



LES CAHIERS VERTS DE L'ÉCONOMIE

**Chronique hebdomadaire
3 septembre 2018**

Le marché haussier est toujours vivant : la suite ?

La suite est que le marché haussier n'est très probablement pas terminé selon nous.

Nous écrivions dans notre éditorial du 7 février¹ que la « correction récente (...) doit plutôt être considérée d'un point de vue tactique comme un point d'entrée sur les marchés actions. Bref, ce n'est pas encore la fin du marché haussier ». La réalité a validé ce point car le 24 août, le S&P 500 a à nouveau franchi un cap historique, en dépassant le point haut du 26 janvier (qui avait marqué le début de la correction jusqu'au 8 février). Ce retracement a été un peu plus long que la moyenne historique (plus de 6 mois contre 3,5 mois pour les corrections d'après-guerre) en raison de la thématique de la guerre commerciale lancée par Trump en mars.

Ce bull market est déjà exceptionnel. En termes de durée d'abord, il a 113 mois, soit le double de la moyenne des 28 marchés haussiers depuis 1872. Il s'agit du 2ème marché haussier le plus long de l'histoire, après celui de décembre 1987-mars 2000. En termes de performance ensuite. La hausse réelle de l'indice (nette d'inflation mais hors dividendes) a été de 264% depuis le 9 mars 2009, soit une hausse réelle annuelle moyenne de 13,5% vs. 12% pour le marché de 1987-2000. Seul le marché de 1921-29 (sur une durée comparable) a offert une meilleure performance.

Certains nous feront observer que la vigueur de la hausse du bull market actuel doit être nuancée à l'aune de l'ampleur de la chute antérieure (2007-09). Mais, même dans ce cas, l'actuel marché haussier apparaît nettement au-dessus des performances des marchés haussiers précédents. Aujourd'hui, la valeur réelle du S&P 500 se situe 55% au-delà du point haut du précédent du marché haussier (octobre 2007), vs. 24% pour les marchés haussiers précédents à leur pic.

La suite à horizon 6 mois ?

Le marché est encore haussier selon nous. Pourquoi ? Il y a pour nous 8 arguments-clé.

1/ La micro. Observons tout d'abord que la croissance des BPA cette année sera la plus forte depuis 2010 (plus de 25% selon nous). Les BPA ont été particulièrement poussés par la réforme fiscale, la vigueur macro et la dynamique propre de la tech. Au-delà, les prévisions apparaissent optimistes pour 2019 à +10% au total (10% hors financières et énergie), mais pas insensées (surtout si l'on intègre une baisse du dollar). Signalons que les prévisions des analystes américains ne voient pas de surperformance des résultats de la tech sur les exercices 2018-20, alors même qu'elle a dégagé depuis 4 ans des résultats relatifs plus favorables que le marché (+ 6,3% de surperformance relative en moyenne annuelle). Il y a, certes, un risque de re régulation, mais il apparaît encore lointain.

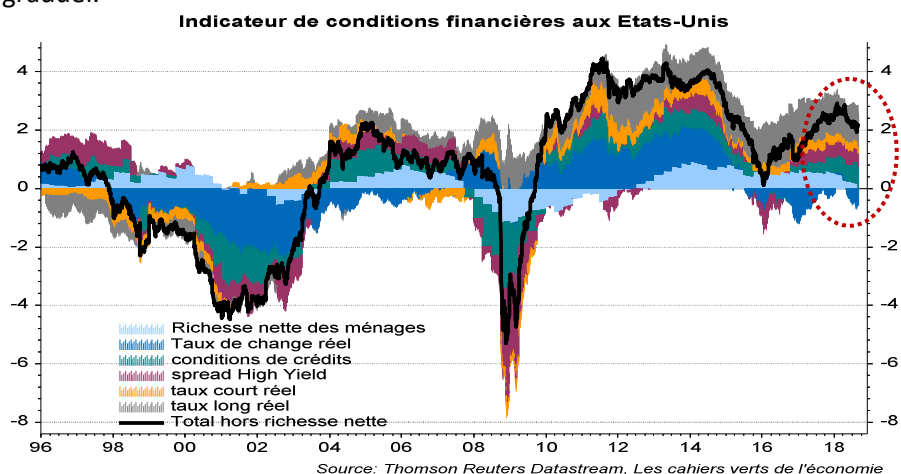
¹ Éditorial du 7 février 2018 : « Correction et montée de la volatilité : on fait quoi maintenant ? »

