

PARTIE B

V) ANALYSE DE DOCUMENTS (10 pts)

CES NOTES DE CORRECTION NE SONT PAS UN MODELE DE REDACTION

V-A) Premier document (5 pts)

Après avoir lu le document ci-dessous, répondez aux questions suivantes.

1) Pourquoi « la rentabilité exigée du capital » est-elle à prendre en compte pour décider d'investir ou pas ? Qu'en est-il dans l'exemple donné dans l'article ?

- Car elle est une composante du Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC), c'est-à-dire la moyenne du coût de financement des entreprises. L'entreprise investit si le taux de rentabilité de l'investissement (par exemple le taux de rendement interne ou TRI) est supérieur au coût de financement.

Autrement dit, on investit si TRI (ce que rapporte l'investissement à l'entreprise) > CMPC (ce qu'il coûte à l'entreprise)

- Le CMPC est la moyenne du coût d'endettement (bancaire ou obligataire), et du coût de financement par fonds propres (émission d'actions).

Ce coût de financement par actions est donné par le taux de rentabilité exigée par les investisseurs privés (Fonds mutuels, banques d'investissement, ménages...)

- Or la rentabilité exigée (dans le cours : k) est en moyenne de 12 à 14% ; pour des investissements qui rapportent de 1% (rénovation thermique) à 5-6% (énergies renouvelables) : dans ce cas l'entreprise ne va pas lancer son projet d'investissement par émission d'actions, car cela coûterait plus que cela rapporterait.

2) Les entreprises peuvent aussi choisir de s'endetter pour investir. Comment expliquer que cela ne suffise pas à financer des investissements dans la production d'énergies renouvelables, par exemple ?

- Si l'endettement (bancaire ou obligataire) n'est pas suffisant, c'est sans doute parce que les taux d'intérêt sur les prêts pour ces entreprises dépassent le taux de la rentabilité de 5 à 6%, (énergies renouvelables) ou dépassent 1% (isolation thermique).

- Ou bien la structure financière de l'entreprise (part de la dette, part des fonds propres) est telle que son CMPC dépasse ces 5 à 6%, malgré des taux d'intérêts relativement bas, puisque la rentabilité exigée k est extrêmement élevée.

3) Que doit faire le secteur privé afin que ces investissements se réalisent ?

- Il doit accepter de baisser la rentabilité exigée,

- notamment en réévaluant le risque d'investir dans des énergies renouvelables (risque sans doute surestimé), vis-à-vis des risques globaux à continuer à investir dans l'énergie fossile (risque dans doute très sous-estimé par les investisseurs privés).

Les Echos, 4/11/2021

Comment la transition énergétique va bouleverser l'économie

La transition énergétique va bouleverser plusieurs équilibres économiques. Nous allons assister à une destruction importante de capital et d'emplois. Les capacités de production d'énergies fossiles et les produits en consommant beaucoup vont disparaître, ainsi que les emplois liés à ces capacités de production.

En face de ces destructions, il va falloir conduire un capital nouveau, donc de forts investissements. Problème : ces nécessaires investissements à la transition énergétique ont le plus souvent une rentabilité faible, d'environ 5 à 6 % pour la production d'énergies renouvelables et de 1 % pour la rénovation thermique des bâtiments. Ce niveau de rentabilité est beaucoup plus faible que la rentabilité exigée du capital pour les investisseurs privés, de l'ordre de 12 à 14 %.

La transition énergétique va également provoquer une forte hausse du prix de l'énergie. L'intermittence de la production des énergies renouvelables impose de construire une capacité de production nettement supérieure à la demande d'électricité et de stocker la production d'électricité pendant quelle peut être réalisée. Cela génère un coût très élevé de production d'électricité.

De ces projections, nous pouvons en déduire plusieurs effets. Le premier résulte de la nécessité d'investir beaucoup plus, donc de déformer le partage du PIB en faveur de l'investissement et au détriment de la consommation. Puisqu'il y a destruction de capital, le PIB n'est pas

plus élevé et puisqu'il faut investir davantage, il faut bien qu'il y ait moins de consommation. Cela peut être réalisé par un supplément d'investissement public financé par une taxation des ménages ou par un supplément d'investissement des entreprises financé soit par une hausse de l'épargne des ménages, soit par des profits plus élevés des entreprises, donc par des salaires plus bas. Dans tous les cas, il y a bien un prélèvement sur la consommation des ménages.

Nous allons assister à une destruction importante de capital et d'emplois.

Le prix de l'énergie va également fortement augmenter.

