

RECHERCHE

GOLDMAN SACHS: historique des bénéfices au lieu des estimations

L'investisseur aurait avantage à baser sa stratégie sur les bénéfices historiques rapportés par les entreprises plutôt que sur les estimations du consensus concernant les résultats futurs. Ce constat sans appel émane d'une étude récente de Goldman Sachs, relatée par ZeroHedge. L'application d'une méthode systématique, acheter des sociétés faisant partie de l'indice Stoxx 600 lorsque leur P/E à 12 mois basé sur l'historique des bénéfices est au plus bas et donc les revendre lorsqu'il a atteint un niveau élevé aurait généré une sur-performance annuelle d'environ 25% au cours de la dernière décennie. Des achats/ventes s'orientant aux estimations du consensus, un élément plus subjectif, auraient fait subir des pertes de 3% par année.

L'explication avancée par Goldman Sachs tient aux biais comportementaux. Parmi ces réflexes à priori individuels, certains se retrouvent de manière récurrente entre plusieurs analystes et entre plusieurs trimestres, apparaissant ainsi même dans le consensus. Au début de l'année, la moyenne des estimations de la croissance du chiffre d'affaires se situe entre 5-6% dans 90% des cas. Mais le résultat réel sorti en fin d'année ne s'était jamais trouvé dans cette fourchette. Ce qui refléterait la réticence des analystes à exprimer une opinion tranchée, qui serait pourtant plus conforme à la réalité, à un horizon temporel qu'ils estiment trop éloigné. Ce n'est souvent qu'au cours du deuxième semestre que la vision sur toute l'année commence à se préciser. Un comportement étroitement lié à un autre biais: les analystes adaptent certes très souvent leurs estimations après des présentations de résultats des entreprises qu'ils suivent. Le rythme des révisions des estimations connaît ainsi des pics trimestriels très marqués.

Les analystes interviennent en revanche nettement moins souvent en fonction de changements dans le contexte macro ou encore d'évolutions au niveau de la position qu'occupe l'entreprise suivie parmi ses concurrents (pouvoir de fixation de prix, barrières d'entrée, etc.). Par conséquent, ils risquent de rester trop focalisés sur le niveau entreprise, négligeant le contexte global.

Dernière expression de la prudence des estimations: en début d'année, les analystes croient quasi systématiquement que les entreprises diminueront leur masse de dettes de 8 à 16%. Les investissements financés par de la dette nette, que ce soit sous forme de nouveaux équipements ou en passant par des opérations d'acquisition, sont ainsi largement sous-estimés. Les analystes reflètent ainsi également la réticence des entreprises à annoncer de larges programmes d'investissement au moment de leurs prévisions pour la nouvelle année déjà. Un phénomène qualifié d'«ancrage»: les estimations partent d'une base inappropriée, comme des objectifs d'entreprises ou un consensus d'estimations. Selon les auteurs de l'étude, seule une analyse de la dynamique prévalant au sein d'une branche représente un point de départ correct.

Le S&P au-delà de 1620 durant l'été

ANALYSE TECHNIQUE. L'indice américain pourrait ensuite connaître une correction de deux ans. Puis nouveau trend haussier en 2015.

Le spécialiste de l'analyse technique genevois Bruno Estier présente ses perspectives pour les marchés en 2013. L'ancien vice-président de Lombard Odier participait hier à une conférence organisée par la Swiss Futures and Options Association à Genève.

A quoi ressemble 2013, du point de vue de l'analyse technique?

Sur les actions, l'année est spéciale et compliquée. De nombreux mouvements à la hausse se sont concrétisés en début d'année. Puis on a vu un début de correction sur le marché européen, alors que le marché américain évoluait à l'horizontal. Cela signifie probablement que le plus faible des deux - l'euro - corrige en prix et que le plus fort - l'américain - corrige en temps. Des flots viennent constamment alimenter le marché le plus fort, car à l'automne dernier, les opérateurs étaient largement sous-investis en actions et très surinvestis en obligations. C'est toujours vrai.

