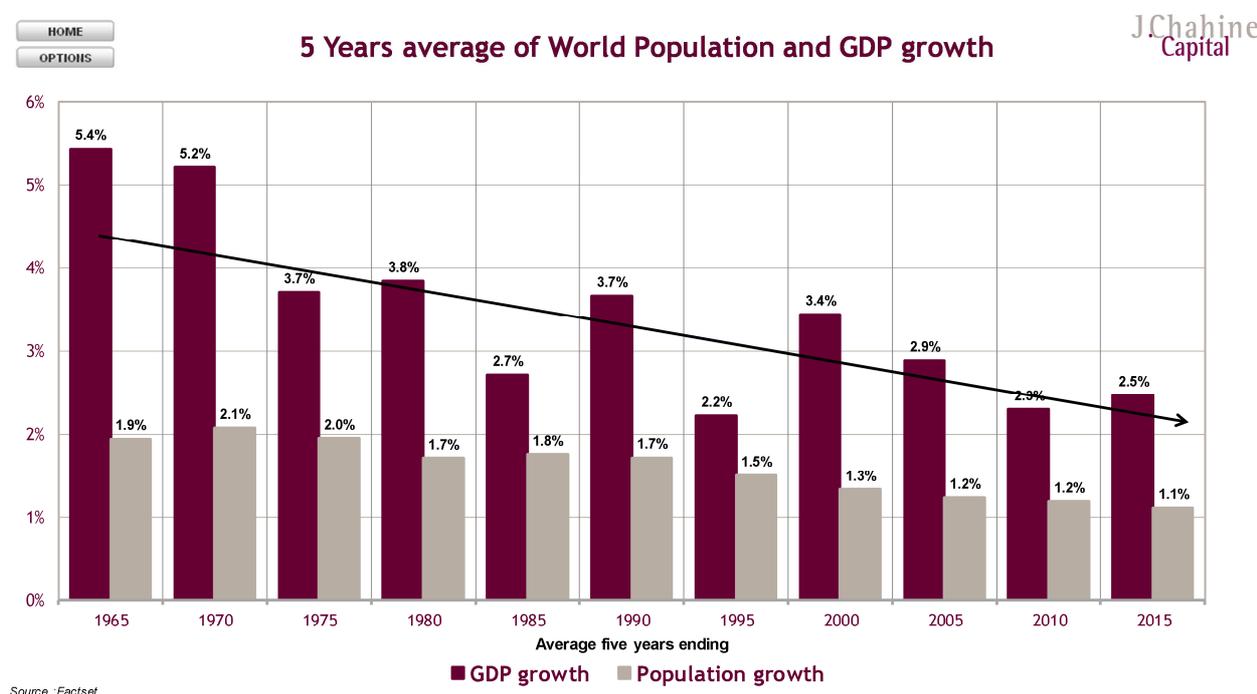


## S'adapter à une croissance molle durable

Depuis la sévère crise financière de 2008, tout le monde attend la reprise comme après chaque récession dans le passé. Il faut malheureusement constater une transformation structurelle de l'économie mondiale qui ne permet plus d'envisager les taux de croissance robustes d'avant la crise. Le taux de croissance du PIB mondial est passé de plus de 5% dans les années 60 à graduellement 2.5% pour ces 5 dernières années. Une partie de cette chute peut être attribuée à la démographie où la croissance de la population mondiale est passée graduellement de 2% à 1.1% grâce au contrôle de la natalité et à la sortie du sous développement de plusieurs pays devenus émergents. La même tendance est constatée aux Etats Unis où la croissance structurelle du PIB est passée de 3% avant la crise à 2%, chiffre retenu comme normatif par la Fed.

### Chute séculaire de la croissance et de la démographie



### Les raisons majeures du recul de la croissance

- La destruction des emplois par l'avènement du numérique et des robots
- La baisse générale de la démographie
- La destruction d'emplois « classe moyenne » bien rémunérés en faveur de « petits boulots »
- L'arrivée de pays émergents



- Le creusement des inégalités
- Les liquidités des QE sont allées aux riches

L'avènement du numérique et des robots n'a pas créé des emplois suffisants pour compenser les destructions entraînées par la mécanisation systématique de toutes les tâches humaines répétitives. Cela a créé des emplois à très forte valeur ajoutée mais un architecte informatique dans la Silicon Valley peut aisément gagner 5M\$, l'équivalent de 200 emplois qu'il aura probablement aidés à détruire. Cela a entraîné la concentration des revenus et surtout des richesses chez un petit nombre qui ne peuvent consommer ces énormes richesses. Ainsi, 7 ans après la crise financière, le marché de la construction est loin d'avoir retrouvé son niveau antérieur, faute de solvabilité des acquéreurs, obligés de payer le prix fort pour des loyers.

