

Flash Stratégie Février 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

2014 : Des perspectives sur les marchés actions surestimées et sur valorisées.

Paris, le 6 mars 2014

Les comptes des sociétés américaines montrent un essoufflement du cycle économique qui a démarré en 2009.

Les thèmes abordés

- Le cycle des résultats américains
- Les anticipations des marchés européens
- Les perspectives de croissance en Europe
- L'impact sur les marchés actions

Les analystes financiers, « pilotés » par les sociétés, en ont conscience, à telle enseigne que l'estimation des taux de croissance bénéficiaire pour les prochaines années est placée sur une pente nettement plus faible, sans pour autant intégrer un retournement de conjoncture.

De leur côté, les estimations de bénéfices des sociétés européennes donnent une toute autre appréciation du schéma cyclique dans lequel elles s'engagent : elles privilégient le processus d'une sortie de récession.

Les marchés pourraient s'inquiéter de cette dichotomie et traduire un écart plus important entre Europe et Etats-Unis ou baisser globalement en raison des conjonctures opposées de part et d'autre

de l'Atlantique. Ils affichent seulement un léger décalage de performance: 1.7% pour le S&P 500 contre 1.4% pour l'Eurostoxx 50. Dans le monde globalisé actuel et compte tenu du comportement des marchés ces dernières années, les réserves émises de plus en plus fréquemment par les analystes américains et les directions des sociétés qu'ils étudient devraient freiner l'enthousiasme des opérateurs sur les marchés européens.

Il n'en est rien. Le rattrapage vise clairement le haut.

Sous la pression des faits il pourrait s'effectuer vers le bas !

Les prévisions bénéficiaires aux Etats-Unis et en Europe mettent en évidence un décalage de cycle entre les 2 zones économiques.

Aux Etats-Unis : des marges et des profits de fin de cycle.

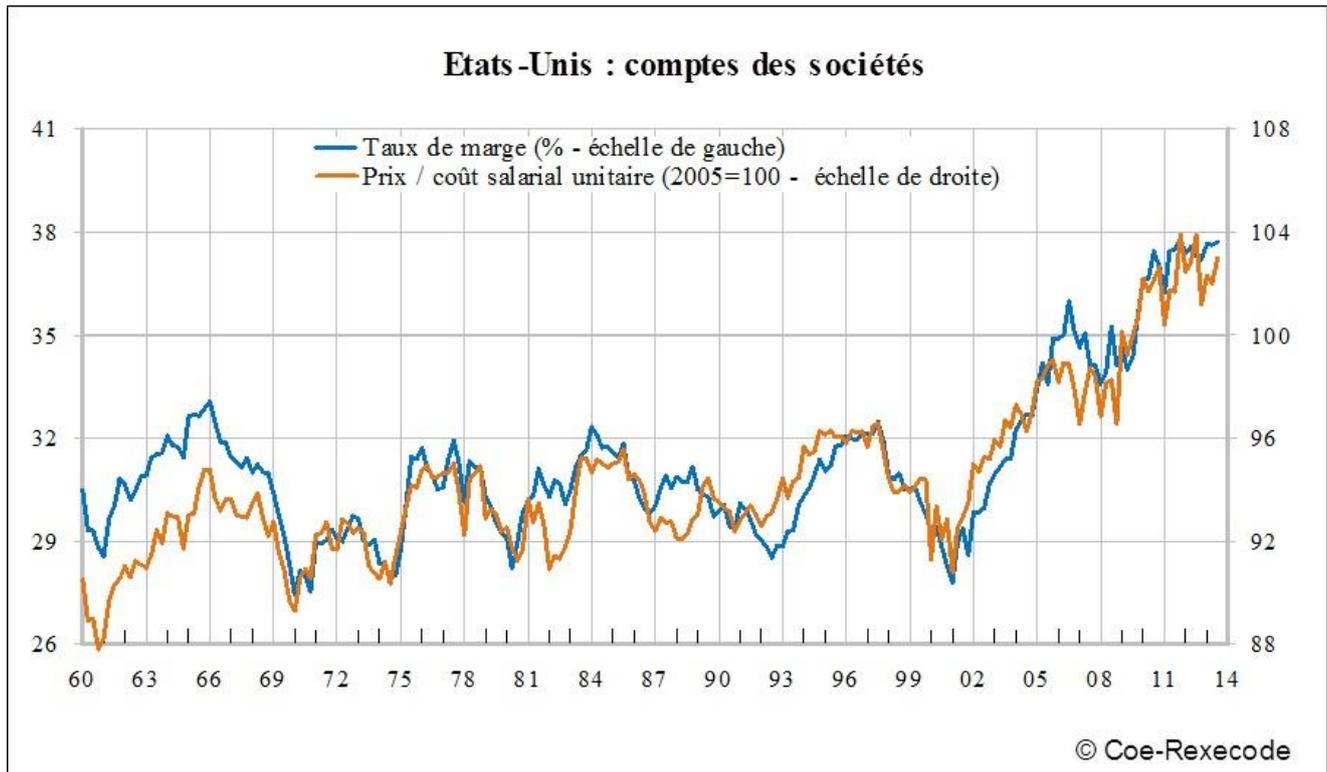
Après avoir atteint, puis maintenu sur longue période, des niveaux record, les profits et les marges aux Etats-Unis annoncent la fin du cycle entamé en 2009.