A quoi vous attendez-vous pour le traditionnel recul de fin février?

Les flots continuent d'arriver. On devrait avoir une sorte de trou d'air fin février ou début mars, pour équilibrer le niveau très suracheté du marché. Mais le recul ne sera vraisemblablement pas très profond sur le marché américain : entre 5% et 10%, certainement pas au-delà. Puis le marché continuera à monter jusqu'en août, jusqu'à 1620 points pour le S&P. Alors tout le monde sera long et ça deviendra dangereux.

D'où vient ce résultat?

C'est le résultat de la combinai-

son de l'année présidentielle américaine, avec sa saisonnalité sur quatre ans, et du cycle dit «decennial». Une année présidentielle américaine a plutôt un creux au premier trimestre, puis monte jusqu'en milieu d'année, avant de tousoter durant la deuxième moitié et de terminer plutôt à l'horizontal.

Et le cycle decennial?

Il permet de connaître les performances moyennes des années se terminant en 0, en 1, en 2, etc. Les années 0, 1 et 2 sont plutôt baissières; les années 3 et 4 sont tendanciellement en hausse; l'année fantastique est l'année 5, comme en 1985 ou 1995. En combinant ces tendances, on obtient un creux fin février/début mars, une belle montée jusqu'en juillet-août, puis du calme jusqu'au Labour Day américain, le premier lundi de septembre; vient ensuite une tendance baissière, qui pourrait atteindre 15% à 25%, mais on espère que l'année se finira sur un rebond depuis un point bas en automne. En effet, comme le mois de janvier a été haussier, on sait statistiquement que dans une année post-électorale, on ne devrait pas avoir une catastrophe énorme, ni de surperformance prononcée.

Cette tendance baissière de septembre pourrait-elle être très marquée?

Pour affiner cette analyse, je l'ai combinée dans des éléments de très long terme. En combinant ces deux cycles de quatre et dix ans, c'est-à-dire en multipliant quatre par dix, on obtient 37 – car le cycle decennial dure 9,25 ans en vé-

rité. On obtient alors un cycle asymétrique, qui monte pendant 75% à 85% du temps. L'observation de ce cycle montre qu'au lieu d'attendre une correction de type crash pour octobre 2013, on pourrait avoir une correction de l'ordre de 30%, moins profonde dans un premier temps, mais qui perdurera plus longtemps, jusqu'en juillet ou octobre 2014, pour retrouver le cycle de 4 ans. Lorsque nous aurons des trous d'air sur les equities, les rendements des bonds baisseront: tout le monde dit que c'est la fin des bonds, c'est faux.

Pourquoi?

Nous aurons un trading range sur les bonds, car entre deux grands trends, il y a ce qu'on appelle la base, c'est-à-dire un trading range. Cela laisse le temps aux taux d'intérêt d'aller toucher leur ligne de tendance du côté de 2,60, mais dans deux ans. Ce qui laissera au passage du temps pour savoir s'il faut sortir complètement des bonds ou pas.

Que prévoyez-vous à très court terme sur les marchés actions?

Normalement, ce creux de fin février / début mars sera l'opportunité pour les retardataires de rentrer sur le marché. Mais il faudra être malin, car la situation n'est pas aussi simple qu'elle en a l'air. Le grand trend haussier de 2003-2009 était lié à l'industrialisation de la Chine, dont la demande de matières premières permettait aux marchés émergents de surperformer les marchés développés. Depuis 2011, ces moteurs du marché sous-performent. On ne sait pas quel pays sera le prochain moteur. Parmi ces pays émer-

gents, l'un a pris beaucoup d'espace. Il s'agit d'un pays qui était autrefois un grand pays développé: le Japon.

C'est-à-dire?

