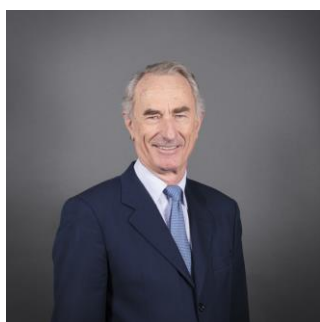
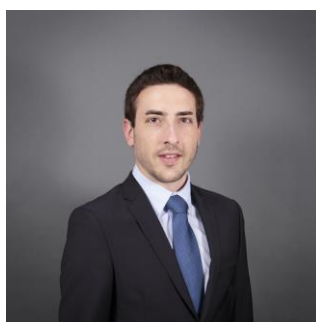


Flash Stratégie Janvier 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

**2014 : Une
tendance très
incertaine,
jalonnée de
décisions
cruciales.**

Paris, le 27 janvier 2014

Contrairement à ce que laissent penser les niveaux élevés de capitalisation observés en fin d'année 2013 sur les marchés actions, l'année 2014 ne sera pas l'année de l'amorce d'un nouveau cycle économique mais la fin d'un cycle très faible, seulement sauvé par la productivité des entreprises.

Des ajustements drastiques devront être faits de façon à consolider un système, bricolé de toutes parts, incapable de fournir un schéma de croissance solide pour le moyen terme.

Ces ajustements devraient être anticipés à travers une prime de risque exceptionnellement élevée. Ce n'est pas le cas. Au contraire.





Les marchés devraient donc vivre une année 2014 qui pourrait s'avérer une année charnière plutôt difficile, avec une forte volatilité.

Si au moins, en contrepartie, un coup d'arrêt pouvait être donné aux politiques monétaires exubérantes des banques centrales, l'année 2015 pourrait démarrer sur des bases assainies.

Malheureusement, il est aussi possible que la fuite en avant se poursuive et finisse par déboucher sur une forte inflation ou sur l'effondrement du système monétaire international mis en place entre 1971 et 1976 (accords de la Jamaïque) avant d'être sensiblement redressé au cours des années 1980 avec l'indépendance des banques centrales.

Dans ce cas il faudrait de nombreuses années pour que les marchés des actions et des obligations retrouvent une rentabilité réelle, comme l'avaient montré leurs comportements au cours des années 1970, précédant la réforme des banques centrales.

**Un schéma de sortie de crise
quasiment impraticable.**

**L'extension des politiques monétaires non
conventionnelles : la fin du système monétaire
international ?**

La crise financière de la fin des années 2000 n'a pas encore trouvé de vraies solutions. La seule qui ait été mise en place (prises en charge des pertes des institutions financières par les Etats et rachats de titres publics par la Banque Centrale) consiste en une sorte de fuite en avant qui se traduit par l'impression incontrôlée de papier monnaie.

Solution sans précédent à cette échelle il est difficile d'en anticiper les effets à terme.

Dans l'immédiat cette politique non conventionnelle d'aisance monétaire (Quantitative Easing ou QE) a permis de retrouver une faible croissance aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.

Elle a été, jusqu'à présent, sans effet sur la croissance au Japon et sa copie européenne (LTRO, MRO) n'a pas eu, non plus, d'effet significatif sur la croissance de la zone euro.

En revanche cette politique de « planche à billets » constitue une « assurance » pour les marchés.

Pour autant cette solution n'en est pas une car elle n'est pas extrapolable.

Dans le système monétaire international qui a été mis en place lors des accords de la Jamaïque en 1976, après l'abandon du système de Bretton Woods par R. Nixon en 1971, le dollar a bénéficié d'une situation privilégiée, étant à la fois monnaie de réserve et monnaie de l'Etat américain.

Cette situation privilégiée du dollar semble être de plus en plus contestée en raison de la politique monétaire non conventionnelle (rachats massifs de titres par la banque centrale) mise en place en 2008 par la FED (QE).

Pour maintenir sa position ambiguë de monnaie de réserve et de monnaie nationale, le dollar devait donner l'exemple. Jusqu'à la crise financière, les marchés ont jugé, globalement, que la politique monétaire américaine était « sous contrôle ».

