



PLATINIUM

## Flash Stratégie Décembre 2014



Jean Borjeix

**2015, année  
d'éclatement des bulles?**

Paris, le 16 décembre 2014

L'exercice 2014 va sans doute se terminer défavorablement pour les marchés financiers, précédemment dopés par les multiples impressions de papier monnaie qui ne servent à rien d'autre qu'à permettre aux banques de faire des opérations faciles associées à un important « levier » mais offrant un retour sur investissement sans concurrence.



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

Résultat, les valorisations de tous les marchés subissent des taux de volatilité très élevés qui brouillent les tendances de fond. Dans ces conditions les objectifs de valorisation ne signifient pas grand-chose, sauf à imaginer un retour maîtrisé aux normes historiques, en termes de taux comme en termes de capitalisation. Peu probable en 2015...

De toute façon, il est trop tard pour évaluer les risques des placements financiers. Les bulles se sont formées en l'absence totale de prise en compte de ces risques. Elles sont devenues totalement incontrôlables. Il faut s'attendre à les voir éclater, inopinément, au fur et à mesure que les opérateurs prendront conscience de la surévaluation des différents actifs financiers et, surtout, de l'incompatibilité de ces valorisations entre elles.

**Théoriquement, sur des références de long terme, la valeur actuelle des actions est justifiable, comme celle des emprunts d'Etat et des émissions « corporate ».**

**Les facteurs permettant de justifier le cours actuel des indices actions et les rendements des emprunts d'Etat existent. Malheureusement ils s'opposent.**

**Que nous disent les marchés actions ?**

Essentiellement que les résultats de sociétés sur long terme sont à la mesure de la progression des indices. Au cours des 50 dernières années, les marchés n'ont fait que traduire la progression des bénéfices en masse. Dans l'exemple américain, les bénéfices des 9 000 sociétés dont les comptes contribuent pour 50% au PIB ont été multipliés par 20 comme les cours du S&P (cf. graphe I).

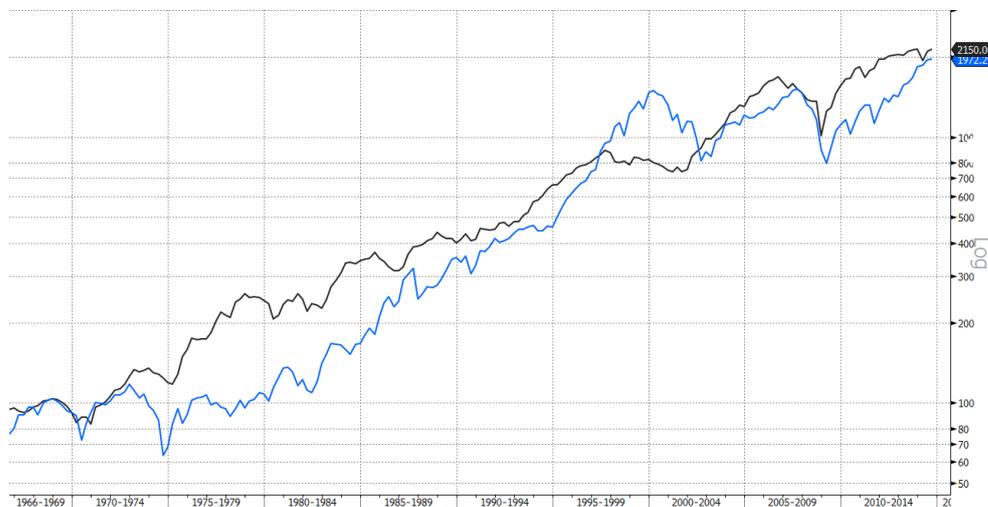
Au cours des années 70, l'indice a eu du mal à suivre les résultats artificiellement gonflés par de fortes hausses des prix. La remise en ordre des

prix obtenue par la politique monétaire de Paul Volcker a permis aux entreprises de casser la spirale des coûts salariaux et des prix et de restaurer leurs marges.