Ce pays donnera de l'espoir à tout le monde, car il n'avait jamais voulu comprendre qu'il fallait restructurer. Mais le Japon a finalement décidé de dévaluer le yen. Or quand le dollar / yen bouge, tout le monde sait qu'il ne faut surtout pas aller contre. On observe une coordination globale contre la déflation, et encore une fois la règle s'applique «Dont' fight the Feds».

Pourquoi l'or recule-t-il?

On observe une petite cassure des niveaux de 1600, on va peut-être à 1550. Mais le trend haussier à très long terme n'est probablement pas annihilé. On nettoie les positions longues accumulées durant 2012. Pour un technicien, il n'est pas clair du tout que l'on soit dans un trend baissier. Il faudra aller beaucoup plus bas. Dans la deuxième moitié de l'année, le trend haussier lié à l'impression globale de monnaie sera confirmé. Un point intéressant à suivre concerne le lien entre l'or et les actions.

C'est-à-dire?

Auparavant, tous les actifs «risk on» étaient corrélés et évoluaient dans la même direction. Mainte-

nant, quand les marchés montent, et qu'on a l'impression qu'il y a de la croissance, les opérateurs estiment que l'assouplissement quantitatif sera moins nécessaire, et donc ils vendent l'or. Inversement, ils achètent l'or quand le marché recule sur des nouvelles moins bonnes qu'attendu, puisqu'elles signifient qu'il faudra peut-être remettre du QE.

Avec quelles implications pour les marchés actions?

Si on voit le S&P baisser, c'est probablement qu'on aura fait un point bas sur l'or, dans les jours qui viennent. Mais comme l'or bouge le premier et fait un point bas, on ne doit pas être très loin d'un sommet intermédiaire sur le S&P. Quand l'or remontera, le S&P pourrait corriger un peu.

Un mot sur les matières premières et les devises?

Concernant les commodities, la situation est très calme, très trading range. Les graphiques donnent un peu de tendance haussière, notamment sur le Brent. Mais ce n'est plus le grand trend haussier des commodities. Attention aux extrêmes dans le court terme. Sur les devises, il est possible que l'on reste entre 1,40 et 1,25 sur l'euro / dollar. Le grand mouvement risque de se faire sur l'euro / yen.

INTERVIEW: SÉBASTIEN RUCHE

L'ANNÉE 2013 EST LA COMBINAISON DE L'ANNÉE PRÉSIDENTIELLE AMÉRICAINE AVEC SA SAISONNALITÉ SUR QUATRE ANS ET DU CYCLE DIT «DECENNIAL».



Indices BBGI-EthicalQuote ACTIONS SUISSES Janvier 2013



Les indices éthiques participent à la hausse

Les pressions sur les entreprises exportatrices suisses restent présentes en janvier, comme en témoigne le nouveau recul du baromètre conjoncturel du KOF, qui a cédé 0,24 point à 1.05. Mais la situation serait désormais nettement plus favorable qu'il y a trois mois, à en croire les résultats des enquêtes conjoncturelles menées par ce même institut directement auprès des entreprises suisses. Et l'appréciation de l'euro contre le franc suisse au cours du mois a sans doute motivé en partie la forte hausse des marchés actions enregistrée en janvier. Les indices traditionnels bondissent ainsi de +8.33% (SMI) et +7.93% (SPI). Les indices BBGI-EthicalQuote 20 et 40 dégagent des performances similaires, affichant +7.38% (indice 20) et +6.20% (indice 40), tandis que l'indice composé de 60 titres, légèrement en retrait, avance tout de même de +5.61% en janvier. En ce début d'année, les investisseurs privilégient encore les «blue chips» avant que les conditions ne soient finalement réunies pour un retour en grâce des petites et moyennes capitalisations. Depuis le 31.12.1999, les rendements annuels moyens des trois indices BBGI-EthicalQuote atteignent désormais +5.32% (+97.0% sur la période) pour l'indice 20 et +6.94% (+140.48%) et +6.73% (+134.60%) pour les indices composés de 40 et 60 titres, tandis que les indices SPI et SMI affichent respectivement +2.33% (+35.14%) et -0.18% (-2.29%).

