

PLATINIUM

Flash Stratégie mai 2015



Jean Borjeix

Actifs financiers : la fiction finira-t-elle par rejoindre la réalité ?

Paris, le 29 mai 2015

Au mois de mai, les marchés obligataires ont connu leur première secousse significative, parfaitement explicable et justifiable après coup mais imprévisible. Signe des temps, les marchés abreuvés en permanence de liquidités ne savent plus évaluer régulièrement les risques encourus. En revanche, la moindre étincelle est susceptible de déclencher un incendie dans la mesure où tous les risques accumulés et jamais valorisés apparaissent tout d'un coup évidents. Comme le coyote de Tex Avery qui continue de marcher dans le vide et s'en aperçoit tout d'un coup, déclenchant sa chute vertigineuse, les marchés sont condamnés à vivre ce scénario. Les seules questions concernent l'éventuel effet « déclencheur » et le « timing ». Dans ce cadre, quelques scénarii peuvent être élaborés. Aucun ne met l'investisseur à l'abri.



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 950 000 Euros - 480 778 687 RCS Paris - TVA intracommunautaire FR05480778687

La normalisation des taux d'intérêt, un cap très difficile à passer.

Le retour vers des taux « vraisemblables » est régulièrement évoqué depuis deux ans. Malheureusement, l'opération ne sera pas facile à mettre en place. En 2013 Ben Bernanke avait envoyé un ballon d'essai en annonçant une prochaine remontée des taux directeurs de la FED. Les marchés avaient réagi brutalement sur quelques séances et les grandes victimes avaient été les marchés émergents, principaux profiteurs des taux voisins de 0 des banques centrales des pays de l'OCDE. Ces taux zéro permettaient en effet aux banques de réaliser des arbitrages lucratifs entre emprunts à taux 0 auprès des banques centrales et des prêts à taux beaucoup plus élevés aux pays émergents (opérations de « carry trade »).

Pourquoi dès lors avoir mis en cause un système qui fonctionnait bien et qui attirait des masses considérables de capitaux occidentaux en quête d'emplois ?

Une normalisation des taux indispensable pour l'équilibre des marchés.

Les reflux de capitaux hors des marchés émergents qui se sont régulièrement produits entre 2011 et 2014 ont montré la fragilité d'un système qui n'a pas d'appui solide puisque l'argent n'a pas de valeur (taux 0) et qu'il est dès lors disponible pour des placements à haut risque mais il est aussi susceptible de se retirer à tout moment pour des placements plus fructueux.

Bien entendu, les effets de l'annonce de 2013 ont été pris en compte par la FED qui a assoupli sa position mais sans remettre en cause le principe de normalisation des taux directeurs. Celle-ci est donc toujours d'actualité.

Les reculades successives de la FED entre 2013 et aujourd'hui, ont pour origine les déceptions sur la croissance de l'économie américaine. Malheureusement, le retard pris a pour effet de compliquer sensiblement l'opération. Les chiffres de l'emploi, critère de base de l'époque, se sont affichés « officiellement » bons mais la

FED considère aujourd'hui que ce repère n'est pas suffisant. Les données concernant la croissance doivent aussi s'avérer suffisamment robustes pour « encaisser » une hausse des taux directeurs. La hausse des taux directeurs peut en effet pousser les taux longs eux-mêmes à la hausse faute de liquidités nouvelles (plus de QE). La hausse des taux longs peut à son tour bouleverser les valorisations d'actifs, y compris la valorisation des actions. C'est le risque de base. Il n'est pas neutre car il pourrait se traduire dans un rattrapage massif d'une longue période de surévaluation des actifs financiers (en gros une crise boursière).

Le risque le plus important réside dans le « timing » de la normalisation des taux où la « fenêtre de tir » est très étroite.

Le bon moment pour relever les taux est d'autant plus difficile à déterminer qu'il a été différé à plusieurs reprises. La hausse des taux directeurs peut désormais intervenir dans un environnement cyclique devenu défavorable, entre le retournement à la baisse des marges aux Etats-Unis (cf. flash d'avril) et les chiffres de croissance décevants du PIB. Dans ce cas l'aplatissement de la courbe des taux (hausse des taux courts baisse des taux longs) peut signaler que l'activité plonge dans la récession, situation qui n'est pas du tout envisagée par les marchés. A l'opposé, la pression salariale qui commence à s'exprimer dans les comptes des sociétés (progression des heures travaillées, baisse de la productivité, nombre des départs volontaires en nette progression ...) risque de déclencher un début de « core inflation ». Dans ce cas, il serait préférable que la Banque Centrale ne soit pas en retard et relève rapidement ses taux directeurs.

