



## Flash Stratégie Janvier 2015



Jean Borjeix

**2015 et l'investissement en actions : la prise de risque est-elle justifiée ?**

Paris, le 20 janvier 2015

Dans ce document nous allons tout d'abord rapprocher nos prévisions réalisées à la même époque de 2014 de ce qui a été effectivement observé. Puis nous allons nous livrer à l'exercice des prévisions économiques pour 2015 avant d'en tirer des conclusions sur les marchés actions en 2015: bonne année pour les actions ou pas ?

Notre prochain flash sera consacré aux autres classes d'actifs.



## Retour sur l'année 2014

Début 2014, nous anticipions une faiblesse du dollar due aux QE successifs qui s'est effectivement produite, de janvier à avril. La devise s'est légèrement affaiblie face à l'euro au cours du premier trimestre atteignant son plus faible niveau depuis 2011, à plus de 1.39 USD par €.

A partir de cette période le dollar a entamé un mouvement inverse, se renforçant par rapport à l'euro sous l'impulsion de plusieurs facteurs :

- (i) une sortie annoncée et techniquement très bien maîtrisée du QE (phénomène dit de *tapering*) ;
- (ii) un changement de discours annonçant une remontée progressive des taux courts en 2015, ce qui a pour effet d'inciter les investisseurs à acheter de la dette en dollar ;
- (iii) des chiffres contrastés sur l'activité économique dont les opérateurs de marché n'ont retenu que l'aspect positif ;
- (iv) L'aspect « valeur refuge » face aux crises géopolitiques et aux problèmes grecs qui risquent de pénaliser l'Euro.

Nous avons prévu également un ralentissement généralisé de la croissance mondiale dû à la proximité de la fin du cycle économique aux Etats-Unis, à son impact sur les résultats, ainsi qu'à la pression des restructurations sur les économies européennes. Cette prévision s'est, dans l'ensemble, réalisée, amplifiée par le retournement de croissance des pays émergents et de la Chine.

Dernière anticipation, la crainte d'une crise financière internationale ne s'est pas vraiment concrétisée. Toutefois, les risques sur l'Euro qui avaient été associés aux insuffisances de ressources des fonds de solidarité, se rappellent au souvenir des investisseurs. Enfin la crise sur le rouble, non prévue, s'est invitée pour peser sur le fragile équilibre financier international.

Au total, les **perspectives 2015** s'appuient, globalement, sur des **bases faibles**. On a du mal à imaginer un évènement qui améliorerait sensiblement la tendance, fût-ce un QE en Europe.

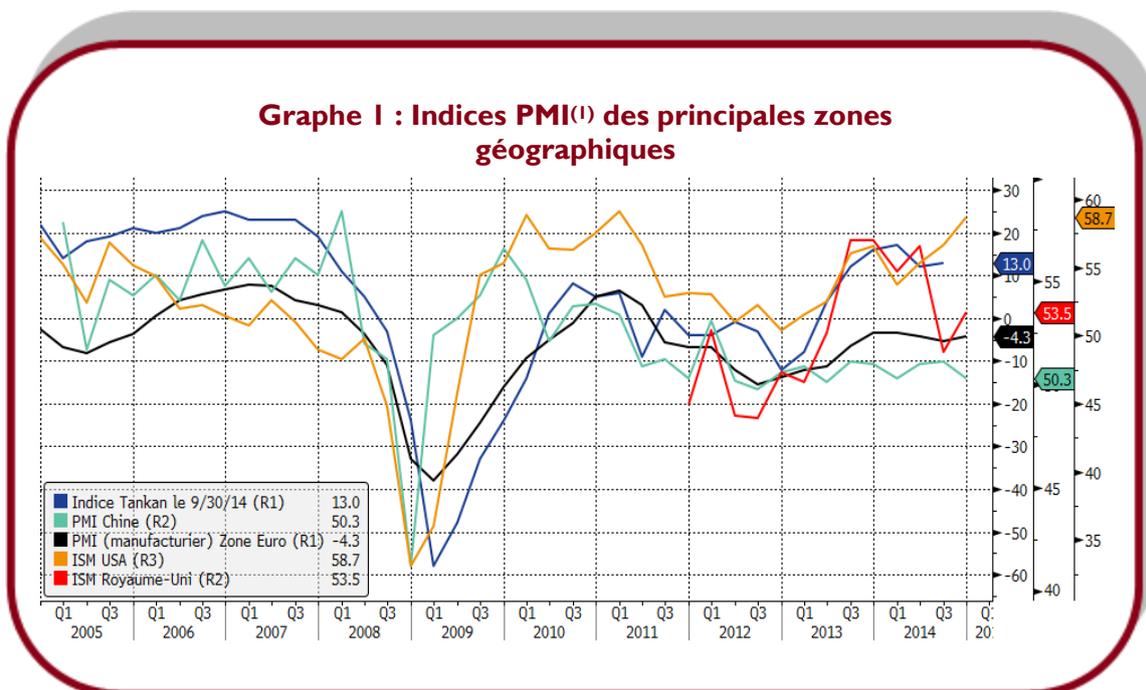
Attention à la grande confiance dans l'avenir immédiat qu'affichent les marchés. Globalement, ils pourraient être extrêmement déçus.