Les taux de marges progressent depuis 2009 à partir d'un point bas qui, loin d'avoir intégré la déroute financière de 2008, s'avère aujourd'hui comme un niveau relativement haut par rapport aux cycles antérieurs. L'autre particularité de ce cycle est la stabilité, au plus haut, des marges depuis 3 ans (2011/2013).

En revanche, le premier trimestre 2014 pourrait montrer des signes avant-coureurs de retournement.

Entre le premier trimestre 2009 et le troisième trimestre 2010, les marges brutes des sociétés américaines ont regagné leurs niveaux historiques les plus élevés en dépit des divers problèmes rencontrés dans la gestion des déficits américains (dégradation du « rating » par Standard and Poor's en 2011) et des menaces venant des graves déséquilibres de la zone euro (de 2010 à 2012).

Malgré ces aléas, ce niveau record a été maintenu sur une période sans précédent.



Aujourd'hui, la productivité ralentit nettement et les sociétés ont du mal à améliorer leur niveau de rentabilité alors que la durée du cycle correspond à la durée moyenne des cycles du passé.

La prudence veut que l'on s'interroge sur la fin du mouvement.

Dans le passé le retournement des cycles économiques s'est effectué sous la pression des coûts du travail qui, entamant les marges des entreprises, obligeait celles-ci à augmenter leurs prix pour conserver le niveau de leurs profits. Sur ce constat les autorités monétaires relevaient leurs taux directeurs afin de freiner les émissions de crédit et l'activité des entreprises. Aujourd'hui, compte tenu du niveau réel du chômage, il est difficile d'imaginer que la pression des salaires puisse peser sur le cycle en cours.

Pourtant, le taux de chômage n'étant pas uniforme, le taux moyen n'est pas le seul indicateur à prendre en compte. Ainsi, la catégorie des personnes formées (disposant au moins d'un « Bachelor's degree »), susceptibles de répondre aux besoins des entreprises

connaît un taux de chômage très faible, proche du plein emploi, autour de 3 %. C'est cette catégorie de quelque 50 millions de personnes qui peut peser sur les coûts salariaux en ce qu'ils sont incontournables dans les dispositifs de production des entreprises.

En tout cas les prévisions de bénéfices 2014 (médiane : +5 %) vont dans le même sens et traduisent une certaine pression de fin de cycle sur les marges.

Parmi les performances valeur par valeur, les clivages sectoriels n'apparaissent plus, comme lors des débuts de cycles.