Aujourd'hui, après le dérapage « non contrôlé » des QE, la confiance dans le dollar a en partie disparu.

De plus en plus d'accords de paiement bilatéraux ont en effet été passés entre différents pays, notamment parmi les pays émergents, ignorant le dollar comme monnaie internationale de paiement.

Ainsi, la monnaie chinoise est devenue en peu de temps la deuxième monnaie de réserve au monde. Même si les réserves en yuans du système financier international ne se sont pas dispersées et se trouvent en grande partie dans la Banque Nationale de Chine, le mouvement est lancé.

A terme, les Etats-Unis devront dégager l'épargne qui leur fait défaut aujourd'hui. Ces dernières années encore, ce défaut d'épargne a été compensé par les créanciers des

Etats-Unis, dont la Chine et le Japon, qui ont souscrit une part importante des émissions du Trésor américain.

Plus récemment, le manque d'épargne a dû être compensé par la FED elle-même qui s'est en partie substituée aux créanciers extérieurs des Etats-Unis en souscrivant largement aux émissions du Trésor, faisant ainsi tourner la planche à billets.

Depuis début 2011, la dette gouvernementale US a augmenté de 3 350 milliards de dollars. Sur la même période, la FED a racheté 1 200 milliards de dollars, soit 36 % des émissions du Trésor américain.

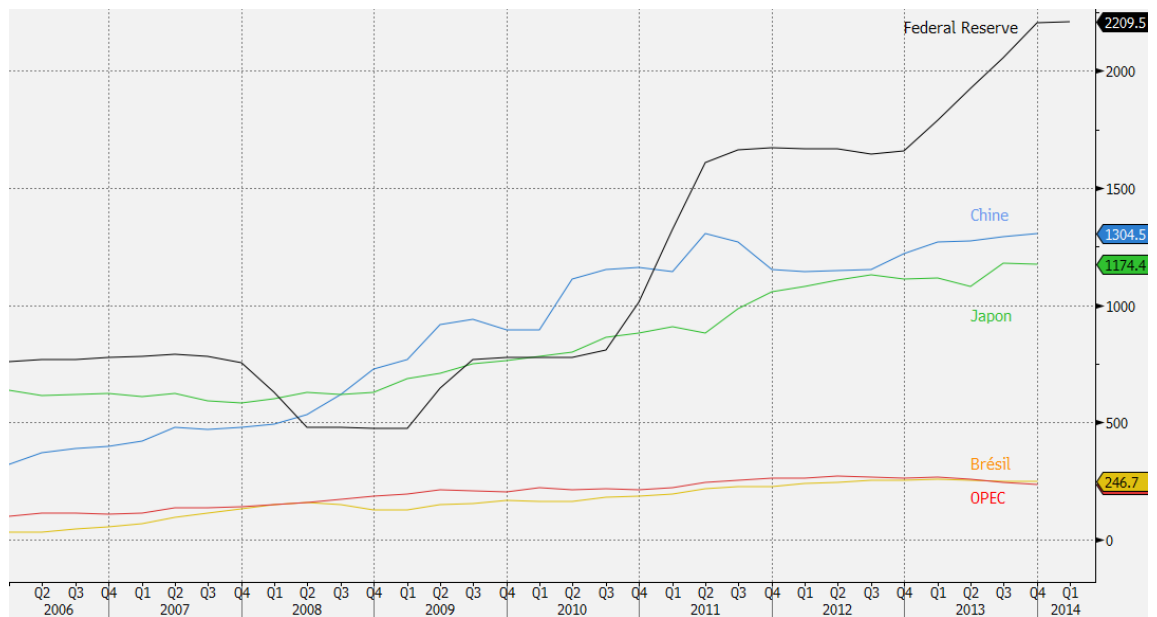
La Réserve fédérale a fait son choix, privilégiant le rôle du dollar comme monnaie nationale au détriment de son rôle de monnaie internationale.

Cette fois-ci c'est le système monétaire international qui est en train de changer.

En effet, la montée en puissance de la FED auprès du Trésor américain en tant que souscripteur n'est pas extrapolable.

Elle risque en effet de déboucher sur un large excédent d'émissions de dollars entraînant un effondrement de la confiance dans la monnaie de référence et transférant le pouvoir à de nouvelles monnaies fortes.