Le deuxième effet vient de la faible rentabilité financière des investissements. Pour qu'ils soient cependant réalisés, il faut que ce soit le secteur public qui s'en charge. Et il y a alors, comme on l'a déjà vu, hausse des impôts pour financer ces investissements. Autre option, pour que ces investissements restent attractifs : le maintien par les banques centrales de taux d'intérêt à long terme très bas. Il faut aussi que le secteur privé accepte une rentabilité plus faible du capital, s'il réalise des

investissements de rentabilité faible ou s'il supporte un supplément d'impôts qui finance les investissements publics.

Le troisième effet est une modification forte de la nature des emplois. Certains secteurs (énergies fossiles, automobiles thermiques) vont perdre beaucoup d'emplois, d'autres (énergies renouvelables, isolation des bâtiments) vont en créer beaucoup. Mais il ne s'agit pas des mêmes emplois, ni du point de vue des compétences ni du point de vue de la localisation géographique, et il va donc se poser un problème majeur de mobilité des salariés et de requalification.

Le dernier effet, enfin, vient de la hausse des prix de l'énergie. Si le pouvoir d'achat des ménages, en particulier des plus modestes, doit être maintenu, il faudra le faire soit par des transferts publics financés par une hausse des impôts sur le revenu du capital, soit par la hausse des salaires. Dans les deux cas, le rendement du capital sera réduit.

Au total, les effets à attendre de la transition énergétique sur l'équilibre macroéconomique sont donc un affaiblissement de la consommation, une hausse de la pression fiscale, une baisse de la rentabilité du capital pour les actionnaires et un besoin fortement accru de mobilité et de formation requalifiante des salariés. Et beaucoup de ces effets sont clairement désagréables pour ceux qui les subissent.

Patrick Artus est conseiller économique de Natixis.

V-B) Second document (5 pts)

Après avoir lu le document ci-dessous, vous répondrez aux questions suivantes.

- 1) En quoi l'existence de « mimétisme » remet-elle en cause l'efficacité des marchés ?
- Le mimétisme en Bourse consiste à « suivre la foule », c'est-à-dire à acheter quand on constate une hausse de prix, et à vendre quand on constate une baisse.

- L'efficacité des marchés est une situation où les prix en Bourse gravitent autour de la valeur « fondamentale » ou « intrinsèque » de sociétés, estimée d'après des prévisions de bénéfices ou de flux de trésorerie.

- En investissant de façon mimétique, on provoque des mouvements de cours qui ne sont pas liés aux fondamentaux des entreprises, on introduit donc un « bruit » qui fait s'écarter les cours des valeurs fondamentales des titres : c'est pourquoi le mimétisme réduit l'efficacité des marchés.

2) En quoi consiste l'analyse technique évoquée dans l'article ?

- L'analyse technique ou « chartisme » consiste à vouloir prédire l'évolution des cours à partir des prix passés. On cherche à identifier des similitudes de trajectoires de prix.

3) Sur les vingt configurations proposées pour l'année à venir, quelle est la plus forte anticipation de hausse du CAC 40 et quelle est la plus faible ? Commentez.

- Les estimations vont de -28,1% à +51,3% à 1 an.

[Ceux ayant donné les estimations *positives* les plus faibles n'ont pas été sanctionnés]

- Autrement dit, les prévisions sont très incertaines. L'analyse technique n'est donc que très peu utile à la prise de décision.

4) Face aux différentes prévisions établies, que peut faire un investisseur non spécialiste des marchés ?

- Compte tenu de la très grande incertitude des prévisions constatée, le mieux est d'opter pour un placement diversifié répliquant le marché, et surtout de placer à long terme, sur plusieurs années.

- [Facultatif, Bonus] Par exemple, en prenant des parts d'OPC ou d'ETF sur un horizon de 5 à 10 ans.

Graphiques A partir de la recherche de formes historiques comparables à la configuration actuelle, nous avons effectué des projections à court terme (fin d'année) et à un an.

Depuis la forte chute de mars 2020, le Cac 40 progresse avec une pente de 34,5 % par an ! Cette hausse lui a permis de dépasser le sommet historique de septembre 2000. Peut-elle se poursuivre à ce rythme encore longtemps ? Le marché va-t-il se retourner ? Pour apporter des éléments de réponse, nous avons, à l'aide d'un logiciel spécialisé dans l'analyse des formes graphiques, passé en revue deux séries de phases de hausse du Cac 40 depuis sa création, en 1988 : une série d'une durée de trois mois et une autre d'un an. Contrairement à l'approche fondamentale, qui s'appuie sur une certaine efficacité des marchés, ce type d'analyse s'intéresse à l'aspect psychologique et aux émotions qui auraient une influence prépondérante sur l'évo-

lution des cours. Il se fonde sur l'analyse comportementale, méthode validée par un prix Nobel d'économie attribué en 2017 à l'Américain Richard Thaler. En effet, les comportements des investisseurs relèvent souvent de l'effet de groupe. Ce mimétisme peut être informationnel (on suppose que la tendance est due à une information cachée, mais connue par ceux qui font le cours), autoentretenu (chaque intervenant anticipe la propension des autres investisseurs au mimétisme et donc au maintien de la tendance), de justification (si une stratégie d'investissement se révèle mauvaise, elle sera plus facilement justifiable si on a fait « comme tout le monde »...). La forme graphique permettrait donc une analyse de