Ajoutons que les cash-flows restent encore abondants, même après les rachats d'actions et le paiement des dividendes.

Reste la question des marges. Elles sont très élevées et au-dessus de la moyenne mais c'est en grande partie dû au poids de la technologie (26% de la cote) qui bénéficie de sa nature oligopolistique. Hors tech, elles sont légèrement en dessous de la moyenne.

2/ La macro. La croissance américaine annualisée a été de 3,2% au 1er semestre. La performance du second semestre ne sera pas très éloignée. Les dernières données relatives à l'investissement et à la consommation privée sont favorables. La confiance est élevée et les effets macro de la relance budgétaire et fiscale ne sont pas terminés. Seul le marché immobilier résidentiel reste mal orienté. Il n'y a pas par ailleurs d'indicateur alarmant de retournement à horizon 6 mois (marges, charges d'intérêt, taux de défaut, conditions de crédit bancaire, chômage, salaires, courbe des taux,...). Quant à l'inflation, elle se situe encore loin des niveaux problématiques pour le marché actions (au-dessus de 3/3,5%).

3/ Les conditions macro financières demeurent encore en territoire accommodant, en dépit du resserrement de la Fed et de la hausse du dollar. Rappelons que le durcissement de la FED est très graduel.

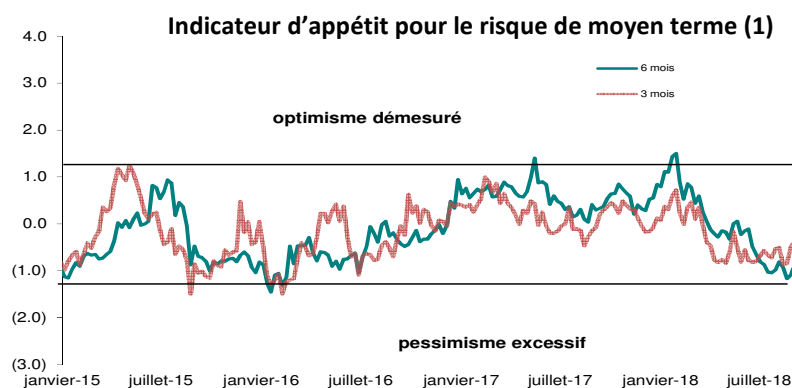


4/ Les valorisations. Avec une hausse de BPA de 25% et une progression du marché de « seulement » 8,5% depuis le début de l'année, le marché est moins cher que l'an dernier. Il reste qu'en prenant une moyenne d'indicateurs de valorisation absolue (P/E fwd un an, P/E trailing, P/E Shiller, P/book, P/cash flows, P/sales,...), le marché est sur valorisé d'environ 25%. Mais un tel degré de cherté n'en fait pas un vecteur autonome de retournement si l'environnement demeure favorable. On est ainsi très loin des écarts-type de bulle comme à l'été 1929 ou au début 2000. La prime de risque reste encore très au-dessus de la moyenne, notamment si elle est ajustée de la volatilité du cycle ou des écarts de taux corporate. Le earning yield se situe quant à lui au-dessus du rendement corporate baa.