La campagne électorale américaine qui s'ouvre aborde ce thème de façon aigüe. Les divers plans de QE ont accentué ce phénomène. Les crédits ont été réservés aux entités hautement solvables qui ont créé des effets de levier à très bon compte pour augmenter la rentabilité de leurs actifs.

Cette croissance structurellement molle a comme corollaire des taux longs durablement bas : le 30 ans allemand est à 1% ! et le 30 ans américain à 2.66%. Ceci est le signe que le marché n'anticipe ni une forte inflation ni une croissance robuste. La première hausse historique des taux de la Fed a été un coup d'épée dans l'eau, et la prochaine est reculée aux calendes grecques, tant les signes de faiblesse se sont multipliés depuis. Deux trimestres consécutifs de faible croissance du PIB américain et le dernier chiffre de créations d'emplois à 151.000 en sont les signes.

L'inflation américaine est fortement impactée par le prix de l'énergie, mais l'inflation hors énergie est remarquablement accrochée à 2%. Cela signifie que la stabilisation du cours du baril ou un accès de fièvre remettront l'inflation à son objectif de 2% et la Fed devra faire face à des signaux de stagflation. En Eurozone, l'inflation reste toujours très faible, presque nulle globalement et à 1% hors énergie. L'action de la BCE devra se poursuivre et ceci a déjà été annoncé. Mais les taux allemands sont déjà négatifs jusqu'à 7 ans et quels sont les outils disponibles pour que les liquidités redescendent dans l'économie réelle ? Les banques sont frileuses et sous les contraintes des ratios de solvabilité, ce qui limite leur capacité de prêt. La BCE pourra-t-elle toucher directement l'économie réelle ?

### Les problèmes de l'économie chinoise

- Fin de l'économie basée sur l'investissement planifié
- Mais la bascule vers la consommation est très lente
- Surcapacités dans les vieux secteurs et dans la construction
- Fuite devant la monnaie: 1 trillion de \$ sortis
- Risque d'atterrissage incontrôlé en cas de pression sur la devise
- Instabilité politique face à la lutte contre la corruption

**Une crise sévère en Chine entrainera irrévocablement une récession mondiale**



### Le prix du baril a atteint des niveaux contre-productifs

- L'importante industrie pétrolière américaine est en crise
- Les pays producteurs, partenaires commerciaux, ne nous commandent plus
- Les industries parapétrolières dans l'OCDE sont atteintes

Les prix actuels créent la base d'un fort rebond suite à l'arrêt brutal des investissements

## La récession sur les profits

Après une année 2015 où les profits terminent en baisse sur le S&P500, l'année 2016 ne s'annonce pas brillante. Les parutions du 4<sup>ème</sup> trimestre ont entraîné de fortes révisions à la baisse sur 2016 et le consensus au 6 février n'est plus qu'à 3.4% de hausse et 5.8% ex Energie. Les résultats pour l'Europe ne sont guère mieux, et ils sont de très mauvaise qualité. Les sociétés ont communiqué sur leurs résultats ex tout ce qui fâche et les énormes pertes ou amendes n'apparaissent pas dans les consensus comme pour Deutsche Bank. Les énormes pertes en perspective de Volkswagen sont inconnues au point que la société a reculé la parution des résultats. D'une croissance espérée à 2 chiffres il y a deux mois pour l'Eurozone, les résultats 2015 en cours de publication tendent vers zéro, voire négatifs à l'arrivée. Les attentes pour 2016 sont à peine à un petit chiffre et finiront plutôt en baisse à nouveau. Le secteur bancaire européen reste encore fragile, avec des faillites et sauvetage comme Monter Paschi.

Les taux de marge Gaap amorcent un repli d'un plus haut conséquent et la qualité des résultats tend à se détériorer si on la mesure avec le spread de marge Gaap et non Gaap. Pas d'améliorations des marges IFRS en Europe.

### Scénario de base de valorisation du S&P500:

- Hausse des profits: -1.2% en 2015, 1.9% en 2016 contre 4.3% pour le consensus, 9.7% en 2017 contre 13.4% pour le consensus
- Taux 30 ans 3%
- Croissance moyenne sur 8 ans induite du modèle 3.72%

L'objectif de cours ressort à 2035 points

### Scénario de base de valorisation du Stoxx600:

- Hausse des profits: 2.9% en 2015 contre 5.8% pour le consensus, -5.4% en 2016 contre 2.95% pour le consensus, 4% en 2017
- Taux 30 ans moyen 2.0%
- Croissance moyenne sur 8 ans induite du modèle -0.6%

L'objectif de cours ressort à 358 points

Nous passons neutre contre sous pondérer sur les actions en raison d'une valorisation plus attractive et la faiblesse des taux soutenus par les banques centrales