En tout état de cause la fenêtre de tir risque d'être très étroite pour que la nouvelle politique de taux ne fasse pas trop de dégâts. C'est certainement l'un des scénarii majeurs de déclenchement de repli des marchés.



Des conjonctures dégradées en phase.

La conjoncture américaine montre des signes de faiblesse au mauvais moment.

Aux Etats-Unis, la reprise n'est pas au rendez-vous. Le premier trimestre est décevant et s'inscrit dans le cadre d'une possible récession. Le début du deuxième trimestre est en effet lui-même décevant et il n'est pas exclu qu'il confirme une récession sur l'ensemble du premier semestre (modification des calculs de saisonnalité mis à part). Ces données ne sont pas de nature à conforter les estimations de croissance de début d'année où le taux estimé par le consensus se situait autour de 3/3.5%. Les révisions en baisse se poursuivent et les données anticipées pour l'année sont plutôt de l'ordre de 2.0%. De toute façon, malgré ces réajustements à la baisse les données de croissance ont peu de chances d'être tenues et de nouveaux ajustements à la baisse auront certainement lieu au cours des mois à venir. La déception sera d'autant plus nette que la reprise économique semblait enfin s'affirmer.

La Chine se trouve depuis des mois entre bulles et récession et entre resserrement et relance monétaire alors que le Japon s'enfonce dans une situation de plus en plus ingérable.

Au-delà des chiffres concernant la première économie mondiale, ceux de l'économie chinoise, sa dauphine, sont aussi en net recul par rapport aux estimations et par rapport aux données de 2014. Plus largement, sur les 36 derniers mois (2012/2015), les indicateurs d'activité (PMI) sont inférieurs à 50%, chiffre limite entre récession et expansion, dans 55% des cas. Commerce extérieur en baisse continue et sorties de capitaux régulières confirment la grave détérioration de l'économie chinoise.

Le Japon troisième économie mondiale est aussi en situation dégradée (+0.1% au premier trimestre calendaire hors stocks). Les composantes de la croissance sont en recul, notamment les dépenses de consommation en baisse mensuelle de 13 à 20% (en rythme annuel). Seuls les résultats par action des sociétés font illusion. Ils bénéficient « comptablement » de la faiblesse du yen et de nombreuses opérations de réduction du nombre d'actions à la suite de rachats comme aux Etats-Unis. De fait, la hausse du Nikkeï ne traduit certainement pas une amélioration de la conjoncture économique.

Les pays émergents déçoivent et ne constituent pas le relai de croissance attendu par nombre d'économistes.

Après de nombreux reculs de l'indice MCI des pays émergents, suivant les plus hauts de 2011, la performance moyenne ne traduit pas le redressement envisagé à cette époque et la spéculation s'est retirée en raison de performances très décevantes de cette zone d'activité.

Hormis l'Inde, les pays émergents sont en difficulté après avoir bénéficié des opérations de « carry trade » en 2010 et 2011. La baisse des prix des matières premières qui explique une large part de la baisse de production des pays émergents, hors Inde importateur net, est aussi un signe clair du ralentissement mondial. Il confirme bien, contre l'avis d'une majorité d'économistes, « l'alignement négatif » des planètes : affaiblissement concomitant des PIB des principales zones géographiques mondiales ; faiblesse des prix des matières premières, dont pétrole ; comportement très volatil des monnaies excluant tout avantage « monétaire » durable et soulignant l'instabilité du système monétaire international. S'y ajoute, l'inefficacité universelle des politiques monétaires non conventionnelles.

Une impulsion donnée par la Zone Euro ?

La Zone Euro enfin, s'est trouvée décalée en raison des contraintes imposées par la gestion de la monnaie unique. Les discours de M. Draghi ont surtout soutenu les marchés, mais l'économie de la zone n'a guère bénéficié de sa politique. La pression de la Grèce et les plans d'austérité de la France et surtout des pays périphériques ont pesé fortement sur la conjoncture. La mise en place d'une politique monétaire non conventionnelle, enfin acceptée par l'Allemagne, est attendue comme le moteur du rattrapage européen. Vu les échecs de cette politique dans tous les pays où elle a été pratiquée il est permis de douter de son efficacité en Europe. Sans compter que la zone Euro grâce principalement à l'Allemagne, aux Pays-Bas et à l'Italie, est exportatrice nette et bénéficiera surtout de la baisse de l'Euro impulsée par les marchés grâce, à tort ou à raison, à la Grèce et au QE. En fait la Zone Euro réussira à gagner des parts de marché plutôt qu'à ajouter de la croissance.



L'inefficacité universelle des politiques monétaires non conventionnelles.

Les politiques monétaires non conventionnelles : un rendement de machine à vapeur.