Sur les 30 valeurs du Dow Jones, Home Depot (distribution spécialisée) affiche la meilleure croissance des bénéfices attendus en 2014 (+21 %). Dans le même temps Wal-Mart (distribution généralisée) offre l'un des niveaux de croissance estimée les plus faibles (+1,8%).

Du Pont (chimie) est l'une des meilleures performances (+12 %), alors qu'Alcoa (aluminium) est l'une des plus faibles (-3 %). Les performances bénéficiaires des valeurs pétrolières sont faibles (Exxon +4 % ; Chevron -1 %) comme celles des valeurs de pharmacie

(Pfizer +2 % ; Merck -8 %). Verizon et ATT, peu cycliques, progressent plus que la moyenne, respectivement de 22 % et 6%, alors que les valeurs bancaires traditionnellement grandes bénéficiaires des cycles haussiers, affichent des progressions de bénéfices très inférieures à la moyenne ou à la médiane (JP Morgan +4,9 %, Goldman Sachs -2 %).

En somme, pas de hiérarchie affirmée. Toutefois il est clair que les prévisions de bénéfices des sociétés représentatives des activités les plus cycliques sont les plus pénalisées et celles concernant les valeurs « défensives » sont les plus favorisées, signe que le cycle en cours touche à sa fin.

L'analyse du risque de fin de cycle est aussi confortée par l'analyse fondamentale de l'économie américaine et de son budget. Le

déficit budgétaire américain est en nette réduction (4 % du PIB contre un niveau supérieur à 10 % entre 2009 et 2011) à la suite des diverses mesures issues des discussions budgétaires de fin d'année en 2012 et en 2013. Un accord a également été trouvé sur les économies de dépenses publiques de ces 10 prochaines années : 2 000 milliards de dollars auxquels s'ajouteront 600 milliards de dollars d'impôts nouveaux (plan Simpson-Bowles).

Au total, le déficit devrait baisser à court terme, jusqu'à 2,6 % du PIB en 2015.

Ce résultat est positif mais, en contrepartie, cette politique budgétaire freine la croissance et il est probable que la croissance 2014 sera ralentie alors que celle de 2015 pourrait marquer la fin du cycle en cours.

En Europe, à l'opposé, l'estimation des bénéfices 2014 implique une nette reprise d'activité.

En Europe la progression des bénéfices estimés est fortement influencée par le démarrage d'un nouveau cycle en 2014, envisagé à la suite du «double dip» de 2008/2009 puis 2012/2013.

Les secteurs cycliques et les banques sont plébiscités comme leaders du retournement.

Sur le DJ Stoxx 600, après une baisse des résultats estimés 2013 de quelque 5 %, la croissance des résultats estimés 2014 est de 12 %, mouvement confirmé par la croissance estimée pour les 2 années suivantes, respectivement 12 % et 9 % (source Bloomberg février 2014).

En 2014 les meilleures progressions de bénéfices concerneraient, selon les estimations des analystes, les produits de base (+19 %) après une baisse de 18 % en 2013, l'automobile (+26 %), qui rattrape une baisse de 18 % et les produits et services industriels qui progressent de 19 % après une baisse de plus de 5 %.

Le secteur le plus brillant en termes de progression des bénéfices est le secteur

financier, en particulier les banques (+37 %), les établissements périphériques faisant mieux que ceux des pays du cœur de la zone.

Tous ces secteurs sont sensibles au cycle, comme la technologie dont les bénéfices sont attendus en hausse de 28 % après une hausse de 16 % en 2013.

A l'inverse les secteurs défensifs (télécoms, services publics) restent en retrait (-5 % après -10 % en 2014).

Ces données sont bien évidemment confirmées par le comportement des valeurs de l'indice Eurostoxx 50 (zone Euro) dans lequel les cycliques et les bancaires affichent les meilleurs croissances bénéficiaires : Lafarge +59 %, Saint Gobain +33 %, ASML +35 %, Intesa +105 %, Unicredit +94 %, BBVA +68 %.

