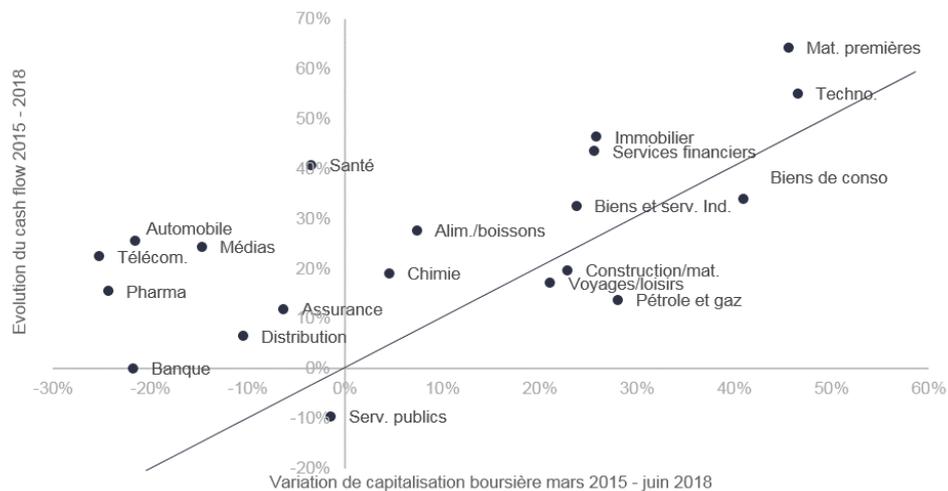


Depuis le point haut des marchés à la fin du premier trimestre 2015, la performance de l'Eurostoxx est de l'ordre de 0% hors dividende (10% dividendes réinvestis) et le STOXX600 est en baisse de 3% (+8% dividendes réinvestis). Sur la même période, le SP500 progresse de 33% (+42% dividendes réinvestis), en dollars (+22%/+31% en euros) et le Topix de 13% (+21% dividendes réinvestis).

Si l'on suppose que les dividendes distribués ont correctement reflété la création de richesse sur la période et la génération de cashflow, cela suppose qu'en Europe, la croissance des résultats sur la période, qui a été de 25%, a été complètement absorbée par la contraction de multiples.

Même si c'est exact, il faut tout de même relativiser cette idée par le fait que le marché avait beaucoup monté en début d'année 2015 (+18% au premier trimestre). Mais surtout, cette performance étale des indices européens sur trois ans cache en réalité d'énormes disparités sectorielles et thématiques. Comme le montre le graphique ci-dessous, le marché a connu de formidables distorsions sur la période. Certains secteurs ont progressé de manière disproportionnée par rapport à la croissance de leur cashflow, d'autres beaucoup moins. L'automobile, les télécoms, la pharma et les médias ont connu de violentes contractions de multiples, à l'inverse du pétrole ou encore des biens de consommation en Europe :



Jamais, dans l'histoire boursière récente, le *momentum* n'aura-t-il été aussi déterminant de la performance. L'inflation de multiples des valeurs bénéficiant d'une dynamique favorable conjuguée à la contraction à l'autre bout du spectre a débouché sur un énorme écart de valorisation, comme en témoignent les graphiques ci-dessous (source Goldman Sachs) :

Exhibit 11 : Expensive stocks are looking...expensive

12m fwd. P/E of the long and short legs of our Value Factor (Q1 vs. Q5)