Faisant suite à cette période de croissance exceptionnellement équilibrée, deux bulles se sont formées en 2000 et en 2007 puis ont éclaté, freinant le mouvement de hausse séculaire. La dernière accélération de la hausse des cours du S&P, nettement supérieure à la progression des bénéfices et surtout des marges économiques (résultat d'exploitation / valeur ajoutée) présente toutes les caractéristiques d'une fin de cycle séculaire, de type Kondratieff.

Comme les fins précédentes de ce type de cycle, l'accélération de la tendance tient au fait que les risques semblent avoir totalement disparu et qu'un nouvel eldorado s'offre aux marchés,... comme en 1929-1930 ou en 1966-1968.

**Graphe I : Résultats des sociétés américaines en masse (en noir) et S&P (en bleu) à partir de 1930**



**Graphe 2 : Taux Américain à 10 ans (en noir) et S&P (en bleu) à partir de 1999**



Toutefois contrairement à ces deux fins de cycles séculaires où les taux directeurs avaient fortement monté, les banques centrales ont adopté une politique opposée, celle des taux 0. Il leur incombe désormais de normaliser progressivement le fonctionnement des marchés et de rétablir leur cohérence.

La FED a commencé à s'y employer en supprimant les opérations de « Quantitative Easing » et en programmant un relèvement des taux directeurs. Mais les difficultés ne font que commencer !

### La troisième bulle financière sur les actions s'est développée en 2014.

Après les bulles de 2000 et de 2007, la troisième bulle résulte, entre autres, du mauvais emploi de leurs liquidités ou de leurs capacités d'endettement par les entreprises. Celles-ci répondent aux souhaits des banques centrales et n'ont qu'un seul objectif, faire progresser leur cours de bourse. En particulier elles multiplient les opérations de rachat de leurs propres titres, visant à maximiser les résultats par action alors que, dans le même temps, leurs investissements restent faibles faute de projets ou de besoins de nouvelles capacités.

Alors qu'elles n'ont pas spécialement préparé l'avenir en 2014, les sociétés ont fait progresser régulièrement leurs titres grâce à ces rachats, de sorte que les taux de capitalisation ont atteint des niveaux record historiques, sans justification autre que la régularité de la progression des résultats dans un environnement de crise financière où les conditions d'exploitation peuvent se modifier brutalement. C'est à ce titre qu'il s'agit d'une bulle.

Cette bulle devrait se poursuivre en 2015 avant d'éclater, paradoxalement au moment où les besoins d'investissement se feront plus pressants. En attendant les marchés obligataires entretiennent eux aussi une bulle sans précédent, dont l'impact essentiel est de peser sur le niveau des taux, entretenant la bulle sur le marché des actions, mais pour des raisons diamétralement opposées (cf. graphe2).

### La bulle des marchés obligataires.

Comme les marchés actions, les marchés obligataires sont entretenus par les excès de liquidités créés par les banques centrales. La FED, la Réserve fédérale américaine, pratique des achats réguliers d'emprunts souverains comme la BOE (Angleterre), la BOJ (Japon) elles-mêmes. Ils peuvent aussi être soutenus par

les banques privées qui regorgent de liquidités fournies, gratuitement, par les Banques Centrales, à la suite des différents QE ou LTRO.

Pour autant, ces achats sont également effectués par les compagnies d'assurance, ou les investisseurs japonais, italiens ou français, au titre de leur gestion d'actifs, et ne sont pas seulement des emplois de liquidités excessives.

Même si, à la suite de ces achats, les taux des emprunts atteignent des niveaux excessivement bas, jamais observés dans le passé sur les marchés, ces taux peuvent s'expliquer « économiquement ». En fait les arbitrages dont bénéficient les emprunts à moyen et long terme prennent en compte des perspectives de croissances en net ralentissement aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne ou en Chine et en récession ou quasi récession partout ailleurs.

En bonne théorie économique, les taux à long terme d'un pays convergent vers le niveau de croissance anticipé : plus ce niveau baisse, plus les taux baissent.