## Conjoncture une nouvelle fois difficile en 2015 : attendons-nous à une probable déception sur les taux de croissance.

L'année 2015 ne devrait pas apporter le supplément de croissance nécessaire à l'amélioration de l'endettement des Etats et à la justification de la valorisation des marchés.

Résultat de l'évolution zone par zone, l'exercice 2015 devrait afficher un recul des perspectives de croissance à court et à moyen terme.



<sup>(1)</sup> : Enquêtes de conjoncture

### Etats Unis :

La croissance américaine est la seule à être relativement proche de ce qui était attendu, avec le redressement réel mais encore incertain, de l'investissement et de la consommation.

Les dépenses publiques contribuent largement à la bonne surprise du taux de croissance du troisième trimestre 2014. En 2015 elles devraient être sous pression pour des raisons budgétaires (790 milliards d'emprunts nouveaux

en 2014) et auront une influence récessive sur la conjoncture.

De son côté, la consommation des ménages pourrait souffrir. Les classes moyennes seront encore touchées par la fiscalité et le pouvoir d'achat restera simplement stable. L'attention des économistes est concentrée sur les salaires de la part de la population « formée » qui pourrait augmenter sensiblement compte tenu du faible taux de chômage bas de cette catégorie. Les statistiques publiées début janvier

démontrent, toutefois, que cette hausse n'a pas encore lieu.

Lorsqu'elle interviendra, elle alimentera la consommation. Malheureusement la progression des coûts salariaux correspondant dans les entreprises risque de faire pression sur les marges et, indirectement, de déclencher des hausses de prix de la part des entreprises.

Face aux hausses de prix, la FED devrait alors réagir et engager une **politique monétaire plus ferme** comprenant des hausses de taux directeurs, comme annoncé lors de l'arrêt des QE. De son côté, l'investissement qui était

bloqué par le sous-emploi des capacités de production et le manque de projets de développements, repart en avant avec le retour autour de 80% du taux d'utilisation des capacités de production, niveau qui n'avait jamais été atteint depuis 2007. En fait, l'économie américaine atteint la fin d'un cycle de rattrapage engagé en 2009, à la suite de la grande récession.

**La reprise de l'investissement et l'amélioration de l'emploi au cours des derniers mois sont deux indicateurs qui sont en général des signes avant-coureurs de la fin d'un cycle de rattrapage haussier.**

## L'Asie et la Chine

Ces pays dépendent plus ou moins de la conjoncture américaine, en particulier en tant que sous-traitant des grandes entreprises américaines ou européennes. Ils devraient souffrir du ralentissement de la croissance de l'économie américaine et de la stagnation ou du recul de l'économie européenne. Le niveau très bas du **Baltic Dry Index** et du **PharpeX**, (conteneurs), traduit déjà ce ralentissement des pays clients de la zone asiatique.

A la faiblesse des échanges internationaux, la **Chine** ajoute ses propres **problèmes immobiliers**. Depuis plusieurs années, les

**programmes de construction sont mal adaptés** aux marchés avec un excès d'offre dans le haut de gamme et une offre insuffisante dans le bas de gamme. Ce n'est pas l'ajustement par les taux qui suffira à régler ce problème. Seule une **récession du secteur** peut rééquilibrer rapidement les marchés en générant les faillites nécessaires dans la promotion de haut de gamme et en incitant de nouveaux constructeurs à se lancer sur le bas de gamme. Faute de réajustement brutal, la situation risque de rester durablement dérégulée.

En attendant, **la croissance sera en recul**, en

**Graphe 2 : Baltic Dry Index**



dépité du rêve des investisseurs de voir la politique monétaire se détendre. En effet, depuis octobre dernier la **courbe des taux en Chine** est redevenue une courbe des taux « inversée »

à laquelle est venue s'ajouter récemment l'exigence de la Banque Centrale **d'améliorer les collatéraux** donnés en garantie des demandes de crédits des banques.