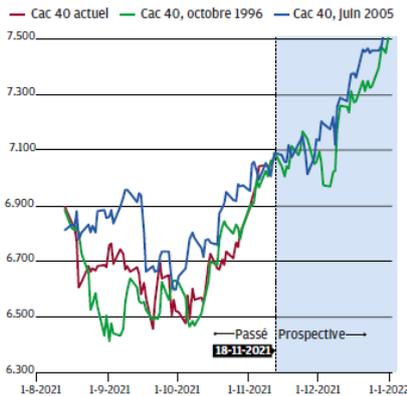
l'inconscient collectif de la sphère financière. Pour les périodes de trois mois (court terme), le but était de sélectionner les formes, dans l'histoire du Cac 40, qui présentaient un profil similaire aux trois mois qui viennent de s'écouler. Après avoir rebasé ces périodes sur les niveaux actuels de l'indice, nous nous sommes projetés sur la fin de l'année pour déterminer quel serait le niveau de l'indice fin décembre s'il suivait un parcours identique à celui qu'il a déjà emprunté dans le passé. Nous avons retenu deux configurations haussières représentatives et deux baissières. Le même processus a été appliqué pour des périodes d'un an (long terme), avec, cette fois, une projection en novembre 2022. — **PIERRE APRILE**

1 Hausse de 5 %

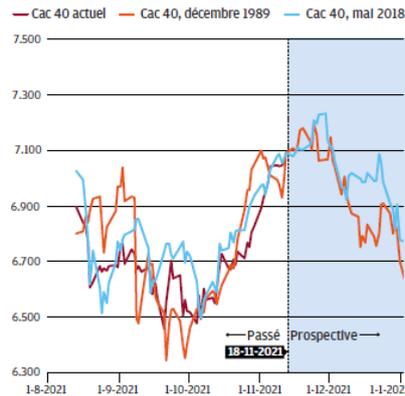
1996 ET 2005 — L'évolution des trois derniers mois nous a permis d'identifier, dans l'histoire du Cac 40, neuf configurations graphiquement proches se poursuivant par une hausse au cours des deux mois suivants. Parmi les deux que nous avons retenues, la première correspond à la période allant du 5 juillet au 8 octobre 1996. La seconde, plus récente, couvre la séquence 10 mars-13 juin 2005. Si le Cac 40 suivait leur trace, il devrait terminer l'année au-delà des 7.500 points, autour de 7.515 points, soit un potentiel de gain de 5 % par rapport au niveau actuel. Les contextes sont différents. En 1996, le marché sortait de cinq années de surplace marquées par la guerre en Irak et le krach obligataire. Il entamait une série de progressions exceptionnelles : + 23,7 % en 1996, + 29,5 % en 1997, + 31,5 % en 1998 et + 51,1 % en 1999 ! Le profil de 2005 est sans doute un peu plus comparable à la situation actuelle, le marché s'était déjà bien relancé en 2003 et 2004, mais il allait accélérer en 2005 (+ 23,4 %) puis progresser encore en 2006 et 2007... avant le krach de 2008.

Prévisions sur le court terme

1 Scénario haussier



2 Scénario baissier



2 Baisse modérée

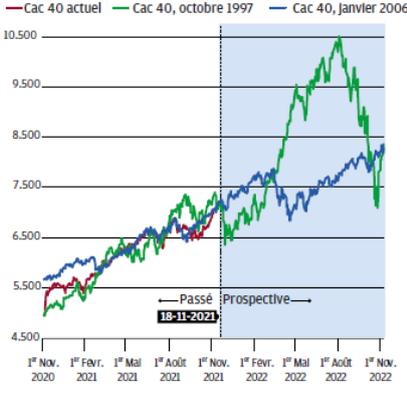
1989 ET 2018 — Nous avons identifié seulement quatre séquences graphiques proches de celles de cet automne 2021 débouchant sur des prospectives baissières à court terme. Comme pour les hausses, nous en avons sélectionné deux. Tout d'abord, celle s'étalant du 20 septembre au 21 décembre 1989. Après le krach de 1987, le marché avait connu deux excellentes années, + 57,4 % en 1988 (à ce jour la meilleure année de l'histoire de l'indice) et + 27,1 % en 1989, mais la suite allait être plus difficile, avec une chute de 24,1 % de l'indice en 1990. La seconde période que nous mettons en évidence est très récente, elle se déroule du 31 janvier au 7 mai 2018 et marque le début d'une année maussade (- 10,9 %) après une série de bons millésimes et avant le très bon cru 2019 (+ 26,4 %). Facteur rassurant, ces deux prospectives anticipent un repli du marché très relatif pour cette fin d'année avec un Cac 40 à 6.699 et 6.774, soit une baisse de l'ordre de 5 %.

