



Jacques Bossuyt

Tel : (+352) 621.21.55.07
e-mail : jacques.bossuyt@pt.lu

The Political Incorrect Financial Letter

Un regard satirique mais pas moins pertinent sur l'actualité boursière.

Cette édition spéciale cadre bien dans le Consequent Investing Concept, mais ne parle pas du Concept Portfolio, dont vous recevrez bientôt le rapport de gestion à part.

Prévisions pour 2018

C'est l'anniversaire de l'investiture de Trump à la Maison Blanche... Encore 1.095 jours, pfff...
Je lui transmettrai mes vœux à la fin de cette lettre.

Aujourd'hui, comme promis, je vous livre mes prévisions pour 2018. Il serait complètement inutile et même un peu ridicule de déjà prévoir comment l'année va se terminer. Pourtant, tout le monde le fait. Dans l'état actuel des choses, c'est déjà périlleux de faire des prévisions à quelques mois. Mes prévisions sont pour 3 mois maximum.

Ce qui me préoccupe actuellement, c'est que les bourses continuent à battre record après record. Il paraît que c'est parce que l'économie mondiale va bien...

Voyez ce graphique (*S&P 500 with the 2 standard deviation Bollinger bands*). Le S&P restant au-dessus de la ligne supérieure (mauve), indique clairement que l'ambiance devient trop chaude. Une correction en direction de la moyenne mobile, pouvant même aller jusqu'à la bande inférieure, est donc probable. Ce qui m'inquiète le plus, c'est la forme de la courbe. Elle devient franchement exponentielle.



Ce graphique me rappelle mars 2000 où le S&P500 avait monté de 14% en 8 jours avant de s'effondrer. On n'est pas encore à ce rythme-là, mais tout le monde est devenu optimiste. Et quand tout le monde pense la même chose, plus personne ne pense. Kevin Muir, dans the MacroTourist, écrit avec beaucoup d'humour : *The mad rush into stocks has more resemblance to a cafeteria food fight than a regular functioning market.*

Une des règles en bourse, attribuée à Bob Farrell, dit **“Exponentially rapidly rising or falling markets usually go farther than you think, but they do not correct by going sideways”**.

Alors, essayons de voir où on va à partir d’ici...

Sommes-nous au sommet aujourd’hui ? Un peu déboussolés, les observateurs se posent la question quel nom ils doivent donner au phénomène actuel. S’agit-il d’une euphorie ? D’achats de panique (Fear Of Missing Out) ? Simplement d’un autre rallye ? De l’effervescence ? D’une bulle ?

La communauté financière évite d’utiliser le mot “bulle” actuellement, car tous les clignotants, tous les signaux d’alarme, toutes les mesures et ratios dont un investisseur devrait tenir compte, ont de toute façon déjà été ignorés et dépassés. Tous les feux rouges ont été grillés.

Aujourd’hui, pour ne pas devoir conseiller de vendre les actions, on préfère parler de **“melt-up”**. C’est la nouvelle expression à la mode. Entre autres, les respectables Jeremy Grantham et Bill Miller, qui ne sont pas spécialement connus pour leur optimisme débordant, utilisent le mot pour dire que les marchés peuvent monter de 30% (Miller) et **“dramatically higher”** (Grantham).

J’ai donc été voir ce que veut dire le terme **“melt-up”**. Dans les années 30, c’était le point où la crème à la glace commençait à fondre. Dans les années 60 c’était le cœur du réacteur nucléaire qui commençait à fondre (situation extrêmement dangereuse). Aujourd’hui on utilise le terme dans la finance pour décrire un événement de marché spécifique : un rallye accélérant rapidement, conduit uniquement par le sentiment. C’est-à-dire que l’optimisme du marché n’est plus lié aux fondamentaux et que les investisseurs sautent sur le train en marche. Tout est basé sur l’élan (**le momentum**) et, dans les étapes ultérieures, sur la peur de manquer.

Il me semble logique que des achats par peur de manquer aient été faits fin 2017 pour embellir la performance des portefeuilles sous-investis. Mais que ça continue en janvier, cela me paraît un peu plus suspicieux.

Mais quelle est la différence entre melt-up et une vraie bulle ?

Les 2 termes ne sont pas synonymes. Les fondamentaux (ou l’absence de ceux-ci) sont la clé. Un melt-up peut pousser les cours à des niveaux **bu(r)lesques** si la montée des cours n’est plus corrélée aux bénéfiques et aux ventes des entreprises. Mais si ceux-ci rattrapent la performance des prix dans un délai raisonnable, il est possible qu’une bulle soit évitée. En fait, rétrospectivement, cela ressemblerait à un rallye justifié, l’argent intelligent devançant la tendance comme en 2009 et 2010.