**En somme, la bulle obligataire s'appuie sur la faiblesse de la croissance mondiale et la bulle des actions s'appuie sur l'expansion mondiale retrouvée.**

**Une seule chose est sûre : l'une ou l'autre des deux bulles doit éclater ou les deux...**



### **Les forces d'éclatement.**

Les taux bas facilitent le service de la dette, notamment la dette publique. Avec des taux plus élevés, sans l'apport de liquidités des QE, l'endettement des Etats serait ingérable.

Il n'empêche qu'il s'agit d'une bulle gonflée par des taux proches de zéro. Cette situation est difficilement extrapolable, même sur la durée de vie des emprunts sous-jacents (5 ans ou 10 ans). Il sera très difficile de sortir des étiages actuels pour revenir aux normes habituelles des marchés. Et c'est pourtant le challenge de la FED auquel elle est en train de s'atteler.

Une remontée des taux fait baisser la valeur des obligations.

Au niveau actuel des rendements des emprunts d'Etat, qui approchent pour les meilleures signatures, des taux à 10 ans proches de 1 %, l'effet à la baisse de la valeur de l'obligation est de l'ordre de 10 %. Cette sensibilité ne se traduira dans la valorisation des portefeuilles qu'au niveau des emprunts de maturité élevée. L'impact moyen sera plus faible, compte tenu de la durée moyenne des emprunts d'Etat ou de celle des « corporates » de qualité.

Beaucoup d'investisseurs à la recherche de rendement ont acheté des obligations de type « high yield » dont la valorisation baissera fortement en cas de crise du marché obligataire.

Pour autant, l'impact de hausses de taux sur les marchés portera surtout sur les émetteurs, notamment les Etats, qui seront contraints d'émettre à des taux très supérieurs à ceux des émissions de ces dernières années. Une situation qui serait impossible à gérer sans retour rapide vers des taux de croissance élevés.

Côté actions, seuls les rendements élevés peuvent justifier l'arbitrage en leur faveur. Toutefois, les dividendes qui permettent d'obtenir le rendement actuel des actions (autour de 3 %) seront difficilement maintenus par les sociétés dans un environnement de récession/déflation. Or, c'est cet environnement économique que les faibles taux de rendements des emprunts à moyen ou long terme valorisent implicitement.

### **Conclusion : Fin de la « chevauchée fantastique » ?**

Les marchés d'emprunts comme les marchés d'actions ont bénéficié d'une période extrêmement faste au cours de laquelle des liquidités ont été créées sans la moindre contrainte. Sans toucher à sa fin, cette politique de création de monnaie commence à susciter des interrogations. C'est M. Bernanke qui avait mis le feu aux poudres en 2013 en suggérant que la politique de « Quantitative Easing » pouvait toucher à son terme dans la mesure où les chiffres de l'emploi paraissaient satisfaisants. Il avait toutefois pris soin de préciser que les taux 0 seraient conservés pour une période « considérable ». Il semble que la durée « considérable » arrive à son terme. Les membres de la FED envisagent une hausse des taux directeurs en 2015, sans doute au second semestre.

Les marchés de taux n'y croient pas. Les taux à terme ne montent pas.

Les marchés actions sont beaucoup plus nerveux. La bulle sur les matières premières a déjà éclaté, conformément aux perspectives de croissance faibles qu'anticipent les marchés de taux.

Les temps approchent où les marchés actions risquent d'être touchés à leur tour.

Les QE ont échoué. La croissance n'est pas au rendez-vous. Les liquidités déversées profitent aux marchés de taux et à leurs émetteurs. La situation peut se prolonger.

En revanche, sans croissance et en l'absence de nouveaux artifices, les marchés d'actions ne peuvent poursuivre leur « chevauchée fantastique ». La situation actuelle n'est pas extrapolable. La correction qui implique des ajustements de P/E et des révisions de croissance bénéficiaire à court terme, risque d'être sévère.

#### **Que retenir ?**

- ▶ **Eclatement des bulles à envisager.**
- ▶ **Les anticipations du marché des actions sont opposées à celles des emprunts.**
- ▶ **La bulle des actions est plus vulnérable que la bulle des emprunts.**
- ▶ **Les QE suscitent des interrogations sur leur efficacité.**

Jean Borjeix  
Associé Gérant



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.*