



# PLATINIUM

## Flash Stratégie Mai 2014



Jean Borjeix



Aurélien Blandin

**Des comportements  
de marchés  
totalement inadaptés  
à la situation**

Paris, le 30 mai 2014

### **Une euphorie comparable à celle de 2007.**

Les indicateurs les plus simples comme celui qu'utilise Berkshire Hattaway la société de Warren Buffet, soit le rapport entre la capitalisation boursière et le PIB d'un pays, montrent que les marchés, qui ont aujourd'hui atteint des valorisations record comme ce fut le cas en 2000 ou en 2007, paient ensuite très cher le retour à la normale.

En 2007, outre la stigmatisation des prix exorbitants des marchés, Platinum Gestion avait évoqué le risque de fin de cycle qui menaçait le marché américain et dans son sillage, les autres marchés des pays de l'OCDE. Il s'agissait alors d'analyser de façon très classique l'évolution des marges des sociétés, la situation générale de l'emploi et les risques d'inflation associés aux tensions sur le coût du travail. Le risque de crise financière lié aux sur-

investissements immobiliers n'était alors qu'un risque supplémentaire.

C'est pourtant le retournement du marché immobilier et le début de la **crise des « subprimes »** qui ont **déclenché le repli des marchés**. L'entrée en récession, officiellement datée du dernier trimestre de 2007 par le bureau d'études américain NBER

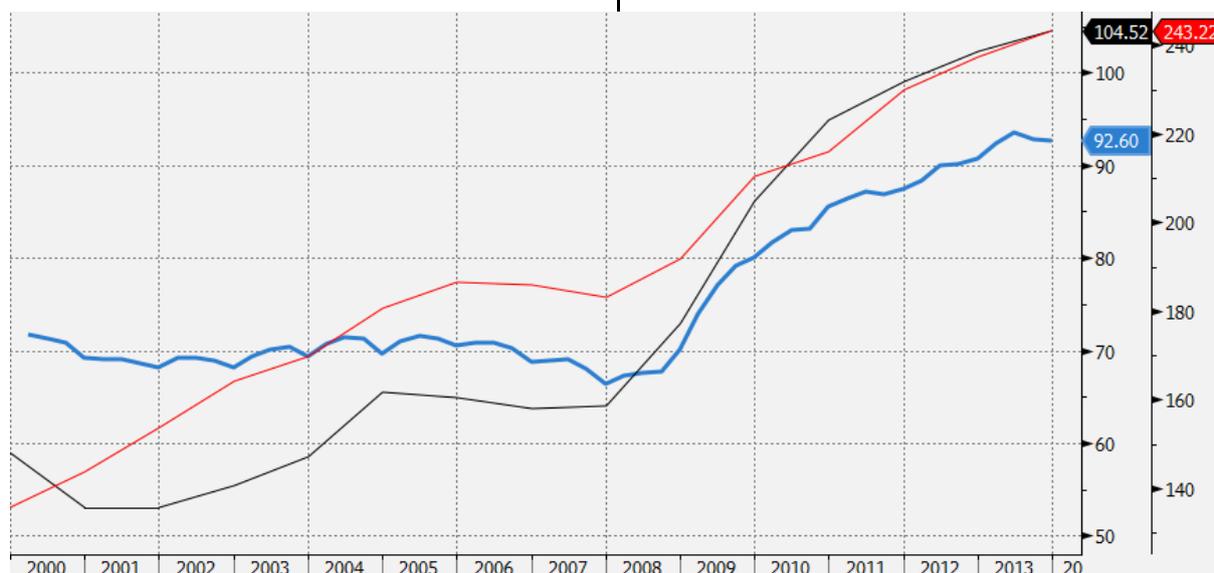


203 rue du Faubourg Saint Honoré 75008 PARIS  
Tél. : +33 1 82 83 81 40 Fax : +33 1 42 68 03 30

PLATINIUM GESTION société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005  
SAS au capital de 600 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

chargé de dater les cycles, n'avait pas été anticipée par des marchés extrêmement sereins. A la fin du premier semestre 2008 les marchés avaient oublié les « subprimes » et n'avaient toujours pas réagi à la situation de récession alors qu'elle était déjà très avancée. Pire, une crise structurelle touchant les pays de l'OCDE s'est alors mise en place. Aujourd'hui elle laisse des traces particulièrement profondes dans cette zone économique avec, notamment, un niveau d'endettement public sans précédent et une situation de l'emploi structurellement dégradée.