Il n’y a pas de critères précis, mais le terme est le plus souvent utilisé lorsqu’un marché est passé de gains réguliers à des gains de plus en plus rapides. Considérez l’histoire récente : 13 mois positifs sur 14 était déjà exceptionnel, mais apparemment pas encore assez « hot » pour parler d’un melt-up. Les 11 nouveaux records en 15 jours depuis le 1^{er} janvier, ça c’est déjà autre chose.

Alors est-ce un melt-up aujourd’hui, oui ou non ?

Ce n’est qu’après coup qu’on va le savoir. Mais ça y ressemble fortement. Les investisseurs qui font grimper les prix parient que cela continuera assez longtemps pour qu’ils puissent sortir à temps. Ils pointent des raisons sous-jacentes tangibles pour l’optimisme du marché qui se dessine au début de 2018. En particulier, l’impact potentiel des réductions d’impôt adoptées par les républicains le mois dernier sur la croissance des bénéfiques des entreprises. Si (comme je le pense) les entreprises vont reverser la majeure partie du cadeau fiscal aux actionnaires (dividendes et buy-backs), cela peut être **une bonne raison d’acheter des actions américaines**.

Quelques réflexions de Gina Martin Adam et Peter Chung, analystes chez Bloomberg Intelligence, cités par Dominique Beauchamp dans lesaffaires.com :

« Un melt-up, par définition, est une montée boursière déconnectée des facteurs fondamentaux. Or, l'appréciation récente repose sur l'accélération des bénéfices provoquée par les bonnes données économiques et par la baisse des impôts aux États-Unis. Dans les années 1990, la progression moyenne de 20% des bénéfices a ralenti à un rythme de 7% bien avant que les sommets de ce marché haussier ne soient atteints. Actuellement, le consensus table sur une croissance moyenne de 11% au cours des deux prochaines années, par rapport à la cadence moyenne de 3,8% des cinq dernières années. Plusieurs observateurs citent le multiple élevé des cours par rapport à la moyenne mobile de 10 ans des bénéfices déclarés du S&P 500, ajustée pour l'inflation, le fameux **CAPE ratio de Robert Shiller**, en tant qu'argument d'évaluation excessive. Le ratio est actuellement de 32,4 fois. Cela se compare à 27 fois en janvier 2007, à 43,8 fois en janvier 2000. Adam et Chung rétorquent que ce ratio aura bientôt plus belle allure. Une fois que les bénéfices déprimés de la crise de 2008-09 disparaîtront des moyennes mobiles de 10 ans et que la réforme aura soulevé les bénéfices courants, le ratio cessera de grimper et pourrait même baisser. Les cours pourraient donc s'apprécier de 10% par année jusqu'en 2020, sans faire grimper le ratio CAPE, disent-ils, si bien sûr le consensus des bénéfices s'avère juste ». **Ce n'est pas moi qui le dis, c'est eux. Je vous laisse méditer là-dessus.**

Autre chose à méditer...

Voici un tableau publié le 18/12 qui montre les prévisions pour le S&P500 fin 2018 de quelques chefs investment officers interrogés par Marketwatch. Si on ne tient pas compte de la prévision de Wedbush (2.350), on arrive à une moyenne de 2.857 pour le S&P. A la date de publication de ce tableau, le S&P était à 2.690. Aujourd'hui, au moment où j'écris, il est déjà à 2.841 ! Allez, encore 20 points (+0.70%) et on y est. **Pouvons-nous alors fermer les livres et partir en vacances ?? Ou devons-nous essayer d'arriver à 3.100 points (l'estimation la plus élevée) et risquer de subir LA correction entretemps ??** C'est une question à laquelle vous pouvez me répondre par mail.

Firm/Strategist	2018 target
Wedbush/Winer	2350
Wells Fargo Investment Institute	2650-2750
Citibank/Levkovich	2675
Morgan Stanley/Wilson	2750
CFRA/Stovall	2800
Bank of America/Subramanian	2800
Goldman Sachs/Kostin	2850
Deutsche Bank/Chadha	2850
BMO Capital Markets/Belski	2950
Seaport Global Securities/Hastings	3000
JP Morgan/Lakos-Bujas	3000
Yardeni Research/Yardeni	3100
Average	2819

Assez médité maintenant. Je vous livre ma conclusion : un optimisme prudent, avec accentuation sur « prudent ». Profiter encore un peu du momentum, mais Asset Allocation à revoir à très court terme.

Dans un portefeuille qui peut avoir une exposition aux actions entre 0% et 100%, une exposition de +/-75% me semble encore acceptable pour le moment.