5/ Les indicateurs de marché qui nous semblent pertinents (spreads high yield, taux directeur réel, courbe des taux) ne suggèrent pas non plus de retournement. On sait que les spreads high yield s'écartent assez fortement pendant environ 6 mois avant les corrections ou les bear markets, au moins depuis 30 ans. Sur les 9 derniers retournements de marché, la hausse moyenne du spread avait été de près de 140 pb. Or, celle-ci depuis janvier n'a été que de 38 pb. Et le niveau reste bas (350 pb vs. un niveau de près de 560 pb au moment des retournements précédents). Le taux directeur de la Fed déflaté du core CPI reste aujourd'hui en territoire légèrement négatif alors qu'il s'est situé à 3% en moyenne lors des 6 pics précédents de marchés haussiers. Même remarque pour la courbe des taux (2/10 ans) qui se situait en territoire négatif alors qu'elle est encore en territoire positif aujourd'hui.

2

6/ L'appétit pour le risque ne semble pas particulièrement très élevé. Tant nos indicateurs de court ou de moyen terme le montrent (voir graphes ci-dessous).



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

Source : Les Cahiers Verts

Indicateur composite d'appétit pour le risque de court terme *



* basé sur des données de marché (bollinger, RSI) et de confiance des investisseurs
Source: Les Cahiers Verts

7/ Les risques exogènes (guerre commerciale, Italie et présentation du budget fin septembre, Turquie, élections au Brésil en octobre, géopolitique) que nous avons déjà évoqués ne sont pas de nature à générer en soi un bear market américain. Peut-être leur simultanéité pourrait cependant amener une correction sévère.

8/ Le risque endogène le plus sérieux concerne la dette corporate². Ce sont les entreprises qui ont acheté (via les rachats d'actions) près de 20% du marché depuis mars 2009 et un quart de la croissance des BPA est venu des buy backs. Le ratio dette nette/EBITDA (hors financières) est proche de ses niveaux du début des années 2000. Mais, grâce aux taux d'intérêt bas, le ratio charges d'intérêt/dette est aujourd'hui de moins de 4% vs. 6,3% en 2007 (et 5,8% au pic du cycle de 2000). Le ratio de couverture des intérêts de la dette (EBIT/charges d'intérêt) baisse depuis 2015, mais se situe au-delà des niveaux de retournement de cycle. Et nous ne voyons pas de raisons de voir les taux d'intérêt longs américains remonter fortement à horizon 6 mois. Conclusion ? Le marché actions mondial peut encore surperformer les obligations souveraines à horizon 6 mois. Le marché européen peut-il surperformer, comme ce fut le cas de novembre 2016 à septembre 2017 (et encore pour une courte période de début mars dernier jusqu'à la mi-mai) ? Le discount est de plus de 11%. Pour mémoire on rappellera que les BPA de l'eurostoxx sont encore 18% en dessous de leur niveau pré-crise vs +65% pour les USA. Alors, certes, cela s'explique par toute une série de variables structurelles: croissance potentielle plus forte aux USA, poids de la tech dans les indices, (26% aux

² Voir sur ces points notre chronique hebdo du 19 mars dernier ; « Si l'on faisait un point sur l'impact de la hausse des taux sur la dette privée américaine ? »

USA vs moins de 7% dans l'eurostoxx) ou fiscales depuis un an (baisse de la fiscalité corporate, forte dynamique des rachats d'actions). Mais il y a, selon nous, un certain potentiel de rattrapage. Parallèlement, l'aversion relative au risque européen (la prime de risque relative au marché américain) est plus élevée qu'en 2010-12, années de la crise de la dette souveraine européenne.

Il est toutefois à craindre que la triple thématique de l'Italie (la pression des agences de rating a déjà commencé avec une dégradation vendredi dernier des perspectives de note par Fitch), du Brexit (possible absence d'accord d'ici la fin de l'année) et de la Turquie (expositions bancaires + en cas de contagion partielle, exposition plus élevée aux émergents) maintienne l'aversion au risque spécifique dont souffre le marché européen.

**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.**