**Graphe 3 : Courbe des taux chinois : 3 mois (noir) 10 ans (bleu)**



## Japon

**Au Japon**, outre la faiblesse de la zone asiatique qui risque de pénaliser les exportations du pays malgré la forte dévaluation du yen en 2014, la **dette considérable du pays** (2.5 fois le PIB) va continuer de **peser sur la croissance** interne et la pénaliser au-delà de l'impact de la faible conjoncture asiatique. Le Japon a de fortes chances d'être le dernier de la classe en matière de croissance, d'autant qu'il a été pénalisé pendant de longs mois par le **déficit**

**de sa balance commerciale** dont l'amélioration toute récente ne garantit certainement pas le redressement définitif.

Autre signe de fragilité : les dernières statistiques disponibles montrent que, pour la **première fois depuis les années 50 les japonais n'ont pas dégagé d'épargne nette**, celle qui permet justement de financer les émissions du Trésor et garantit la solvabilité du pays.

## Europe

**En Europe**, le **Royaume Uni**, qui a connu le meilleur taux de croissance de l'Union, va souffrir de la maîtrise, voire de la réduction, de son **déficit budgétaire** dont la part structurelle atteint, à elle seule, quelque 5% du PIB. En même temps, la Grande Bretagne devra

s'interroger sur la poursuite de son QE, dont les effets positifs sont loin d'être prouvés par ailleurs, et sur les taux 0 qui lui sont associés.

**La Zone Euro** a affiché en 2014 l'un des plus faibles taux de croissance dans le monde avec le

Japon. En 2015, il y a peu de chance de voir s'améliorer le scénario de 2014. La BCE peut toujours annoncer une **politique d'aisance monétaire**, comme ce serait son rôle en cas de récession classique. Elle ne peut aller au-delà et, le ferait-elle, que l'effet serait des plus limités.

Au-delà de l'inefficience des politiques d'aisance monétaire pratiquées en période de taux 0, les exigences de **la politique monétaire commune** sont telles qu'elles paralysent largement les velléités de reprise de l'ensemble de la zone. Ce n'est pas une question d'opinion, c'est le **contrecoup pour la zone euro** d'avoir vécu au-delà de ses moyens à l'abri de l'image du Deutsche Mark pendant des lustres.

Le retour vers une **croissance équilibrée, autofinancée**, sera encore plus difficile que dans d'autres régions. Le plan de relance annoncé de 300 milliards dont, au demeurant, le

financement n'est pas définitivement bouclé est anecdotique par rapport à la mise à niveau des pays en retard dans leurs ratios (quelque 4000 milliards d'euros pour se mettre à niveau). Contrairement à ce que beaucoup d'analystes annoncent depuis des mois, les efforts accomplis par les pays du sud, bien qu'effectifs et louables, sont **loin de permettre une amélioration significative de leur situation financière** alors que, dans le même temps, ils freinent le retour à la croissance. L'économie de l'ensemble de la zone en souffre.

Le retard pris est trop important. La croissance est fondamentalement limitée autour de 1%, soit 2% de croissance organique -1 % au moins dédiés à la réduction des déficits courants permettant de stabiliser la dette publique à défaut de la réduire.

---

## Le pétrole

---

**Le dollar et le pétrole, annoncés comme « boosters » de la conjoncture, peuvent-ils modifier ce scénario d'ensemble plutôt négatif ?**

La hausse du dollar et la baisse des prix du pétrole sont des **appuis à la croissance**

souvent **retenus par les opérateurs** pour présenter une image positive des perspectives 2015 en Europe, au Japon ou dans les pays émergents.

Curieusement la hausse des prix du pétrole n'avait pas été considérée comme un frein à la



croissance mondiale. En réalité, le **commerce mondial stagne** depuis 3 ans, **freiné** entre autres par la **hausse des prix du pétrole**, suite aux QE des Etats-Unis. Leur repli depuis le printemps 2014, résultat de la confirmation de l'arrêt du QE aux Etats-Unis entraîne, à son tour, celui des prix des matières premières.

La baisse régulière intervenue depuis montre que pétrole et matières premières cherchent à retrouver leur **niveau « économique »**. Le **signal** donné semble **clair** : **l'économie mondiale ralentit** comme le commerce mondial et ce ralentissement s'est accéléré depuis le printemps 2014.

La baisse des prix du pétrole peut avoir des connotations politiques : certains Etats semblent vouloir exercer des pressions qui visent, soit la

Russie, soit la Russie, soit les Etats-Unis ou le Canada et leur pétrole de schistes bitumineux.