Endettement public des Etats-Unis (en noir), de la zone euro (en rouge) et du Japon (en rouge)



Aujourd'hui, les marchés dont l'horizon est anormalement rapproché, se comportent comme s'ils avaient été simplement freinés par une récession classique, fût-elle exceptionnellement longue. D'où le retour aux niveaux de 2007 dans un environnement des plus sereins qui tranche gravement avec la réalité. Plusieurs facteurs ont joué mais l'un des vecteurs les plus étonnants de ce retour aux niveaux de 2007 est, comme à cette date, le rachat de leurs propres actions par les entreprises. Ces rachats ont retrouvé au premier trimestre 2014 les niveaux record de 2007 (160 milliards de dollars par trimestre).

**Une sombre réalité : la gestion des entreprises donne des résultats immédiats mais pèse sur la croissance future.**

**Le système de gestion des entreprises qui utilise parfaitement les opportunités qu'offre la mondialisation présente un inconvénient inattendu : il pèse sur la croissance.**

Pendant la reprise économique qui a suivi la récession de 2007/2009, le marché de l'emploi s'est dégradé considérablement. De même, les investissements réalisés pendant le cycle en cours ont été très inférieurs à ce qui était attendu, ceci expliquant partiellement cela.

Par ailleurs, les investissements réalisés se sont situés dans la ligne du cycle précédent et ont porté essentiellement sur l'amélioration de la productivité à laquelle ont également contribué les délocalisations de productions.

Les deux ont globalement pénalisé l'emploi aux Etats-Unis. Emplois et investissements insuffisants pèsent donc à leur tour sur la croissance. Les pays émergents eux-mêmes, sur lesquels comptaient la majorité des économistes pour aider la croissance des pays de l'OCDE, ne constituent pas le relai attendu. Le découplage n'a pas eu lieu. Au contraire les pays émergents en phase de ralentissement et surendettés, contribuent, eux aussi, au freinage de la croissance.

## L'emploi s'est nettement dégradé

Sans oublier le **taux de participation au marché du travail en forte baisse** ces dernières années, deux données sont aujourd'hui reconnues.

La première concerne le **taux effectif de chômage** tenant compte des demandeurs d'emploi qui ne bénéficient que **d'emplois partiels** et **subissent** donc un chômage partiel. **Le taux effectif de personnes au chômage ou en situation de sous-emploi est supérieur à 12 %.**

La deuxième concerne la **durée moyenne du chômage**. Même si celle-ci a diminué sensiblement pendant le cycle haussier des marges des entreprises, elle reste historiquement élevée, autour de **35 semaines** contre 40 semaines au pire moment de la crise.

En revanche, lors de la récession de 2001 la durée du chômage n'avait pas excédé 16 semaines.

Durée moyenne (en bleu) et médiane (en noir) du chômage aux Etats-Unis (en semaines) et taux de sous-emploi (en rouge)

Si on regarde la durée médiane du chômage (16 semaines contre 25 semaines début 2010)

l'amélioration est plus marquée, néanmoins nous sommes encore loin des données de la période 2004-2008.

La récession de 2007/2009 et l'ensemble du cycle qui a suivi ont, sans doute, **modifié structurellement le marché de l'emploi** dans lequel les écarts se sont creusés sensiblement. L'écart de comportement des durées médiane et moyenne du chômage illustre la modification structurelle du marché du travail aux Etats-Unis qui tend vers la situation que l'on connaît en Europe, à savoir un fort accroissement du nombre de chômeurs de longue durée qui ont pratiquement perdu toute possibilité d'accès à l'emploi.

Ainsi, seule la part de la **population « formée »**, soit 50 millions de personnes, **connaît un chômage extrêmement faible (3%).**

## Les investissements des entreprises sont décevants

Après la chute de l'activité au cours de la récession 2007/2009, les **investissements qui s'étaient effondrés** de quelque 35% se sont appréciés, mais le ratio investissements/PIB n'a pas récupéré son niveau d'avant crise de 19,2 %.

Il est seulement revenu de 12,5% à 16,3%.



Cette insuffisance d'investissements venant après la longue crise de 2008/2009 engendrera un manque à gagner pour la croissance américaine.

Elle résulte techniquement de **l'affaiblissement de la part de la technologie dans les investissements** alors que ce secteur **alimentait la croissance des années 2000** et était par ailleurs source de **progrès de productivité**. Toutefois l'insuffisance d'investissements traduit surtout un **manque de confiance** dans l'avenir de la première économie mondiale, alors même que la progression des marges des entreprises qui ont atteint des records historiques aurait dû déclencher de nouveaux investissements.

Marqués par la détérioration du marché de l'emploi et par la faiblesse de l'investissement, la **croissance générique des Etats-Unis devrait s'affaiblir** au cours des années à venir. Il faudra sans doute oublier les taux de 3 ou 4 % en volume et se contenter de **taux inférieurs à 2 % en volume**.