Principaux détenteurs d'obligations souveraines US (en milliards de dollars)



Les Etats-Unis eux-mêmes pourraient alors rencontrer de graves difficultés pour rééquilibrer leur balance des paiements face à des créanciers ayant perdu confiance.

Dans ce cas, le remplacement du dollar par un panier de devises - comprenant le yuan ou d'autres monnaies - comme nouvelles monnaies de réserve, pourrait être adopté par les créanciers internationaux des Etats-Unis.

Pour le système financier international, l'effacement du dollar, même partiel, ne peut être neutre.

Des stocks importants de dollars se situent chez les pays émergents qui se trouveraient appauvris d'autant, comme le seraient les Etats-Unis eux-mêmes.

Les arbitrages accentueraient les ventes de dollars et précipiteraient sa chute.

A cet égard, la poursuite de la politique des QE semble avoir atteint des limites infranchissables.

C'est sans doute aussi une des justifications du changement de cap qui semble s'être opéré lors de la dernière réunion du comité monétaire de la FED.

Le resserrement de la politique non conventionnelle : des remous également.

Pour autant, un resserrement de la politique non conventionnelle de rachats de titres par la FED (QE), si elle se confirme, n'est pas sans conséquence.

Elle aurait certes le mérite de remettre les Etats-Unis sur la bonne voie en tant qu'émetteurs de la monnaie de réserve.

Toutefois elle aurait aussi des effets très négatifs sur la situation financière des Etats-Unis.

- ✓ Quel serait l'impact sur la liquidité du système bancaire ?
- ✓ Qui remplacerait la FED pour souscrire les émissions de l'Etat américain ?
- ✓ Quel serait l'impact sur les taux à l'émission ?
- ✓ Quel serait l'impact de l'augmentation du service de la dette sur le budget ?
- ✓ Quel serait l'impact sur la capacité de l'Etat à amortir la dette ?

Ce schéma présenterait toutefois un aspect positif en renforçant la nécessité de réduire les déficits et favorisant la reconstitution de l'épargne aux Etats-Unis.

Plus d'épargne aux Etats-Unis contribuerait à rééquilibrer le système monétaire international et pourrait redonner au dollar une position conforme à la première économie mondiale.

Bien évidemment, la croissance américaine appuyée sur la consommation et l'endettement privé serait la principale victime de ce scénario vertueux. Il pourrait même entraîner une nouvelle récession.

C'est le prix à payer pour que le dollar conserve sa position privilégiée dans le système monétaire international et que celui-ci survive.

**Malgré ces contraintes
incontournables, les marchés
sont sereins.**

Les marchés ne font pas du tout l'analyse très négative sur l'environnement financier international présentée ci-dessus.

Ils sont très sereins.

Les marchés obligataires sous pression ?

Le marché obligataire parie sur une reprise économique modérée sans inflation qui implique des taux longs en hausse modérée et l'absence de problèmes majeurs de financement, même après la réduction des achats de titres par la FED (QE), si elle se confirme.

Pourtant, compte tenu de la position déterminante prise par la FED dans la souscription des nouvelles émissions de l'Etat américain, la réduction de ses capacités de financement poserait de sérieux problèmes au marché qui serait sans doute obligé d'exiger des rendements très supérieurs aux rendements actuels.

Rappelons en effet que la simple annonce de la réduction des capacités de financement par la FED (arrêt des QE) soit devenue envisageable avait coûté 100 points de base aux taux américains en juin dernier.

Les marchés actions continuent d'ignorer la pression de la dette mondiale.

Après une crise financière comme celle des années 2008/2012, il est difficile de mesurer avec précision la prime de risque incluse dans les marchés actions.

Néanmoins la référence aux taux de capitalisation historiques des bénéfices (P/E) permet de comparer la prime relative incluse dans les valorisations instantanées des indices de 2007, haut du cycle précédent, et celle de décembre 2013.

Le tableau ci-dessous montre que les indices ont calqué leur performance de façon quasi exclusive sur celle des bénéfices par action.

