière des BPA américains a été excessivement haussière sur les 9 dernières années et que c'est en soi un facteur préoccupant. En fait, c'est oublier un peu vite que cette dynamique a aussi suivi la récession des BPA (en 2007-09) la plus importante depuis 1917. Si l'on regarde la tendance longue de croissance des BPA depuis 70 ans, on se situe aujourd'hui 4% au-dessus de celle-ci. Le pic des BPA sur chaque cycle boursier haussier depuis 1974 se situe en moyenne 29% au-dessus de la tendance (voir graph ci-dessous)².



Évidemment, le marché pourrait être négativement affecté au S2 par une montée de l'aversion au risque (amplification des tensions protectionnistes, approfondissement des tensions avec l'Italie en Europe, extension des tensions géopolitiques,...) et/ou par la dégradation des perspectives macro (prolongement du choc d'offre pétrolier en raison de l'incapacité de l'Arabie Saoudite et de la Russie de compenser la chute de production iranienne et vénézuélienne, poursuite du dollar haussier et impact plus prononcé sur les pays émergents fragiles) et/ou par des conditions monétaires américaines plus restrictives (si par exemple la core PCE, le déflateur de dépenses de consommation sous-jacentes, dépassait nettement les 2%). Mais cela ne se situe pas dans notre scénario cœur.

En conséquence, alors que les valorisations sont un peu plus raisonnables, on peut tabler sur une progression à un chiffre des marchés américains au S2, alimentée principalement par la poursuite de la hausse des BPA.

Copyright tous droits réservés. Ce document est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive des clients de SOCOFI (Les Cahiers Verts de l'économie). Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de SOCOFI.

² On rappelle que le pic des BPA précède de 5 mois (en moyenne et en médiane) les pics de marché sur l'après-guerre.