- **MAIS** il faut un programme de stop-loss en place.
- En même temps, à fur et à mesure que les cours continuent à grimper, il faut réduire la voilure.
- Une surpondération aux Etats-Unis me semble tout à fait justifiée
 - A cause de l'impact de la réduction d'impôts voté par la Congrégation Trump.
 - A cause du Dollar faible (mauvais pour l'Europe)
 - Parce que l'Europe est plus sensible à la conjoncture chinoise que les Etats-Unis (le surendettement chinois pourrait poser un problème)
 - Surpondérer l'Europe n'a pas beaucoup de sens, car généralement, quand Wall Street chute, l'Europe tombe encore plus bas.
 - Couvrir partiellement le risque Dollar (cfr. infra)

- **En ce qui concerne l'exposition au Dollar, c'est avec beaucoup de mal au cœur que j'ai réduit l'exposition au Dollar de 20 à 15% dans le portefeuille modèle.**

Parlons du Dollar

On ne peut pas gérer un portefeuille sans tenir compte du cours du Dollar. Sauf si on se dit « je ne veux aucun risque de devise et je fais 100% confiance à l'Euro ». J'ai un peu de mal à faire 100% confiance à l'Euro, avec les élections Italiennes qui arrivent, les tensions grandissantes entre l'Europe Austro-Hongroise et le reste au sein de l'Union Européenne (**), et Poker-Face Draghi qui va déployer tout son talent pour éviter que l'Euro monte trop. Je veux donc toujours être exposé au Dollar.

Je lisais un rapport de JP Morgan dans lequel, lui qui a toujours un avis sur tout, ne pouvait pas expliquer la baisse du Dollar, alors que la vigueur de l'économie, la différence de taux d'intérêts, et le fameux tax-bill devraient provoquer une hausse du billet vert vis-à-vis de l'Euro. Alors si JMP n'a pas d'explication, je peux peut-être me permettre de donner un humble avis.

Le cours du Dollar reflète 2 aspects : l'aspect économique (liquidité, commerce etc) et l'aspect géopolitique (diplomatie, sécurité militaire). Dans une étude, Eichengreen, Mehl et Chitu (*) estiment que l'aspect géopolitique compte pour 30% dans les réserves des pays qui sont militairement dépendant de l'Amérique (Allemagne, Japon, Corée du Sud, Arabie Saoudite, Taiwan). Avec la politique nombriliste « America First » de la Congrégation Trump qui remet en question la fiabilité du partenaire Américain, le prime géopolitique pourrait diminuer. Si ce n'est pas déjà fait. Fin Q3-2017, le poids du Dollar dans les réserves internationales était au plus bas depuis mi-2014 selon le FMI (6.13 trillion USD = 63.5% des réserves), la diminution s'étant produit pendant les 3 premiers trimestres de 2017.

Et puis il y a la Chine. Le seul qui peut clouer le bec à Trump, c'est Xi, le président chinois. On a vu – il y quelques jours – comment une simple rumeur, comme quoi la Chine pourrait diminuer ses achats de bons de Trésor, a chahuté le Dollar et les taux d'intérêts des Treasuries.

(*) <https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-01-05why-trump-is-probably-to-blame-for-the-weak-dollar>

()** : En parlant des tensions entre l'Est (l'Europe Austro-Hongroise) et l'Ouest au sein de l'Union Européenne, c'est bizarre que personne ne parle de l'extrême droite autrichienne qui officiellement n'est pas au pouvoir, mais qui a tout simplement raflé **tous** les ministères les plus importants du pays. **Ne faisons pas la politique d'Autriche avec l'Autriche !**

Regardez bien la photo (en détail)



“And now, Ladies and Gentlemen, the President of the United States of America” !!



Tout juste un an à la Maison Blanche, et déjà un **shut down** (*now you better shut up*). Bravo, Donald, c’est un très joli cadeau d’anniversaire que vous donnez aux fonctionnaires qui veulent rendre votre pays *great again*. Entretemps, nous, les nantis, nous profitons pleinement de votre cadeau fiscal à ceux qui n’en avaient pas besoin, votre fameux *tax-bill*, car nos actions américaines montent en flèche. **Merci**.

Malheureusement, nous devons encore vous subir pendant 1095 jours et supporter votre prétention sans commune mesure, votre irresponsabilité, vos gaffes, votre incompétence géopolitique presque comparable à celle de G.W. Bush, vos grossièretés et vos tweets à la con. Vous auriez été un superbe Prince Carnaval, mais comme président de la plus grande puissance mondiale, c’est raté. C’est vrai que vous avez été élu démocratiquement. Mais, comme l’Histoire l’a si souvent démontré, le peuple ne fait pas toujours des choix intelligents.