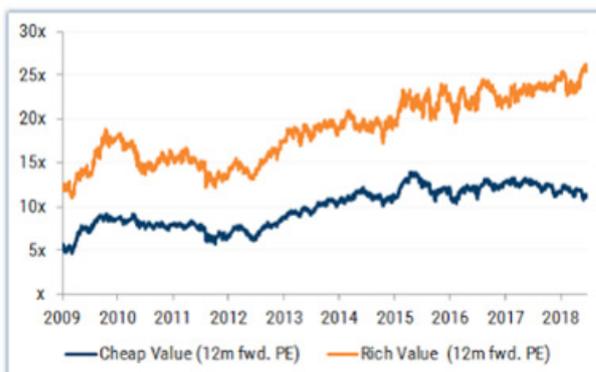
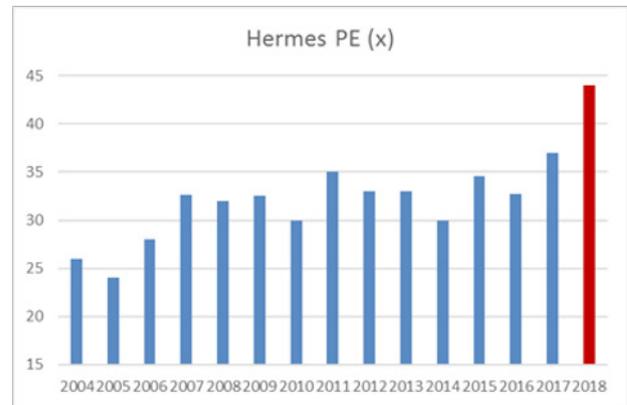
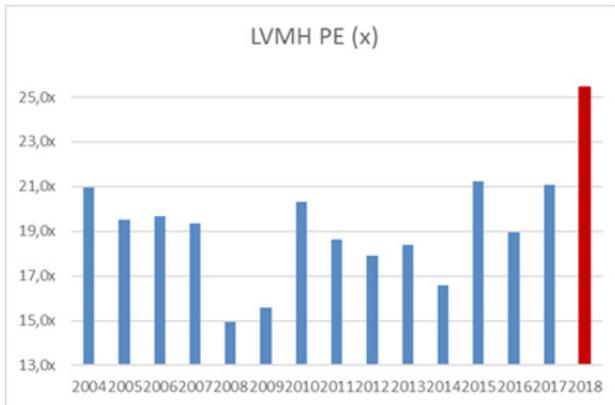


Exhibit 12 : Which has left the relative valuation of cheap vs. expensive near extremes



Ce grand écart de performance et de valorisation se traduit bien entendu par l'importance des différences sectorielles : les secteurs de la technologie et des biens de consommation ont progressé respectivement de 36% et 33% tandis que la banque baissait de 20% et les Télécoms de 25%. Certaines « recovery », tels les matériaux de base, se sont malgré tout glissées dans les secteurs qui ont bien performé depuis 2016.

Le secteur le plus emblématique de cette tendance est sans aucun doute celui du **luxe**, comme en témoigne l'évolution du P/E de ces valeurs représentatives :



Ou encore la moyenne sectorielle en EV/EBIT :