Performances entre 2007 et 2013 des principaux indices et des bénéfices par action

Indices	Performance boursière	Evolution des BPA*
S&P 500	22%	30%
Nikkeï	0%	-9%
Eurostoxx 50	-33%	-37%
Dax 30	13%	15%
Cac 40	-27%	-24%
FTSE 100	1%	8%

*Bénéfices par action (BPA) moyens des indices (estimations Bloomberg)

Ce comportement des marchés implique que les taux de capitalisations des résultats ont peu évolué sur la période.

Si les taux de capitalisation avaient été très faibles en 2007, il serait cohérent que ces taux restent faibles en raison de la rémanence des risques et que la performance des indices soit limitée à celle des bénéfices.

Mais ce n'est pas le cas.

Les taux de capitalisation de 2013 sont comparables à ceux de 2007, qui étaient pourtant, eux-mêmes, historiquement élevés, poussés par la théorie du découplage et l'expansion de la Chine tout en anticipant ni la fin du cycle aux Etats-Unis, ni un quelconque risque lié au levier bancaire.

- ✓ Les P/E des principaux indices en décembre 2013 affichent des taux comparables à ceux de 2007 :
- ✓ autour de 16 pour le S&P 500 contre 17 en 2007
- ✓ de 13,6/13,7 pour les indices européens, CAC 40, Dax 30 et Eurostoxx 50 (stable à +1 point)
- ✓ FTSE : 13,5 contre 13,1
- ✓ Nikkeï : 19,2 contre 17,8

Pendant le cycle en cours 2007/2013, seule l'année 2011 a affiché un net recul du P/E notamment pour le FTSE et le S&P 500 (plus de 2 pts) en raison de la dégradation de la note américaine par l'agence Standard & Poor's. Mais ce recul a été vite oublié.

Les marchés actions restent des chambres d'enregistrement des déclarations et des informations au jour le jour des sociétés.

Dans ce cadre sans risque, les estimations de bénéfices restent optimistes pour 2014 avec des taux de croissance autour de 10 % pour les Etats-Unis, plus pour l'Europe ou le Japon, et les marchés ne voient aucune raison pour que ces estimations ne soient pas réalisées.

Ces résultats sont en effet capitalisés sur la base des cours actuels autour de 12x pour les marchés européens, de 14 pour le S&P 500 et 17 pour le Nikkeï.

Ces bases sont équivalentes à celles de 2005, période sans nuages.

Quant à la croissance des années suivantes, selon les prévisions des analystes, elle s'affaiblit en 2015 entre 5 et 10 % mais retrouve des taux à 2 chiffres en 2016.

La stabilité des P/E dans le temps et dans leur hiérarchie montre la sérénité des marchés actions par rapport à l'environnement financier international.

Les marchés actions se focalisent sur les résultats, indépendamment de la baisse des taux obligataires qui aurait pu justifier une hausse des P/E, comme des risques liés à l'endettement des Etats, au levier des bilans bancaires ou au possible arrêt des QE, qui auraient dû justifier une nette baisse des P/E.

Il y a un double message dans ce comportement : une focalisation sur les résultats qui progressent régulièrement à la faveur d'une conjoncture médiocrement positive et des progrès de productivité mais qui arrivent en fin de cycle.

Tous les risques liés à l'environnement financier, largement évoqués ci-dessus, ne sont pas pris en compte car ils sont supposés « assurés » par l'action de la FED et des autres banques centrales.

Conclusion : Faut-il s'associer à la sérénité des marchés ?

Les dérapages de la politique monétaire de nombreux pays et en premier lieu des Etats-Unis conduisent le système monétaire international au bord de la crise. Certes les marchés font preuve d'une grande sérénité, il n'empêche que pour investir aujourd'hui, il faut souscrire à un certain nombre d'hypothèses fortes :

- ✓ Les marchés actions ont suivi exclusivement l'évolution des résultats sans décalages importants. Les marchés n'ont donc connu aucun excès.
- ✓ Aux Etats-Unis, la croissance redémarre comme elle a redémarré en Grande-Bretagne grâce à la politique monétaire ultra accommodante.
- ✓ Le Japon, qui est sur la trace des Etats-Unis, réussira à sortir de la déflation.
- ✓ L'Europe a réussi à retrouver son unité financière. Tous les pays ont de nouveau accès directement au marché. Il n'y aura donc plus de crise touchant l'un des pays de la zone. A défaut, les fonds de garantie viendront à son secours, comme ils l'ont déjà fait avec succès vis-à-vis de la Grèce, du Portugal ou de l'Irlande.
- ✓ La dette contractée par les Etats pour résoudre la crise financière puis la crise de l'euro ne pose plus de problèmes fondamentaux de refinancement même si elle excède nettement les 100 % du PIB des pays concernés.
- ✓ L'exercice 2014 bénéficiera d'une nette reprise de l'activité en Europe, dans le sillage des Etats-Unis comme lors d'une sortie de récession classique.