Les politiques monétaires non conventionnelles sont un aveu d'impuissance des banques centrales. Pourquoi en effet les dirigeants des banques centrales n'ont-ils pas utilisé les politiques non conventionnelles plus tôt si elles s'avèrent efficaces ? Précisément parce qu'elles sont peu efficaces. Elles ne sont mises en place que « par défaut ».

Contrairement aux allégations de la FED, leur véritable utilité est d'éviter des crises de liquidité, pas de créer des emplois. Les meilleures applications récentes ont été fournies par les LTRO de la BCE comme par les premières interventions de la FED à la suite de la crise des « subprimes ». Au-delà de ce rôle évident de fournisseur de liquidité en cas de pénurie, les banques centrales peuvent injecter des liquidités dans le cadre de programmes fixés à l'avance en espérant que ces liquidités entreront dans les circuits bancaires, ce sont les « quantitative easing » (QE) utilisés par la Banque du Japon dès 1994 et par la FED dès 2008.

Avec recul, on peut constater dans les deux cas, que ces mécanismes monétaires se sont montrés impuissants à générer des crédits à l'économie. Ils n'ont réussi qu'à alimenter les marchés financiers de façon stérile, avec le seul objectif de renforcer le moral des ménages à travers l'appréciation de la valeur de leurs actifs, en espérant les voir consommer (effet Pigou). Ce faisant les QE ont créé des « bulles » sur tous les actifs financiers, sur les prix des matières premières et dans

l'immobilier, sans créer de croissance mais en augmentant considérablement le risque.

La BOE, et la BCE se sont jointes aux stratégies d'échecs de la FED et de la BOJ.

La Banque d'Angleterre est aussi un exemple : elle avait commandé une étude sur l'efficacité du système de gestion monétaire non conventionnel (QE) et avait reçu une réponse négative. Elle a tout de même lancé un programme de QE qui n'a pas obtenu, lui non plus, les résultats escomptés. La croissance du pays, célébrée comme supérieure à celle des pays de la zone euro, n'a été obtenue que grâce à un déficit budgétaire « primaire » de plus de 5% du PIB qu'il faut aujourd'hui réduire drastiquement, avec une récession probable à la clé.

La BCE, qui s'était limitée aux discours habiles et aux opérations de liquidité strictes (LTRO) s'est résolue à suivre les autres banques centrales et à mettre en place un QE de quelque 60 milliards d'euros par mois basé sur les rachats de titres souverains.

L'impact sur les marchés ne s'est pas fait attendre avec la hausse record des actions de la zone euro puis l'effondrement des taux de rendement souverains, traduisant l'assèchement complet du marché des emprunts d'Etat. Les objectifs de baisse de la monnaie européenne et de reprise d'une inflation minimale ne se sont pas traduits aussi rapidement que l'impact sur les titres. Pour le moment il s'agit, là aussi, d'une sorte d'échec et il est peu probable que l'avenir du QE de la zone euro soit différent de celui des autres zones monétaires.



Quel impact attendre de l'arrêt des QE, avérés meilleurs soutiens des marchés financiers ?

La question qui se pose au sujet des politiques monétaires non conventionnelles est celle de leur durée.

La fin de ce type d'action est programmée. Il est impensable que les économies les plus développées continuent de pratiquer des politiques monétaires primaires comme le sont les QE, sauf à ne plus pouvoir en sortir comme le Japon...

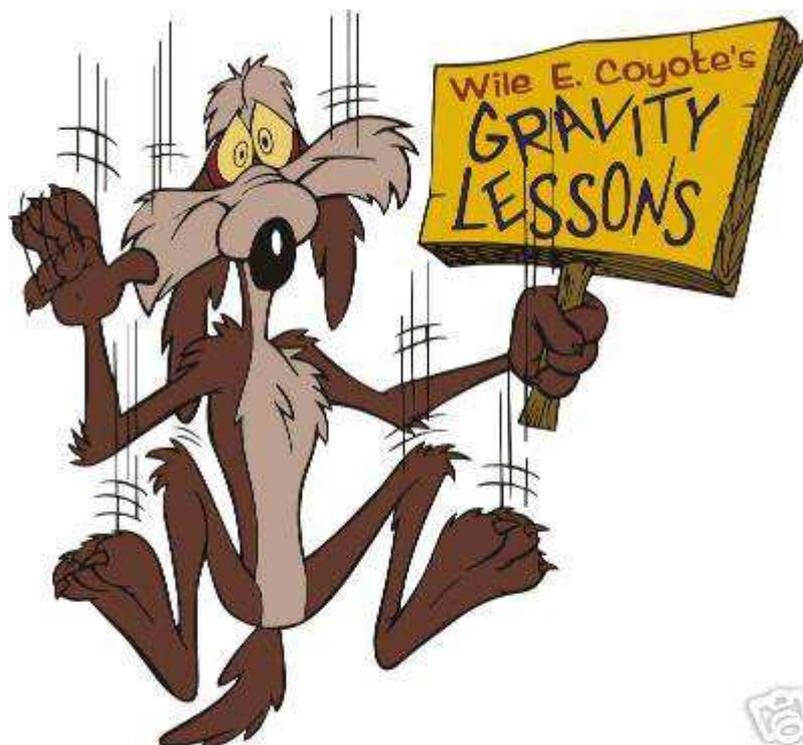
Il faut en effet arriver à supprimer ce soutien artificiel qui, de surcroît n'obtient pas les résultats attendus en termes de croissance ou d'inflation. D'autant plus que les QE participent à une sorte de guerre des monnaies avec plus ou moins d'efficacité. Les Etats-Unis, les premiers à avoir mis en place leur QE, ont aussi été les premiers à l'arrêter. Sans être spectaculaires les conséquences ont été sans surprise.