### **Seule, la capacité de consommation des ménages résiste.**

Une fois de plus les **ménages américains viennent au secours de la croissance**. Le revenu disponible des ménages après avoir nettement ralenti entre 2007 et 2009 s'est ensuite repris pour retrouver la tendance de long terme qui prévalait depuis 2000.

En revanche **l'endettement** qui avait conforté la demande privée entre 2000 et 2008, passant de 93 % du revenu disponible en 2000 à 126 % en 2008, s'est réduit entre 2008 et 2014 en revenant autour de la parité entre revenu disponible et dette. Toutefois les efforts pour réduire leur endettement ne semble plus soucier les ménages. Il a même recommencé à légèrement progresser depuis la mi-2013.

Dans le même temps le taux de chômage « global », chômage partiel compris, a nettement diminué passant de 17 % de la population active en 2010 à 12 % en 2014, cette **amélioration relative de l'emploi renforçant** sans doute la **demande d'endettement des ménages qui se sentent moins menacés** par une éventuelle perte d'emploi. Pour autant cette amélioration

de la situation des ménages et son impact sur la croissance ne rétablit pas intégralement la situation précédant la crise financière.

Surtout, sachant que **l'essentiel des emprunts des ménages est constitué de prêts hypothécaires**, que l'on voit mal exploser de nouveau, les perspectives de croissance de la **consommation sont désormais limitées** à la progression du revenu disponible, **autour de 2 % l'an en valeur**.

### **Vers la fin du cycle en cours avec la baisse des marges des entreprises.**

Hors entreprises financières, **les marges** des entreprises américaines se sont relativement bien comportées lors de la récession de 2008/2009, **les points bas des marges restant très supérieurs aux niveaux de récession** atteints lors des cycles précédents. Comme on l'a vu ce comportement s'est mis en place grâce à la baisse relative des coûts salariaux et la situation de l'emploi s'est nettement dégradée en contrepartie du maintien des marges à des niveaux record.

Comme cela a déjà été analysé, ce phénomène s'explique par les **progrès de productivité** réalisés par les entreprises depuis 2009.

La **phase suivante devrait s'appuyer sur l'augmentation des investissements directs** effectués par les entreprises qui ont la meilleure situation financière. Cette phase qui aurait pu **entraîner une prolongation du cycle n'aura pas lieu** dans l'immédiat en raison paradoxalement de la déficience de la politique monétaire américaine. **Les taux 0** poussent en effet les entreprises à réaliser des **opérations financières d'envergure** qui les **mobilisent** en priorité et qui **dépassent largement les projets d'investissements industriels**.

Les **offres publiques d'achat hostiles** annoncées en 2014 excèdent celles de 2013 de quelque **300 %**. Le mouvement qui devrait clôturer le cycle qui a débuté en 2009 est déjà engagé. Il est porteur de spéculations sur les proies possibles mais il est aussi **annonciateur de la fin d'un cycle sans grand projet**, contrairement aux cycles des années 2000 (innovations technologiques).

**La fin du cycle devrait intervenir avec la hausse des taux directeurs programmée pour 2015.**

Le choc pourrait d'ailleurs être plus fort que prévu. Les discussions vont bon train sur le niveau des taux qui devraient être atteints lors du relèvement des taux directeurs. Des **taux de 3 %, 4 % voire 5 % sont souvent atteints** lors des freinages de conjoncture comme celui qui se prépare en 2015. Ces taux sont évoqués (président de la FED de New-York) **en dépit du faible niveau actuel**. Les risques inflationnistes reviennent aussi dans les préoccupations avec les hausses sensibles sur **l'énergie et sur l'agroalimentaire**, secteurs sensibles à la spéculation favorisée par les politiques monétaires non conventionnelles et les **taux 0**. Comme on l'a déjà évoqué les pressions peuvent aussi s'exercer sur les salaires de la part du groupe des employés « formés » qui ne connaît pas le chômage.

**Au-delà du cycle américain, on assiste à une dégradation générale de l'environnement économique.**

La crise financière a servi de révélateur des **problèmes que rencontrent les pays de l'OCDE**. Les **pays émergents** n'ont pas été épargnés pour autant. Ils ont notamment été victimes des mauvaises décisions prises par les banques centrales des pays de l'OCDE.

La question qui se pose aujourd'hui est de savoir pourquoi **les marchés actions**, toujours au plus haut, n'ont **pas sanctionné les tendances déflationnistes de la zone euro** et plus généralement les **perturbations économiques**, notamment **les récessions**, qui ont découlé des politiques monétaires basées sur des mesures non conventionnelles.