Chers investisseurs, ne vous en faites pas, ce n’est pas le premier *shutdown*, et ce ne sera certainement pas le dernier avec Trump. Heureusement, la bourse s’en contrefiche complètement. Regardez ce que cela a donné dans le passé (voir tableau). C’est sous Carter que les *shutdowns* ont été les plus longs et que la bourse a le plus souffert, mais c’était aussi la période de la deuxième crise pétrolière (1979). Pendant les *shutdowns* sous Clinton et Obama, le S&P500 a même progressé.

U.S. GOVERNMENT SHUTDOWNS HAVEN'T ALWAYS BEEN BAD FOR EQUITIES

S&P 500 Performance During U.S. Government Shutdowns

Start Date	End Date	Length (Days)	S&P 500 Return	President	Senate	House
09/30/76	10/11/76	10	-3.4%	Ford	Democrat	Democrat
09/30/77	10/13/77	12	-3.2%	Carter	Democrat	Democrat
10/31/77	11/09/77	8	0.7%	Carter	Democrat	Democrat
11/30/77	12/09/77	8	-1.2%	Carter	Democrat	Democrat
09/30/78	10/18/78	18	-2.0%	Carter	Democrat	Democrat
09/30/79	10/12/79	11	-4.4%	Carter	Democrat	Democrat
11/20/81	11/23/81	2	-0.1%	Reagan	Republican	Democrat
09/30/82	10/02/82	1	1.3%	Reagan	Republican	Democrat
12/17/82	12/21/82	3	0.8%	Reagan	Republican	Democrat
11/10/83	11/14/83	3	1.3%	Reagan	Republican	Democrat
09/30/84	10/03/84	2	-2.2%	Reagan	Republican	Democrat
10/03/84	10/05/84	1	0.1%	Reagan	Republican	Democrat
10/16/86	10/18/86	1	-0.3%	Reagan	Republican	Democrat
12/18/87	12/20/87	1	0.0%	Reagan	Democrat	Democrat
10/05/90	10/09/90	5	-2.1%	G. H. W. Bush	Democrat	Democrat
11/13/95	11/19/95	5	1.3%	Clinton	Republican	Republican
12/15/95	01/06/96	21	0.1%	Clinton	Republican	Republican
09/30/13	10/17/13	16	3.1%	Obama	Democrat	Republican
04/29/17	?	?	?	Trump	Republican	Republican
Average			-0.6%			
Median			0.0%			
% Positive			44.4%			

Source: LPL Research, FactSet 04/17/17

Comment investir son argent en 2018 ?

Après avoir acheté de la terre agricole, des petites pièces d'or et du Kleenex, et après avoir ouvert un compte de secours aux Etats-Unis où on ne vous demande même pas d'où vient l'argent (bizarre pour le pays qui a aboli **notre** secret bancaire n'est-ce pas), vous pouvez investir dans un portefeuille de fonds (d'actions) qui est géré selon le Consequent Investing Concept.

The Consequent Investing Concept Portfolio est conçu pour la partie de son patrimoine qu'un investisseur veut bien allouer aux **actions, sans que** cette partie doive obligatoirement être constamment investie à 100% en actions.

Principes de base : Sur le long terme, la performance dépend surtout du fait d'**être ou ne pas être** (investi) dans le marché, et – contrairement à ce que tut le monde veut vous faire croire – beaucoup moins du « stock picking ». Le portefeuille aura donc une exposition aux actions qui pourra varier entre 100 et zéro %. Le but est de gagner de l'argent quand tout va bien (profiter des périodes de hausse) et surtout de ne pas trop perdre quand ça va mal (se retirer ou se couvrir à l'approche des périodes de baisse), pour finalement **gagner en perdant moins**.

Les principaux moteurs de performance sont :

- l'allocation tactique et stratégique des actifs (le cash étant également un actif)
- l'allocation des styles de gestion selon les circonstances
- la sélection de gestionnaires de fonds parmi les meilleurs dans leur domaine spécifique et dont le style est le mieux adapté à la situation macro- et micro-économique du moment.
- la gestion du risque de change.

Rédaction achevée le 23 janvier 2018 à 20h.

Fier de vous avoir parmi mes lecteurs.

Jacques Bossuyt

PS : Cette Lettre est libre de reproduction en tout ou en partie à condition que le texte suivant soit mentionné :
« Dans sa Lettre Politiquement Incorrecte, Jacques Bossuyt livre un regard satirique, mais pas moins pertinent, sur l'actualité boursière ».