Toutefois, il semble plus cohérent de considérer que la baisse des prix du pétrole comme celle des autres matières premières qui la suit très étroitement, est bien le signal d'un **ralentissement économique important** intervenu au cours des derniers mois et qu'il est notamment dû au fort ralentissement de la croissance **chinoise**, à la stagnation de la **zone Euro** et aux difficultés de certains pays **émergents**. Les données publiées au titre de la fin de l'année 2014 et au début de 2015 le confirmeront très probablement.

Il est difficile d'imaginer qu'une baisse des prix qui **traduit un ralentissement économique** puisse en même temps servir de **levier de croissance...**

## Le dollar

Quant au **dollar**, il restera probablement **soutenu** par la conjoncture américaine, la moins faible, la perspective de hausse possible des taux directeurs et l'aspect « refuge ». Les effets globaux de la bonne tenue du dollar sur les comptes des sociétés **ne sont pas univoques** : la hausse du dollar peut **influencer les ventes** et les **résultats** de certaines sociétés, ne serait-

ce que par conversion. Mais dans d'autres cas la hausse du dollar **pénalisera** les coûts de fabrication à travers les produits importés. En somme la **hausse du dollar** peut être considérée comme positive pour la part « exportée » des activités, mais elle **n'est pas décisive**.

**Graphe 4 : Matières premières (en noir), pétrole (en bleu) et or (en vert)**



## Les bénéfiques des sociétés : toujours le même scénario.

Comme d'habitude, les bénéfices des sociétés sont estimés en hausse de quelque 10 % (+11% sur les bénéfices du World MSCI). Ils seront, comme chaque année, révisés en baisse, même en Zone Euro, la plus privilégiée par la hausse du dollar.

Sur l'**Eurostoxx 50**, comme sur le CAC, une forte progression est attendue par le consensus en 2015 (**hausse de 60 % du BPA**) après 3 mauvaises années 2012, 2013 et 2014 au cours desquelles les résultats en forte croissance au départ ont été régulièrement **révisés en baisse**, terminant en recul par rapport à l'année précédente pour chacune des 3 années. Certes, la baisse cumulée de plus de 20% relativise la performance attendue en 2015. Pour autant cette estimation de croissance paraît peu crédible pour des sociétés dont le terrain d'action privilégié reste la zone euro que l'on sait des plus fragiles.

**Aux Etats-Unis** les estimations sont **plus fiables** et leur volatilité moins marquée. Les taux de croissance estimés sur le S&P 500 pour 2015, se situent autour de 10 %. Seul le Nasdaq serait en forte accélération avec des taux de progression des résultats de plus de 30% en

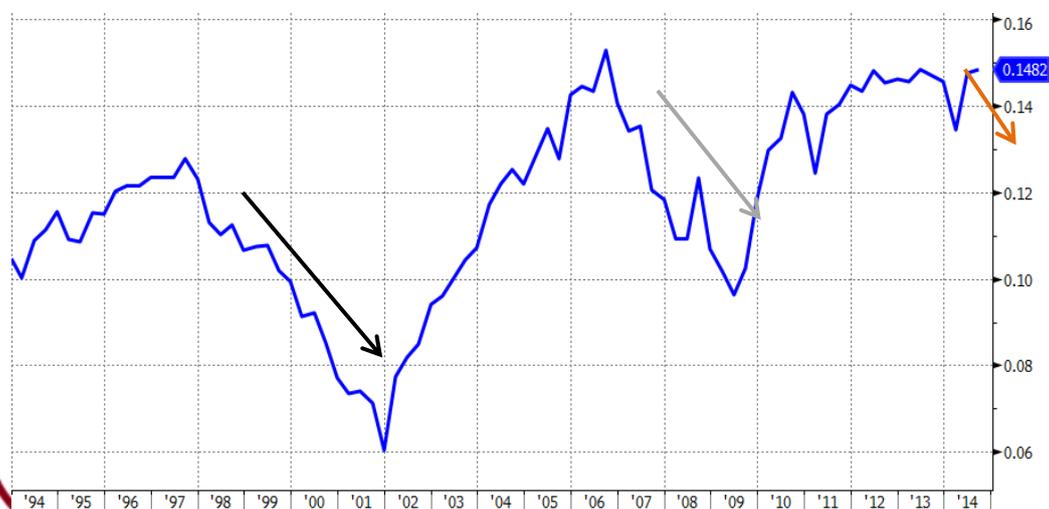
2015 et de 14 % en 2016.

**Au Japon** les résultats des sociétés du Nikkeï sont logiquement estimés **en progression de 13 % en 2015**, dans la ligne des révisions en hausse des estimations de résultats 2014 (+11% sur l'année) et dans la continuité de la **faiblesse du yen**.