En zone Euro aussi, les analystes et les sociétés qui font passer leurs messages croient en une nette reprise de l'activité en 2014, faisant suite au « double dip » de 2012/2013, pour entamer un nouveau cycle puisque ces taux de

croissance sont confirmés, bien qu'atténués, en 2015 et 2016.

Quel message peut recevoir le marché à travers ces estimations ?

A priori le message est confus.

On voit mal en effet le scénario qui pourrait prendre en compte à la fois un rétablissement significatif de l'économie européenne et la fin du cycle haussier aux Etats-Unis. Quant au Japon et aux pays émergents dont nous avons stigmatisé les faiblesses, notamment les excès de dettes, dans nos derniers flashs de 2013, leur situation ajoute à la confusion du scénario.

Mais les marchés ne s'embarassent pas de ces questions. Pour une seule raison : ils refusent de jouer contre les banques centrales.

D'autant que les banques centrales donnent l'illusion d'avoir la solution en émettant de la monnaie quasiment sans limite (programmes de Quantitative Easing).

Les marchés, grands bénéficiaires des bulles financières, font totalement confiance à l'action des banques centrales de sorte qu'ils ont tendance à survaloriser les perspectives bénéficiaires malgré un environnement plein de contrastes.

Aux Etats-Unis, la maturité du cycle n'est pas toujours prise en compte.

Ainsi quelques titres et quelques secteurs restent encore très chers : les bénéfices 2014 du secteur des bureaux (promotion) sont capitalisés 63 fois, ceux des matériaux de construction 86 fois et des services internet 48 fois. Même si ces taux sont particulièrement élevés ne sont pas majoritaires, ils concernent à peine 10 % d'un ensemble de 154 secteurs du S&P 500. Mais le P/E médian 2014 lui-même reste élevé, autour de 17, pour la fin de cycle qu'envisagent les analystes et les sociétés elles-mêmes mais à laquelle, à l'évidence, les gérants et les divers opérateurs des marchés ne croient pas.

Pour donner raison au marché, il faudrait que le cycle se poursuive en conservant le niveau record des marges obtenu sur une période déjà

sans précédent, permettant d'envisager des taux de croissance bénéficiaire encore élevés, basés sur la progression des chiffres d'affaires.

Là est le point délicat de la conjoncture en cours : les marchés se réjouissent de la résistance des marges et ne s'inquiètent pas de la faible croissance des chiffres d'affaires régulièrement révisée en baisse depuis plusieurs trimestres.

Dans le passé, les cycles se sont toujours terminés sous la pression des coûts salariaux et des hausses de prix. C'est le resserrement de la politique monétaire qui réglait le problème grâce à la hausse des taux directeurs et l'inversion de la courbe des taux du marché.

Cette fois-ci, en raison des très faibles pressions exercées par les prix et malgré la volonté de voir remonter les bas salaires (hausse du salaire minimum américain), il est plus probable que ce seront les insuffisances de chiffres d'affaires qui exerceront une pression sur les marges et les bénéfices. Actuellement, c'est la reprise de l'endettement des ménages

qui compense la baisse du revenu médian et soutient l'activité des entreprises.

Cette situation n'est pas durablement extrapolable compte tenu de l'endettement accumulé par les ménages depuis les années 2000 et seulement consolidé après la crise financière.

En Europe la situation est opposée.

Dans le cas de l'indice CAC 40, les résultats moyens estimés 2014 (330 euros¹) se situent au niveau qu'ils avaient en 2004 (322 euros). A cette époque l'indice capitalisait des résultats qui avaient encore deux ou trois années de croissance, autour de 11 fois. Les bénéfices moyens réalisés lors des deux récessions 2008/2009 et 2012/2013 se situaient nettement en dessous des 300 euros. Les bénéfices 2013 de 178 euros, les plus faibles de ces 10 dernières années, ont été capitalisés plus de 20 fois en moyenne sur l'année, les opérateurs pariant sur une très forte reprise en 2014 où le marché s'attend à des résultats de quelque 330 euros.