La performance différentielle des marchés américains s'est ainsi avérée celle qui était attendue : hausse des marchés actions inférieure à celle des marchés de la zone euro, rebond du dollar et maintien des taux longs à des niveaux très supérieurs à ceux de la zone euro, y compris ceux des pays périphériques, les plus risqués.

Ce type de comportement de marchés devrait se retrouver au Royaume Uni et en zone euro lors de l'arrêt du QE en 2016.

En attendant les bulles vont s'accumuler, la croissance ne redémarrera pas sensiblement, l'euro baissera. Mêmes perspectives pour le Japon ou le Royaume Uni. Ces conséquences paraissent limitées mais les dégâts pourront s'avérer beaucoup plus importants pour les pays incapables de sortir de leur QE et dont la monnaie n'inspirera plus la moindre confiance. On pense en premier lieu au Japon. Autre risque de retournement à la baisse des différents marchés concernés lors de l'arrêt des QE : l'insuffisance des résultats économiques soulignant l'échec des QE en tant qu'instruments monétaire de relance de l'économie et faisant apparaître l'absence de « plan B ».

A cet égard, le comportement de l'économie des Etats-Unis et celui des marchés financiers américains devrait servir de test et fournir des indications sur l'intensité possible des retournements de marchés à attendre.



Conclusion: Quand la fiction monétaire ignore la réalité économique.

La crise financière des années 2007/2009 a remis en question le fonctionnement économique et financier de la société occidentale. Forte augmentation des dettes souveraines, fragilisation des actifs bancaires, échecs des effets de relance des QE, le bilan de la période « post crise » est désastreux.

Pourtant, l'arrêt de la politique monétaire, aussi inefficace soit-elle, menace les marchés. On l'a vu, les sources de retournement sont multiples : Difficulté de normaliser les taux d'intérêt ; Prise de conscience de l'inefficacité de la politique des banques centrales et de l'uniformité des faiblesses conjoncturelles dans les différentes zones de l'économie mondiale.

D'autant que les marchés n'ont cessé de progresser au cours des dernières années sur la base d'une baisse des taux surréaliste et d'une tension sur les ratios de valorisation des actions sans précédent.

Les Etats-Unis qui avaient été les premiers à se lancer dans la politique monétaire non conventionnelle commencent à en sortir. Il faudra scruter le comportement de leurs marchés face aux risques évoqués ci-dessus.

Aujourd'hui, les données économiques américaines se présentent plutôt mal. Ce n'est pas surprenant si l'on se réfère à Joseph Schumpeter qui expliquait qu'une

« économie libre a l'étonnante capacité de se guérir par elle-même ».

La Banque Centrale américaine n'a pas eu le courage d'appliquer ce principe. Quant aux marchés, gavés de liquidités au-delà de la crise, ils n'ont pas pu, ou pas su, jouer leur rôle de baromètre.

La fiction boursière est encore loin de la réalité économique.

Pour Citigroup il faudra plusieurs expériences de mini-crash obligataire du type de ceux de mai et juin 2015 pour que les marchés se replient sensiblement. A défaut de croissance, la dette considérable accumulée ces dernières années demande des taux bas que, seule, l'impression de monnaie sans contrepartie (QE) peut lui donner.

Ce n'est pas une raison pour justifier le rôle des QE, ni pour se rassurer en pensant qu'il ne peut rien arriver aux marchés...

Que retenir ?

- ▶ Le virage périlleux vers la normalisation des taux.
- ▶ Des difficultés pour retrouver de la croissance dans toutes les zones géographiques en même temps.
- ▶ Malgré leur inefficacité, la fin des QE s'avère difficile à gérer.
- ▶ Observer le comportement économique aux Etats-Unis et la réaction des marchés américains en tant qu'éclaireurs.

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.