Ce sont **les entreprises qui, profitant de l'environnement propice aux restructurations** ont fait porter tous leurs efforts sur la **productivité** dont la progression s'est **accélérée depuis 2009**. Les **bénéfices** qui en sont issus ont été par ailleurs **amplifiés au niveau de chaque action** en raison des

**programmes de rachats d'actions** visant, en diminuant le nombre des titres négociables, à augmenter la part de bénéfice de chaque titre.

Ainsi chaque fois que les **résultats par actions pouvaient décevoir**, un **plan de rachat** intervenait opportunément pour **augmenter les bénéfices par action** et **surprendre les analystes** positivement, **impactant les cours** dans le même sens. Toutefois cette **concentration des flux financiers sur les titres** et les **résultats obtenus dans la gestion des entreprises** ne doivent **pas faire oublier** que ce schéma lui-même a les **graves contreparties négatives** évoquées ci-dessus.

En fait depuis 2010, **tous les facteurs d'influence évoluent** dans le même sens pour **favoriser des bulles spéculatives** : **gestion des coûts des entreprises**, **réduction du nombre d'actions négociées** sur les marchés, **soutien inconditionnel de la FED** à travers une création de monnaie sans contrepartie quasiment illimitée (politique de la planche à billets).

**Conclusion : Le modèle 2009/2014 atteint ses limites.**

**Le modèle américain** a entraîné tous les marchés dans une hausse quasiment ininterrompue depuis l'été 2012. Le frein à ce mouvement était, jusqu'en 2012, le **risque que faisait courir la monnaie unique sur les marchés associé au surendettement de la zone euro**. Une **explosion de l'euro** aurait eu un **effet de crise financière** comparable à la crise des « subprimes » : chute de la valeur des créances auprès d'Etats ayant dévalué, incertitude générale sur les contreparties...

L'intervention de M. **Draghi** au cours de l'été 2012 a **supprimé ce risque**. Dès lors, tous les **marchés européens ont emboîté le pas du S&P 500**, suivis par les marchés émergents et par le Japon qui s'était lancé à son tour dans une politique monétaire non conventionnelle.

De même, sur les **marchés obligataires**, les taux fragiles des pays périphériques se sont engagés dans un mouvement de **baisse**

**uniforme**, soulignant le pouvoir des banques centrales, « don't fight the FED ».

Pourtant les banques centrales n'ont pas tous les pouvoirs. De surcroît elles le disent. Mais, dans ce cas, les marchés ne les écoutent pas.

Ainsi **comment imaginer que la politique de la FED pouvait améliorer nettement le marché de l'emploi** alors que la **mécanique de la gestion des entreprises** conduisait à des licenciements permanents permettant de faire **progresser la productivité**. Pire, lorsque la **BCE a garanti qu'elle ferait tout pour sauver l'euro**, elle a assorti cette démarche de la recommandation de **mettre en place des plans de rigueurs** dans les pays où les taux des emprunts souverains avaient considérablement monté.

C'était aussi une recommandation de ralentir l'activité économique pour **privilégier le rééquilibrage des comptes publics**.

Autrement dit, la **récession** devait **accompagner l'action de la BCE**. Les **marchés devaient baisser dans le sillage de la récession européenne** et plus particulièrement les marchés des pays périphériques.

Jean Borjeix  
Associé Gérant



**Il n'en a rien été.**

Ces marchés ont connu **les plus fortes hausses depuis l'été 2012** (150 % pour l'ASE grec, 75 % pour l'IBEX espagnol, 65 % pour le PSI portugais et 57 % pour le MIB italien), loin devant les marchés asiatiques, hors Tokyo, les marchés sud-américains, en baisse, les marchés core en Europe (+50 % pour le CAC 40 et le DAX), et les marchés directs eux-mêmes, les marchés américains (+35 % pour le S&P 500).

En somme les **marchés abreuvés de liquidités**, comme Tokyo, ou de **soutien déguisé**, comme les marchés de la **zone euro**, sont ceux qui ont **le mieux performé**. **Peu importe** les récessions, l'absence de croissance, la valeur intrinsèque des monnaies, voire le niveau d'endettement.

Dès lors on ne peut être surpris par **les espoirs placés** par les marchés dans les prochaines réunions des prochains **comités directeurs de la BCE ou de la FED en juin !**

Aurélien Blandin  
Gérant



#### Que retenir ?

- ▶ Des marchés actions euphoriques comme en 2007
- ▶ Un environnement général dégradé réduisant le potentiel de croissance mondiale
- ▶ La fin du cycle entamé en 2009 se rapproche

#### 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.*