La croissance attendue supérieure à 80 % est due comme on l'a vu à la « recovery » de quelques secteurs de poids, dont les banques.

Elle n'a pas de signification économique profonde. Pour avoir une idée de la véritable amélioration des résultats, il vaut mieux regarder la croissance médiane. Celle-ci se limite à quelque 12 % et donne une plus juste appréciation de la réalité. En revanche le P/E médian est élevé, autour de 17, proche de celui du S&P 500.

La même constatation peut être faite avec l'indice Eurostoxx 50 pour lequel la croissance moyenne attendue est de plus de 30 % alors que la croissance médiane attendue se limite à 10 %. Le P/E médian est de 14.5 contre 13.8 pour le P/E moyen.

Face au retournement de conjoncture tel qu'il est envisagé par les marchés, les bénéfices estimés pourraient être plausibles.

Reste à savoir si le retournement de conjoncture en Europe de fin 2013 pourra être amplifié en 2014 et en 2015.

Rien n'est moins sûr.

Comme aux Etats-Unis, la pression de la dette et l'absence de marges d'action dans la politique

monétaire comme dans la politique budgétaire ne peuvent en aucun cas permettre d'envisager

¹ Le résultat moyen de 330 euros est issu de la chaîne des résultats depuis la date de création de l'indice CAC en 1988. La capitalisation de l'indice CAC a été ramenée à une base 1000 à cette époque et le résultat à une

base correspondant à celle de l'indice divisé par le P/E de l'époque.

des taux de croissance élevés et durables pour la Zone Euro.

Les très faibles améliorations de la croissance des pays périphériques du sud de l'Europe ne sont dues qu'à de simples ajustements cycliques comme la reconstitution de stocks ou la reprise d'investissements à « minima ». Les crédits au secteur privé, particuliers et entreprises, en baisse sur les derniers mois pour l'ensemble de la zone Euro, confirment cette réserve.

Face à la faiblesse des données de sortie de récession qui en résultent, la zone euro n'a pas beaucoup de choix :

- soit elle remet ses finances publiques en état en réduisant les déficits et le montant de la dette, et dans ce cas elle pèse sur la croissance ;
- soit elle dégrade encore plus les comptes publics pour soutenir la croissance et dans ce cas elle risque d'échouer sur les deux tableaux. Les consommateurs potentiels savent tous qu'il faudra remonter les taux d'imposition un peu plus tard et ils seront poussés à épargner et non à consommer.

La voie américaine de réduction programmée des dépenses publiques, même si elle est très imparfaite, est incontournable.

Bien évidemment, les prévisions de bénéfices des sociétés portent aussi sur les bénéfices réalisés à la grande exportation (hors de la zone euro). Malheureusement celle-ci ne représente, globalement, qu'une part de l'activité et se trouve inégalement répartie entre les diverses économies de la Zone Euro.

Par ailleurs la situation des pays émergents, qui recèlent des clients pour les entreprises européennes, s'est durablement dégradée pour la même raison que celle des pays développés : l'excès d'accroissement de dette et les déficits (budgétaires et des comptes courants). A cet égard, les pays émergents auront du mal à retrouver leur rôle de soutien à la conjoncture internationale.

En somme il sera très difficile de réaliser les performances attendues, telles qu'elles sont chiffrées à l'heure actuelle.

Tous les pays très endettés et surtout ceux de la zone euro ont intérêt à redresser en priorité leurs comptes publics. Sous la pression des marchés et des autorités de tutelle, plusieurs pays de la zone Euro ont commencé à s'atteler à cette tâche, mais, en aucun cas, le processus ne peut générer une forte croissance à court ou moyen terme.

Conclusion : Quel rattrapage ?

Ralentissement aux Etats-Unis, reprise économique en Europe, tout est prêt pour un arbitrage en faveur des marchés européens, dans un but de rattrapage.

Les Etats-Unis ont retrouvé un rythme de croissance, mais il est limité et, de plus, il ralentit. Heureusement la FED garantit qu'elle prendra les mesures qu'il faut si la conjoncture venait à faiblir. Les marchés ne peuvent que lui faire confiance. En effet, alors qu'elle a échoué dans tous ses autres objectifs, la FED a réussi,

depuis 2009, à soutenir les marchés d'actions et de taux.

De son côté l'Europe s'est mise en retard en donnant la priorité aux opérations compliquées de financement ou de refinancement des dettes des pays périphériques. Les opérateurs financiers estiment que les économies périphériques se rétablissent, entraînant dans leur « recovery » les pays prêteurs. L'Europe a donc l'avenir immédiat devant elle et les marchés européens doivent rattraper leur retard.

Malheureusement notre analyse nous conduit à la plus grande réserve sur ce scénario idéal.

Clairement, les messages des entreprises américaines et ceux des analystes, leurs porte-parole, attirent l'attention sur le ralentissement de l'activité et son impact désormais incontournable sur les bénéfices, les progrès de productivité étant déjà réalisés pour l'essentiel. Le message des entreprises européennes est tout aussi clair : la reprise est présente et les bénéfices des sociétés vont recommencer à progresser.

L'ennui réside dans le fait que les entreprises européennes ne se basent pas, comme les entreprises américaines, sur l'observation de

leurs performances récentes mais sur le pari d'un rebond de l'économie européenne.

Or, rien ne plaide pour cette hypothèse : plus d'effet d'entraînement de la conjoncture américaine, pas de relance possible par la dépense publique, pas de relance interne par les pays qui sortent de récession (pays du sud) sauf de façon très limitée, enfin pas de reprise économique solide des pays émergents empêtrés dans leurs déséquilibres locaux.

Le pari reste donc extrêmement aléatoire. Malheureusement il est cher payé. Ceux qui le prennent rentrent dans les marchés à des niveaux élevés que ce soit aux Etats-Unis en fin de cycle ou en Europe face à un cycle haussier des plus incertains.

Encore une fois, la prime de risque est laissée de côté. Cela peut paraître normal puisque la FED garantit la hausse des marchés. Mais c'est une fausse garantie. Depuis 2008, la FED a garanti la liquidité des marchés. Les résultats ont fait le reste. Mais si les résultats ne sont pas au rendez-vous la FED échouera dans ce domaine également. La réaction risque d'être brutale car elle sera prise de cours

comme elle l'a été lors de l'annonce du « tapering » avec son effet sous-estimé sur les marchés émergents. La FED ne contrôlera pas les évolutions des résultats des entreprises même si elle fait tout son possible, ou du moins si elle affirme le faire, elle ne peut à la fois favoriser l'emploi, sa priorité, et les marges des entreprises qui s'appuient sur les ajustements d'effectifs.

Si un domaine semble devoir échapper à la FED le moment venu, c'est bien celui des résultats des sociétés. Alors, les marchés européens ne pourront que suivre la tendance donnée par Wall Street.

En attendant, le comportement actuel des marchés rappelle celui de 2007 : tous les clignotants sont au vert...

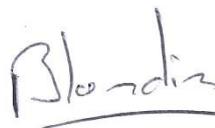
Que retenir

- Les entreprises américaines semblent rentrer dans un cycle de retournement de leurs résultats.
- Rien ne garantit que les résultats des entreprises européennes vont atteindre les résultats anticipés.
- De ce fait, rentrer sur les marchés actions aujourd'hui semble relever d'un pari très risqué.

J. Borjeix
Associé Gérant



A. Blandin
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