

Trois points d'appui solides pour les scénarios 2015

Au sein des bureaux d'études des établissements financiers, on est à l'heure des bilans et, aussi et sans doute surtout des perspectives. Les travaux des uns et des autres, leurs conclusions aussi donnent d'une certaine manière le ton des consensus qui s'établissent sur les marchés financiers. On sait qu'il faut s'en méfier et qu'une opinion trop partagée n'est pas pour autant pertinente, alors qu'elle est prise en compte dans les cours pratiqués sur les monnaies, les taux d'intérêt, les actions, les autres actifs. L'année qui se termine aura été une nouvelle fois marquée par le rendement, obtenu sur les marchés de taux d'intérêt, ce qui était peu attendu au départ, et une performance sensiblement inférieure aux attentes pour les actions.

Les anticipations ont été – comme toujours – prises à contrepied au moins en partie. Cela ne peut qu'inciter à rechercher des points d'appui solides pour anticiper sur 2015.

3 % de croissance mondiale: d'autant plus crédible qu'elle n'est pas excessive

C'est le point central pour l'ensemble des agents économiques où qu'ils soient. Le cycle est assez affirmé et, finalement d'autant mieux accroché qu'il se développe sur un rythme contenu. On ne peut que partager le constat, et aussi remarquer – comme les spécialistes de Black Rock – que l'expansion est bien laborieuse à ce stade de la reprise. Le rebond est atypique si on le compare à toutes les périodes ayant suivi une

récession depuis 1960, en Europe bien sûr, mais aussi dans le reste du monde et même aux Etats-Unis.

Cela dit, c'est un point sur lequel on peut s'appuyer: l'expansion mondiale se stabilise autour de 3 %, tirée par la conjoncture américaine et par une stabilisation de la Chine vers les 6 %. On n'est pas surpris par la liste des zones sensiblement en-deçà de la moyenne: zone euro et Japon, reste de l'Europe (en particulier le Royaume Uni qui ne pourra transformer l'essai marqué en 2014).

Si la base (ce taux de 3%) est assez affirmée, on aurait tort d'en conclure qu'elle entraîne en conséquence une stabilité propice aux affaires et à la visibilité qui entretiendrait automatiquement une tendance haussière des Bourses. Les écarts entre les zones montrent que la sortie de crise passera par de nouveaux chocs. La dispersion des taux de croissance est criante dans les pays développés (Etats-Unis d'un côté, Europe et Japon de l'autre), mais autant et peut-être plus encore dans les pays émergents: le concept même d'émergent a explosé..

Les banques centrales poussent encore le dollar à la hausse

Cette croissance retrouvée derrière les Etats-Unis, on l'attribue souvent à la politique monétaire. Au-delà des débats théoriques, on peut dire sans grand risque de se tromper que l'année 2015 sera une nouvelle année des banques centrales, pour l'économie comme pour la finance. On retrouve assez logiquement la dispersion notée pour la conjoncture économique. D'une façon globale, la Réserve Fédérale

américaine doit stabiliser la croissance avec le premier souci de ne pas la casser, alors qu'en Europe, au Japon, mais aussi en Chine, la mobilisation va se développer contre la déflation.

La déflation des prix des biens et services est une réalité et les chiffres européens du premier trimestre vont sans doute le confirmer d'une façon assez cruelle. Le crédit est aussi en panne. Le constat, qui vaut pour les deux grandes économies asiatiques – et oui, la Chine aussi –, entraîne une vraie révolution: l'ensemble des instituts d'émission n'hésite pas à pratiquer une gestion «non conventionnelle» de la monnaie et les injections vont se poursuivre et même s'accélérer. C'est bien sûr en Europe que le changement est le plus frappant: Mario Draghi, le patron de la Banque Centrale affirme désormais que se refuser à acheter des obligations des Etats de la zone euro serait, pour la BCE «ne pas respecter son mandat, ce qui serait illégal». Le dogme de la Bundesbank a sauté.

La création monétaire va ainsi s'accélérer en Europe, au Japon et en Chine, complétée dans les deux derniers pays par une politique fiscale adaptée, ce qui n'est pas le cas sur le vieux continent.

Parmi les conséquences, les investisseurs vont en retenir deux principales.

La première est la poursuite du divorce pour les prix: baisse des biens et services ou des matières premières, hausse des actifs (financiers et immobiliers). C'est la conjoncture que les spécialistes d'Amundi ont baptisé «low flation». La hausse des ratios d'évaluation qui permet aux Bourses de progresser plus vite que les profits a marqué une pause en 2014, mais va être un nouveau soutien en 2015.

La deuxième conséquence certaine est la persistance de la guerre des monnaies. L'expérience a assez prouvé combien il est difficile de faire des pronostics sûrs en matière de taux de change. Cependant, la progression du dollar devrait se poursuivre, en particulier face à l'euro: la divergence de la croissance et celle des politiques monétaires ont des effets qu'il sera difficile de contrecarrer. Le mouvement est très favorable à la rentabilité des sociétés: une baisse de 10 % de l'euro vis à vis des monnaies d'échange (pas seulement du dollar, mais il a une place prépondérante) entraînerait une appréciation des profits des sociétés cotées de la zone euro de l'ordre de 12%

Une hausse de la devise américaine contre euro de 15 % par rapport aux niveaux actuels ne ferait pas rentrer les parités dans des excès.

Le transfert de la taxe pétrolière vers les consommateurs

La purge sur les énergies fossiles est «non achevée» selon l'analyse délivrée par Oak Field Partners il y a trois semaines. Avec un baril au-dessous de 60\$, on peut estimer qu'elle est cependant bien entamée désormais. Pour autant, on ne voit pas les facteurs d'un fort rebond. La partie liée entre les grands pays producteurs du Golfe derrière l'Arabie Saoudite et les majors pétrolières pousse à une baisse durable destinée à casser l'expansion du pétrole de schiste. S'ajoutent des considérations géopolitiques vis à vis de l'Iran (pour les saoudiens) et, peut-être aussi de la Russie (pour les américains).

Sans chercher à pousser l'analyse, on peut s'attacher aux conséquences directes pour l'activité économique. Une baisse de 40\$ des cours du brut se traduit par un transfert des producteurs vers les consommateurs qui serait, selon le cabinet d'étude Oddo, équivalent à 1,8 % du produit intérieur brut mondial. C'est un point d'appui supplémentaire pour les scénarios qui vont déterminer l'investissement en 2015. Cependant, il ne va faire qu'amplifier les écarts d'une zone à une autre et, singulièrement pour les pays émergents, fragilisant à l'extrême les plus dépendants de la rente pétrolière: Nigeria, Venezuela, Algérie, Russie,....

Des certitudes, mais une volatilité néanmoins accrue

Au final, l'investisseur a des certitudes pour 2015: croissance mondiale faible mais bien accrochée, énergie bon marché, hausse du dollar face à toutes monnaies. Les effets sont (très) positifs pour les Bourses européennes, japonaises ou américaines. La contrepartie – dans les trois domaines- est cependant une grande divergence qui s'annonce comme le point de volatilité et de risque dans un scénario plutôt porteur.