Pour investir dans les marchés aujourd'hui il faut être convaincu par ces arguments.

Si c'est le cas il faut arbitrer les obligations qui seront victimes de la hausse des taux dans toutes les hypothèses au profit des actions et parmi celles-ci privilégier les actions européennes qui sont en retard sur les Etats-Unis.

Malheureusement, ceux qui ne souscrivent pas à ces hypothèses ont aussi des arguments.

- ✓ Les résultats des sociétés ont porté la hausse des indices : c'est vrai mais le cycle des marges des entreprises actuellement au sommet montre que le retournement peut intervenir à tout moment, d'autant que les progrès de productivité ralentissent nettement alors que les chiffres d'affaires progressent très peu. Sans compter que les rachats d'actions et les effets comptables du sous-investissement ont leur limite.
- ✓ La croissance redémarre aux Etats-Unis : c'est exact mais les données sont souvent contradictoires. Par exemple les ventes au détail progressent mais les revenus disponibles après impôts reculent et l'activité des grands distributeurs reste très mauvaise. Où est la vérité ? De même, les enquêtes d'activité des entreprises sont positives mais les crédits et l'investissement ne suivent pas.
- ✓ Le Japon n'a pas encore montré d'indice de reprise très net, notamment à travers les chiffres de la balance commerciale. Les difficultés des sociétés moyennes, essentiellement importatrices, compensent les succès des grands groupes exportateurs.

- ✓ En zone euro, les organismes de garantie, dont le MES, n'ont pas encore reçu les fonds théoriquement à leur disposition pour régler les dettes d'un Etat en difficulté, alors que le processus est par ailleurs suspendu à la décision de la cour de Karlsruhe. Les premiers fonds avaient été fournis par les « *hedge funds* » et le marché mais lorsque ce sera au tour des Etats, eux-mêmes exsangues, les inquiétudes reviendront sur le devant de la scène.
- ✓ Les dettes contractées par les Etats pendant la crise financière, notamment pour sauver le système bancaire, sont difficiles à gérer car elles dépassent 100 % des PIB. Cette gestion serait d'autant plus difficile que les taux remonteraient.
- ✓ En Europe, 2014 est un exercice de sortie de récession. C'est loin d'être assuré car les pays qui ont mis en place des plans d'austérité restent sous leur influence et ne sont pas prêts d'en sortir. La reprise éventuelle n'a rien à voir avec une sortie de récession classique. L'austérité, au demeurant inéluctable, continuera de peser sur la croissance.

A ces réserves apportées à la vision du consensus s'ajoutent les risques dus au système bancaire.

Les engagements hors bilans des banques représentent globalement plus de 12 fois le PIB mondial. Les bilans de certaines banques dépassent, eux-mêmes, le PIB de leur pays. En face des risques de défaut, toujours possibles, les exigences de Bâle sur les fonds propres semblent dérisoires. En effet, comme les spécialistes des marchés à terme le savent, ce ne sont pas les fonds propres qui assurent la garantie de ces marchés mais l'application stricte de règles de fonctionnement sévères.

L'Union Bancaire pourrait apporter une aide dans ce domaine.

Encore faut-il que l'organisation complexe de la surveillance puisse être mise en place à temps !

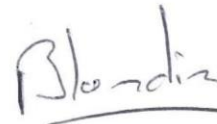
Au total, la balance des arguments semble défavorable aux investisseurs.

Pour redevenir attractifs, les marchés actions doivent bénéficier de taux de capitalisation bien plus faibles que ceux de 2007, de l'ordre de 30 %, afin de prendre en compte les risques « historiques » qui se sont accumulés en 6 ans.

Jean Borjeix
Associé Gérant



Aurélien 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.