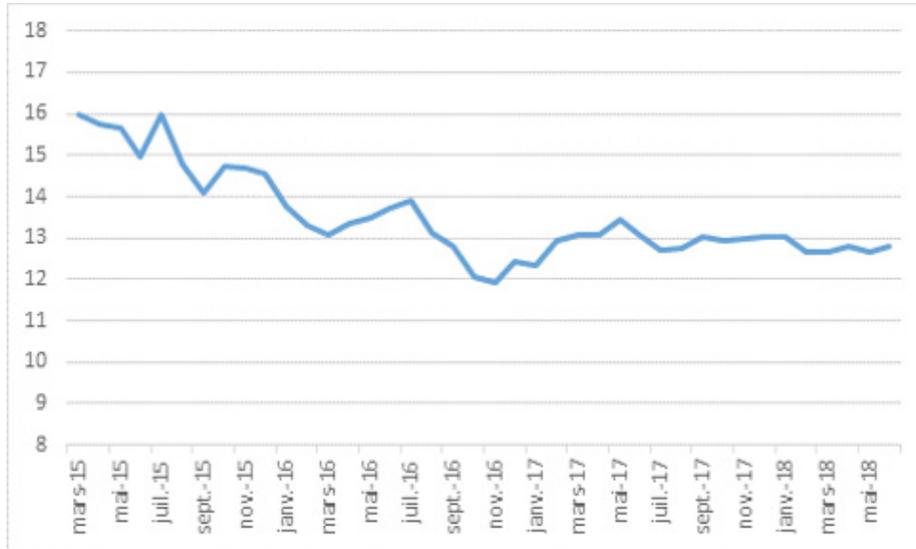


Le **pétrole** a vécu une situation paradoxale : tandis que les prix se sont effondrés en 2014, les compagnies pétrolières ont pu réduire fortement leurs investissements (CAPEX) et leurs coûts (OPEX) tout en maintenant une croissance de la production liée aux dépenses d'exploration-production datant de l'époque pré-crise. De manière inattendue, le baril est remonté au niveau de 75/80\$ sous l'effet combiné des coupes de l'OPEP, de la baisse de production au Venezuela et des nouvelles sanctions contre l'Iran. Mais cette situation ne nous semble pas tenable. Si le prix du baril est par nature toujours difficile à prévoir, il nous semble raisonnable de miser sur un prix qui se stabiliserait dans le temps au coût marginal d'extraction, à savoir 45/50 dollars. La valorisation actuelle du secteur repose sur des hypothèses beaucoup plus optimistes. Qui plus est, le marché sous-estime la nécessité d'augmenter le niveau d'investissement après 2020, pour permettre le renouvellement des capacités de production. Là encore, le *momentum* dû à la remontée fulgurante du baril a été si favorable qu'il a occulté la réflexion rationnelle que l'on peut avoir sur le secteur à moyen terme.

Les niveaux de valorisation du secteur sont significativement au-dessus de la moyenne historique alors même que les majors bénéficient d'une situation inédite (prix très élevés/dépenses très faibles) qui n'est pas soutenable.

Depuis fin mars 2015, le **secteur bancaire** baisse, lui, de plus de 20% ! Dans le même temps, la rentabilité moyenne de ses fonds propres a bondi de 36%, passant de 7% à 8,5% malgré l'emprise défavorable d'une politique monétaire ayant lourdement pénalisé sa capacité bénéficiaire. Sur la période, les fonds propres ont aussi progressé, ce qui se traduit par une baisse du multiple P/BV (Price to Book Value) encore plus forte : près de 25% ! Le doublement du rendement dividende du secteur bancaire (passant de 2,5% à 5,1%) illustre à quel point la qualité et la quantité du capital bancaire se sont améliorées sur la période. Dans le même temps aux États-Unis, le secteur de la banque a progressé de 54% en dollars (42% en euros).

Un autre exemple frappant est celui de la **santé** en Europe. Depuis le 31 mars 2015, les grandes pharmas ont baissé de 24% en Europe. Dans le même temps, les profits ont progressé de 15%. La santé dans son ensemble baisse de 3% pour une variation de résultats de +24%. S'agit-il de la correction d'une surévaluation massive ? Certainement pas ! Les multiples n'ont cessé de baisser depuis trois ans pour atteindre des niveaux historiquement bas, comme on peut le lire sur le graphe ci-dessous (évolution de l'EV/EBIT) :



Conclusion

D'une manière générale, la performance boursière des « gagnants » - digital et luxe particulièrement – a permis un accroissement historique des multiples de ceux qui sont perçus comme des vainqueurs du nouveau monde, au détriment de ceux que le marché voit comme des victimes : distribution, agences de publicité, banques. Cette réalité est particulièrement prégnante aux États-Unis, comme en témoigne le fait que les dix premiers contributeurs à la performance du SP500 depuis le début de l'année concourent à plus de 120% de la hausse de l'indice. Autrement dit, hors Amazon, Microsoft, Apple, Netflix et quelques autres, l'indice américain est en baisse tandis que les profits continuent de progresser.

Dans cette phase de marché où seul l'effet de loupe de la dynamique de court terme a importé, la rentabilité fondamentale de l'activité et la valorisation sont passées au second plan. Ce n'est pas la première fois que cela advient dans l'histoire boursière. Nous sommes convaincus que ces anomalies seront corrigées comme elles l'ont toujours été par le passé.

Avertissement aux lecteurs

Ce document n'a pas de valeur pré-contractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS.