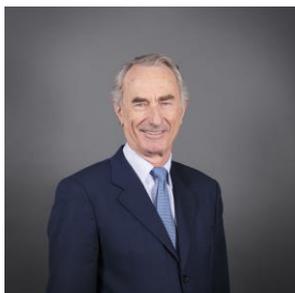




# PLATINIUM

Flash Stratégie avril 2015



Jean Borjeix

## Le crépuscule du modèle de gestion des grandes entreprises occidentales

Paris, le 20 avril 2015

Les comptes nationaux 2014 des Etats-Unis viennent d'être publiés dans leur dernière version pour les comptes globaux et dans leur première version pour les comptes d'entreprises. Ces derniers sont instructifs : ils continuent de montrer la qualité de la gestion des grandes entreprises américaines mais ils laissent aussi penser que le modèle économique mis en place depuis la grande récession touche à son terme.

La mise en place d'un nouveau modèle de gestion demande des changements radicaux notamment dans la répartition de la valeur ajoutée. C'est avant tout sur ces changements que la FED devrait s'interroger pour décider de l'évolution de ses taux directeurs.



203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS  
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005  
SAS au capital de 750 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

---

## L'héritage désastreux de Ben Bernanke

---

La décision de la Fed de relever ses taux directeurs ne dépend plus des seuls chiffres de l'emploi mais plus généralement des données économiques à venir. Celles-ci dépendent elles-mêmes du modèle de fonctionnement des entreprises aux Etats-Unis.

### **Un tournant était intervenu en 2007 au début de la crise des « suprimés ».**

Au cours des dernières années du cycle 2001/2007, la pression des salaires s'était fait nettement sentir (+12 % entre 2005 et 2007 contre +10 % pour la valeur ajoutée). Les résultats opérationnels en avaient subi les conséquences. Ils n'avaient progressé que de 4 % sur la même période. La situation était typique de celles observées lors des fins de cycle du 20<sup>ème</sup> siècle, toutes soumises aux pressions inflationnistes. Dans ces circonstances, la FED aurait dû poursuivre la hausse des taux directeurs, engagée par Greenspan en 2004.

En baissant très rapidement ses taux directeurs au lieu de les maintenir élevés, au-dessus de 6 %, Ben Bernanke a aggravé la crise des « subprimes », la majorité des crédits fragiles ayant été souscrite au premier semestre 2007, créant les conditions d'une grave crise financière. Le maintien des taux élevés aurait entraîné une simple récession comme l'économie américaine en a régulièrement connu mais aurait évité la crise financière. La situation était limpide, nous l'avions d'ailleurs jouée comme telle à l'époque.

Hélas Ben Bernanke a accumulé les erreurs. La forte baisse des taux puis les QE répétés ont conduit aux taux zéro prolongés sans limite dans le temps en repoussant indéfiniment la normalisation de la politique monétaire. Les marchés qui ne sont pas le reflet de l'économie sont les seuls à en avoir bénéficié grâce à l'inflation des actifs financiers. En revanche, la situation actuelle est devenue quasiment ingérable pour Mme Yellen.

---

## Les entreprises ont su s'adapter

---

La récession qui s'est installée au dernier trimestre 2007 et terminée au milieu de l'année 2009 (7 trimestres consécutifs), est la plus longue depuis celle de 1929 selon les chiffres révisés de la BEA (Bureau of Economic Analysis).

Si Ben Bernanke a totalement échoué, il n'en est pas de même des entreprises qui se sont adaptées à cette dégradation de la conjoncture qui a suivi la crise des « subprimes ».

Depuis 2007 les grandes masses des comptes d'exploitation des entreprises américaines ont évolué au profit des résultats et au détriment des salaires, essentiellement en raison d'importants progrès de productivité. La valeur ajoutée des 9.000 entreprises étudiées par le BEA (Bureau of Economic Analysis) a progressé de quelque 23 %, les rémunérations de quelque 12 %, les résultats d'exploitation de 42 % et les résultats nets de 58 %.

### **Toutefois, les données des dernières années sont en « trompe l'œil ».**

Pendant la période de « recovery », les sociétés américaines ont insuffisamment préparé l'avenir. L'investissement a été sous-évalué en moyenne de

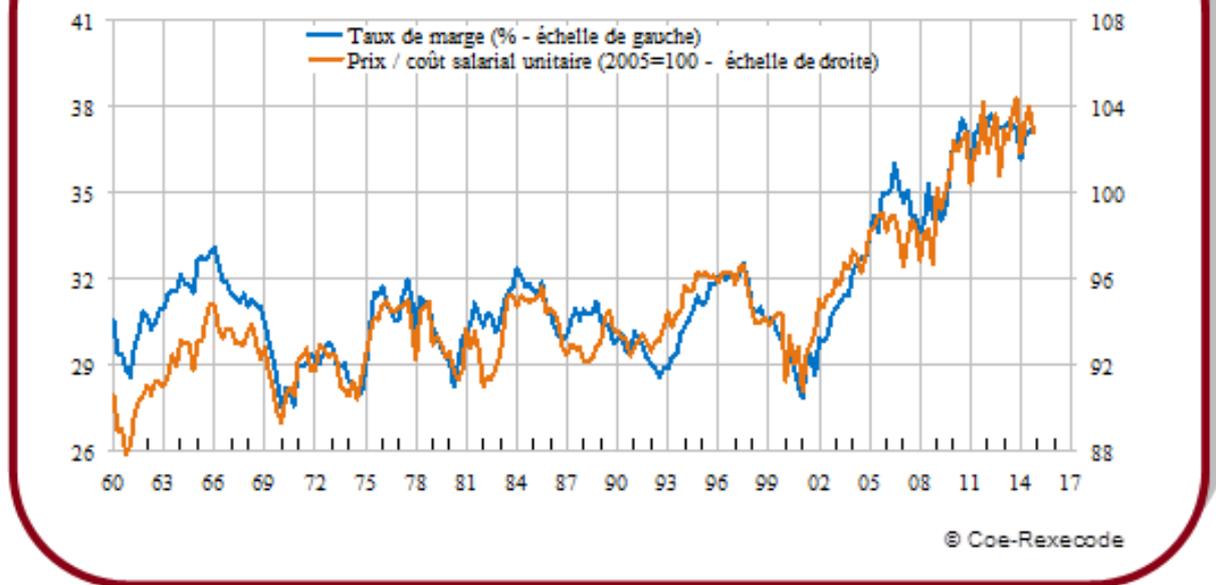
quelque 12 % par an par rapport aux « normes » des comptes nationaux établis par le BEA.

La situation s'est dégradée en 2014 où les insuffisances d'investissement se sont élevées à quelque 20 % de l'investissement « normatif ». Cette insuffisance d'investissement se retrouve dans les comptes publiés non courants. Ainsi, le bénéfice net publié des sociétés de l'échantillon progresse en 2014 de 16 % alors que le bénéfice net courant après normalisation de l'investissement régresse de 3 %.

En réalité, en sous investissant, les sociétés ont dégagé des bénéfices en partie artificiels. Ce sont pourtant ces bénéfices partiellement artificiels que le S&P a intégré (+11 % en 2014). D'autant que la séquence des résultats « économiques » des 9000 sociétés concernées, est des plus décevantes depuis 2012. Ainsi le résultat opérationnel qui a progressé de 65 % entre le premier trimestre 2009 et le début de l'exercice 2012, n'a progressé que de 3.5 % entre 2012 et 2014.

**En fait l'ensemble des chiffres délivrés sur cette fin d'année 2014 annonce un scénario de fin de cycle dont les opérateurs n'ont guère conscience.**

**Grappe I : Taux de marge brut**



## Des éléments de fin de cycle

Si les investisseurs n'ont pas conscience de ces signaux, c'est parce que la situation actuelle ne présente pas toutes les caractéristiques d'une fin de cycle.

Lors d'une fin de cycle les données fondamentales devraient être les suivantes :

- **des capacités de production saturées** : ce n'est pas le cas. Le sous-investissement de la période vient en grande partie de sur capacités encore présentes en dépit de 5 années de croissance ininterrompue.

- **Une tension sur les salaires** devrait être observée : pour le moment la progression des salaires est compensée par la productivité de sorte que le coût salarial unitaire reste à peu près stable autour de 0.6 (+ 2 % sur 2 ans). Mais selon le Manhattan Institute le marché du travail se tend. La pression des coûts salariaux pourrait se faire sentir dès le deuxième trimestre 2015.

- **Les taux de marge devraient commencer à baisser**. C'est fait. Le retournement est en cours. Les marges, mesurées par le rapport entre l'excédent brut d'exploitation et le PIB des entreprises, ont connu leur plus haut niveau au quatrième trimestre 2011 (37.8 %) record historique de plus de 50 ans, avant de s'effriter jusqu'au quatrième trimestre 2014 (37.08 %). Le maintien des marges dans cette zone pendant 3 ans est déjà remarquable compte tenu de la faible croissance de la valeur ajoutée des entreprises au cours de cette période (autour de 3% par an en termes nominaux).

Là encore le phénomène est exceptionnel. Il est le fruit d'une bonne maîtrise des coûts salariaux unitaires comme non salariaux (+ 0 %). Mais la situation est en train d'évoluer vers un scénario inattendu.

## Un scénario non consensuel :

Le scénario consensuel voit une reprise d'ensemble des pays de l'OCDE.

A l'opposé, notre scénario est celui d'une fin de cycle aux Etats-Unis. Ce scénario de retournement des marges est basé sur la dégradation des comptes de 2014.

Cette dégradation pourrait s'aggraver si l'on prend en compte les annonces de Walmart en matière de salaires. Le distributeur, confronté à des départs de personnel vers la concurrence, aurait décidé d'augmenter les salaires de base liés au SMIC de 7.5 \$ à 10 \$ de l'heure. Il n'y a pas de quoi perturber le marché du

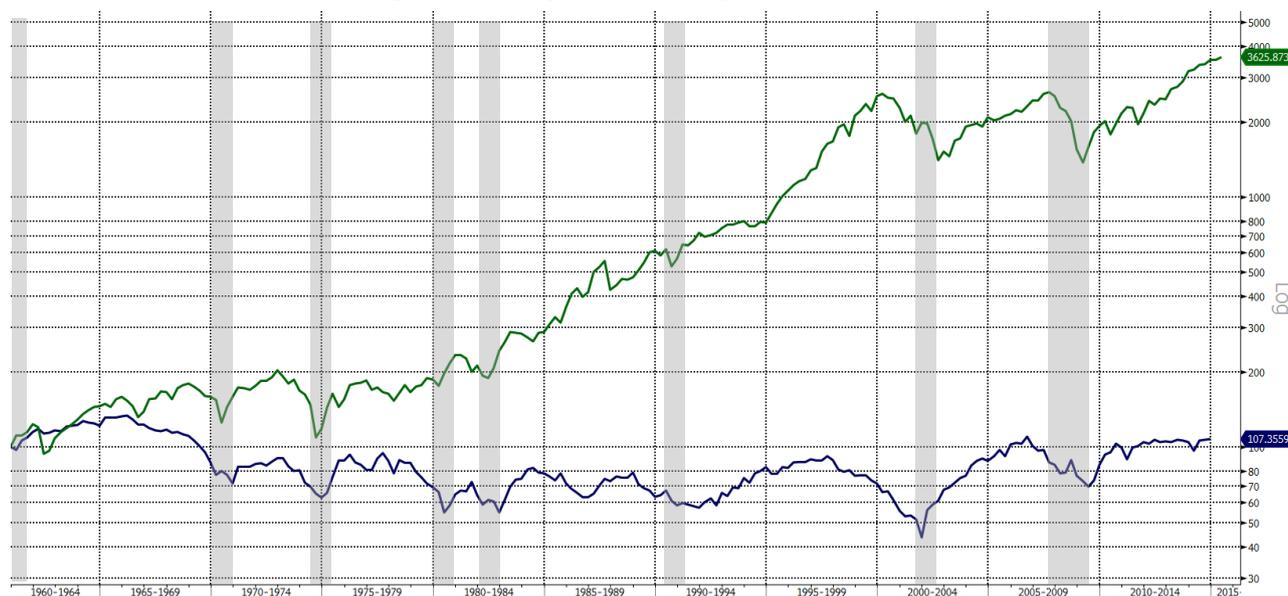
travail dans son ensemble mais le mouvement est lancé et semble déjà suivi (cf. Mc Donald et de nombreuses autres sociétés). Néanmoins, ces annonces n'ont toujours pas été confirmées et n'apparaissent pas dans les statistiques publiées jusque-là.

Par ailleurs ce n'est pas par hasard que les premières entreprises concernées soient des entreprises du secteur de la distribution ou de la restauration. L'étape

suivante est en effet de retrouver dans la progression des chiffres d'affaires et de la valeur ajoutée une compensation à ces augmentations de salaires sous forme de consommation et d'augmentation de chiffre d'affaires. En attendant, les marges devraient accélérer leur baisse, entraînant un ralentissement ou une récession dans le cas d'une nouvelle dégradation des investissements.

**Grappe 2 : Marge des sociétés (en bleu) vs. S&P 500 (en vert)**

*Les zones grises correspondent aux périodes de récession*



## ... en attendant le retour à un modèle plus classique basé sur la consommation

Le fond du problème est bien de débloquer la mécanique de croissance par la consommation, modèle aujourd'hui complètement grippé. Plus le mouvement de transfert des revenus sera lent, plus il pèsera longtemps sur les marges des entreprises qui ne pourront plus maîtriser les coûts salariaux unitaires. Le trou sur les marges pourrait s'étendre sur un à deux ans comme ce fut le cas entre fin 2006 et début 2009.