Les résultats de l'indice **Shanghai Composite** bénéficient d'une révision sensible à la hausse au cours des dernières semaines (+15% à +26% en 2015 et +5% à +12% en 2016), impliquant une progression améliorée de la croissance de l'activité. Malheureusement le contrôle de la conjoncture n'est pas acquis et les décisions prises sont souvent contradictoires entre planification de grands projets et détente monétaire d'une part et annonce d'objectifs limités en termes de nouveaux crédits accompagnés du renforcement des conditions du crédit décrété le 9 décembre dernier. Les estimations risquent de subir des écarts importants.

Sur ce chapitre la clé du système d'appréciation des marchés s'est toujours située au cours de ces dernières années dans la maîtrise des marges

**Graphe 5 : Marges nettes des entreprises américaines non financières**



des entreprises aux Etats-Unis. Celles-ci servent de modèle et le « mode de gestion américain », toujours en avance sur la conjoncture, est décliné dans les autres zones géographiques de l'OCDE. Les **marges des sociétés américaines** se présentent ainsi comme l'indicateur avancé privilégié de la conjoncture mondiale.

Aujourd'hui, elles sont stabilisées à un haut niveau, mais elles ne progressent plus depuis 2012. Et les **chiffres d'affaires s'essoufflent**.

Les **subterfuges** utilisés au niveau des résultats par action (**rachats de titres**) pourront **prolonger** le mouvement de **hausse des résultats** par action.

En revanche les marchés devraient abaisser leurs taux de capitalisation en raison de l'incertitude sur les supports de croissance durable : investissement ? Consommation ? La dure réalité des comptes rattrapera les marchés américains et les autres, quels que soient les subterfuges utilisés.

---

## Conclusion: des marchés essoufflés.

---

**La croissance des principales économies est inférieure à ce qu'on aurait dû observer.**

**Le cycle économique de 2009 à 2014**, qui a suivi la « grande récession » de 2008 /2009 n'a pas été particulièrement soutenu, eu égard à l'ampleur de la récession. Entraîné par les Etats-Unis et la Grande-Bretagne, il montre des **signes d'essoufflement** dans la mesure où tous les soutiens qui lui ont été prodigués, dont les QE et les taux 0, se sont avérés plutôt inefficaces et sont progressivement remis en cause. En outre, des zones de faiblesse sont apparues, dans la zone euro, en Chine et dans les pays émergents, sans évoquer le Japon, le pays malade de l'OCDE.

Or les marchés actions qui ont plus que rattrapé la correction de la dernière récession continuent d'envisager des possibilités de croissance élevée avec des taux de capitalisation record.

On observe donc un **double décalage** entre ces marchés actions en progression constante et ininterrompue et

- des économies qui ralentissent ;
- des marchés obligataires dont les niveaux de taux très bas démontrent

qu'ils anticipent justement un ralentissement mondial ou, même une déflation généralisée.

**L'aberration d'une telle situation doit disparaître.**

Les marchés de taux peuvent continuer d'offrir des taux très bas en relation avec la faiblesse des économies sous-jacentes.

Mais dans ce cas, les **marchés actions doivent se réajuster à la baisse**. Si les **marchés de taux ont raison**, les **résultats** des sociétés traduiront des taux de **croissance beaucoup plus bas que prévu** et décevront. Il est probable que les indices de **matières premières** ont constitué un **signe avant-coureur** de la tendance de l'activité.

**A cet égard 2015 est une année charnière de fin de cycle et de déflation.** Ce devrait être l'année au cours de laquelle commencent à s'engager des **corrections de toutes les incohérences de marchés** qui se multiplient depuis 5 ans.

Au moins ces corrections permettraient de dégager la voie aux tendances fondamentales au cours des années à venir.

De ce fait, **l'investissement en actions** nous semble **trop risqué** en ce début d'année et ne doit être envisagé que **ponctuellement** pour accompagner des mouvements courts de marché. Dans une telle optique, il est accessoire de se poser la question de l'intérêt comparé des marchés actions européens ou mondiaux.

#### Que retenir ?

Une conjoncture mondiale 2015 beaucoup plus difficile que ne le laissent supposer les prévisions des organismes spécialisés.

Des marchés qui n'en sont plus et qui multiplient les incohérences.

De sérieux ajustements à prévoir.

**Jean Borjeix**  
**Associé Gérant**



#### Avertissement

*Document non contractuel limité à l'usage privé du destinataire. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources dignes de foi, mais ne sauraient engager notre responsabilité. Les appréciations formulées reflètent notre opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'être révisées ultérieurement.*