ALAIN FREYMOND*
ANTOINE MACH**

Durant le mois de janvier 2013, la réputation éthique des entreprises suisses a été en phase avec la moyenne internationale (calculée sur 600 sociétés): elles affichaient un ratio de 45% d'informations positives (55% de négatives), contre 48% pour le benchmark, en progression par rapport à l'année 2012 qui a été particulièrement éprouvante pour les sociétés du pays. La Grande Bretagne, les Etats-Unis et l'Espagne ont été les principales sources de critiques visant les firmes helvétiques, alors que la Suisse et, une fois n'est pas

coutume, l'Allemagne, se montraient plus conciliantes.

Conditions de travail

C'est dans ce groupe que le ratio positif / négatif a été le plus défavorable aux entreprises suisses (13% de positif seulement), en raison de l'annonce de licenciements et de critiques syndicales (Crédit Suisse, Lonza, UBS). Les bonnes nouvelles relayaient les créations d'emploi annoncées par Adecco et Richemont.

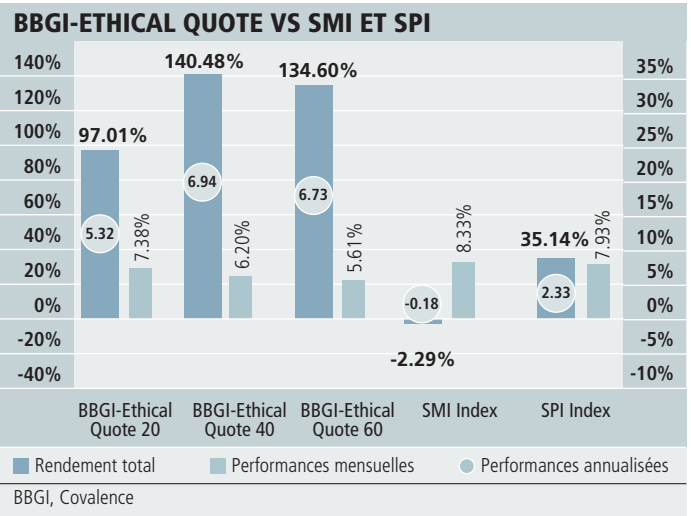
Société

Trimestre difficile également dans ce groupe (35% de positif), avec des commentaires négatifs sur la

Compétition et les mesures antitrust (Novartis, Roche, UBS), la Corruption (Roche, UBS) et la conformité aux réglementations sociales. Les nouvelles favorables se référaient principalement au critère Distinctions (ABB, Adecco, Bank Sarasin, Clariant, Credit Suisse, Holcim, Nestlé, Novartis, Rieter, Roche, Sulzer, Swiss Re, Swisscom, Syngenta, UBS).

Environnement

Un résultat mitigé dans ce groupe (39%), avec des critiques visant Transocean (Pollution) et Syngenta (Biodiversité), et des compliments adressés notamment à Swiss Re (promotion des inves-



tissements dans les énergies renouvelables) et à Sarasin (promotion du tourisme vert).

Gouvernance

Ce groupe obtient un bon résultat (74%), reflétant la bonne position enregistrée par plusieurs entreprises suisses dans le Sustainability Yearbook 2013 publié par RobecoSAM et KPMG International à l'occasion du Forum économique mondial (WEF) de Davos. À noter également, les engagements éthiques pris par

UBS à la suite du scandale du Libor, ainsi que la participation d'ABB au Partenariat contre la corruption du WEF.

Impact produit

L'impact produit a été positivement couvert à 63%. Les commentateurs positifs se rapportaient à la Conformité des produits (Novartis, Roche, Galenica) ainsi qu'à leur impact social (Adecco, Holcim).

*BBGI

**Covalence