Une longue chute des marges de 500 points de base sur 4 ans comme celle de 1997/2001 ne paraît pas, à priori

constituer un bon modèle : celle que nous attendons devrait être plus courte. Les choses ont trop évolué depuis cette époque et notamment l'impact de la technologie sur la gestion des coûts.

Pendant cette période en tout cas la FED aura peu d'occasions de se satisfaire des données économiques (datas) et peu d'opportunités pour relever ses taux directeurs.

## L'impact d'une récession aux Etats-Unis s'étendrait aux autres marchés.

Le marché américain reste central en dépit de la perte de leadership de l'économie américaine boostée par une politique monétaire jugée peu crédible par certains concurrents comme la Chine, la Russie ou le Brésil qui commencent à organiser leurs propres réseaux financiers.

Le consensus de marché est aujourd'hui de vendre les Etats-Unis pour acheter le Japon et l'Europe. Il s'agit d'un simple arbitrage relatif : les marchés américains sont jugés moins attrayants que leurs homologues européens ou japonais nourris par leurs QE respectifs.

De ce fait le marché américain stagne alors que les autres marchés montent.

Aucun scénario n'envisage un fort ralentissement aux Etats-Unis encore moins une récession. Mais si ce scénario de récession aux Etats-Unis se confirme, notre analyse est que les marchés favorisés par les opérateurs, dont l'Europe, ne résisteraient pas à une nette baisse des indices américains due à la récession.

Ce retournement du marché américain ne se produira pas tant que la baisse des marges n'impactera pas sensiblement les résultats publiés par action. Or la situation peut se prolonger sachant que les résultats publiés, surtout par action, sont pour le moins « embellis » grâce à la réduction du nombre d'actions et grâce au recours aux résultats exceptionnels.

Néanmoins, au premier trimestre 2015 les résultats attendus risquent de baisser (- 5 % selon le consensus). C'est la première fois depuis 2006 malgré les efforts des sociétés pour les améliorer. Une première alerte

Parallèlement, la FED risque d'être amenée à différer de plusieurs mois la hausse de ses taux directeurs. Ce report constituerait l'information la plus positive qui soit pour les marchés, une hausse des taux ayant pour effet de faire baisser le marché action.

Ceci est très paradoxal : un tel report traduisant une dégradation de la situation économique américaine devrait être jugé comme très négatif.



## Conclusion : la fin d'un modèle et le retour des fondamentaux ?

Le modèle économique actuel est sans précédent. Dans un environnement peu propice à la croissance où ont été utilisés tous les subterfuges possibles notamment les ventes aux pays émergents, et la fabrication dans les pays émergents le modèle s'est essentiellement tourné vers la gestion des coûts.

La faible croissance retirée de ce système a été compensée par les économies réalisées sur les salaires et les pressions exercées sur la sous-traitance. Au total les résultats se sont bien mieux comportés que les soldes intermédiaires, en particulier le premier d'entre eux, le chiffre d'affaires.

Pour autant, les phénomènes cycliques traditionnels n'ont pas été éliminés. Ils ont été masqués le plus longtemps possible mais ils ressortent aujourd'hui. Les résultats et les cours devraient en souffrir. Les sociétés feront tout pour repousser les échéances, surtout en utilisant des programmes considérables de rachat d'actions (90 milliards de dollars pour la seule société General Electric).

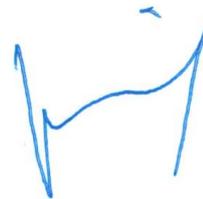
Mais au final, la seule question qui se pose encore est de savoir jusqu'à quand les subterfuges empêcheront les fondamentaux de s'imposer. L'analyse des comptes des sociétés montre en effet que les problèmes liés aux fondamentaux de l'économie n'ont pas disparu pendant la période des « habillages » de résultats et qu'ils sont déjà répercutés dans les résultats opérationnels.

Deux autres questions peuvent se poser :

- les données fondamentales empêcheront-elles de pratiquer la hausse des taux directeurs annoncée par la FED avant la fin de l'année, sachant que retournement de cycle et normalisation des taux pourraient se télescoper au second semestre ?
- les marchés européens et japonais pourront-ils se désolidariser de Wall Street ?

Poser les questions c'est en partie les résoudre.

**Jean Borjeix**  
**Associé Gérant**



### Que retenir ?

- ▶ Les données fondamentales montrent que le cycle en cours aux Etats-Unis est en train de se retourner, malgré l'excellente gestion des sociétés
- ▶ Le modèle « tout pour la croissance des profits » qui prévaut depuis 2009 atteint ses limites.
- ▶ Historiquement, les autres marchés ne se désolidarisent pas des marchés américains quand ils se retournent.

### 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.*