3 Au-dessus des 8.000

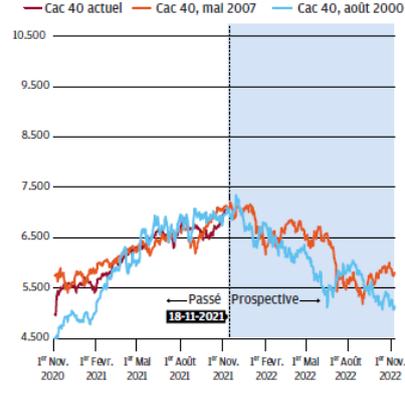
1997 ET 2006 — Ici, nous nous plaçons dans une perspective plus longue : un an d'histoire et un an de projection. Le logiciel que nous utilisons a identifié 15 figures graphiques proches de l'année écoulée débouchant sur une projection haussière. La première des deux que nous avons retenues se situe entre octobre 1996 et octobre 1997. Elle est marquée par l'euphorie de la fin des années 1990. Si le Cac 40 suit, dans les prochains mois, la même tendance, il devrait, après une brève consolidation, monter fortement début 2022, pour dépasser les 10.000 points durant l'été avant de subir des prises de bénéfices. Il s'établirait néanmoins dans un an à 8.240 points, 15 % au-dessus des niveaux actuels. Le contexte de la deuxième période sélectionnée, de janvier 2005 à janvier 2006, est celui de la reprise boursière entamée quelques mois après les attentats du 11 septembre. Dans ce cas, la hausse serait plus linéaire, mais le Cac 40 se situerait dans un an à un niveau assez similaire, à 8.190 points.

Prévisions sur le long terme

3 Scénario haussier



4 Scénario baissier



4 Situation de crise

2000 ET 2007 — Comme pour les projections à court terme, les figures identifiées conduisant à une baisse sont nettement moins nombreuses que celles orientées à la hausse (cinq contre quinze). La première que nous mettons en évidence ci-contre court entre août 1999 et août 2000, c'est-à-dire juste avant le point haut du Cac 40 et sa chute provoquée par l'éclatement de la bulle Internet. La simulation de l'année à venir correspond donc au début de la grande phase de baisse 2001-2003. Si l'indice évoluait à l'identique, il retomberait à 5.130 points dans un an, soit une chute d'un peu moins de 30 %. Il ne s'agirait là que d'un début, puisque les années 2002 et 2003 avaient été terribles en Bourse (- 48 % en deux ans). La seconde période sélectionnée est celle allant de mai 2006 à mai 2007. Elle précède l'autre grande chute de l'histoire du Cac 40, celle provoquée par la crise des subprimes. La projection conduit alors le Cac 40 à 5.810 points (- 19 %).

Notre conseil

Perspectives rassurantes mais attention à Wall Street

Si l'on se concentre sur les évolutions sur un an, vingt configurations ont passé l'épreuve de notre tri, quinze d'entre elles conduisant à des perspectives haussières et cinq à une évolution baissière. Les premières donnent une performance moyenne de + 19,2 % pour l'année à venir, avec des hausses allant de + 0,3 % à + 51,3 %. Les cinq baissières vont de - 28,1 % à - 11,5 % pour une moyenne de - 18,6 %. Enfin, la moyenne des vingt prospectives s'établit à + 9,8 %. Sur le court terme (trois mois), treize prospectives ont été obtenues, neuf à la hausse et quatre à la baisse. Les neuf hausses ont une performance moyenne de + 4,9 % pour fin décembre, et les quatre baisses ont une valeur moyenne de - 4,7 %. Dans les deux cas, les prospectives à la hausse sont plus nombreuses que les baissières, et les mouvements haussiers ont une amplitude plus élevée : c'est un résultat rassurant, mais qui n'est pas surprenant, le marché montant à long terme. Cependant, la prudence est de mise, puisque le Dow Jones se trouve à des niveaux historiquement élevés. Le même algorithme appliqué sur un siècle de cours du Dow Jones donne des résultats similaires, avec une perspective à la hausse... mais une des prospectives baissières réplique le krach de 1929 après un pic fin décembre 2021 !