



PLATINIUM

Flash Stratégie juillet 2015



Jean Borjeix

Les perspectives des marchés actions européens paraissent solides.

Que faut-il en penser?

Paris, le 29 juillet 2015

Deux semaines après l'annonce d'un accord, force est de constater que la question grecque n'est en rien réglée. Les problèmes sont mis en attente. Le souci géopolitique de maintenir la Grèce dans la zone euro semble à priori résolu. Mais c'est bien le seul. Aucune solution financière de fond n'a été avancée. Seules de nouvelles avances de trésorerie permettent à la Grèce de régler les échéances les plus immédiates. Le « Grexit » reviendra donc sur la table. Ce qui est parfois présenté comme un « diktat » des européens à la Grèce va encore alourdir la facture à payer par les européens sans apporter le moindre élément de solution à la crise grecque. Et cette facture augmente de jour en jour.

Pourtant tous les intervenants de marchés se sont réjouis, heureux de pouvoir enfin retrouver le confort des perspectives de rattrapage de l'économie européenne. Qui l'eût cru ? L'Europe est devenue la place financière préférée des gérants. Les marchés semblent confirmer cette analyse. Où sont les risques ?



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

La situation de l'Europe : un paradis pour la bourse.

Après avoir souffert d'un manque de croissance récurrent d'année en année, les marchés européens retrouvent enfin les conditions idéales qu'ils espéraient depuis 2012.

La confirmation de « l'alignement des planètes ».

La croissance de la zone euro reste faible, autour de 1%. Peu importe. Les résultats des entreprises n'en ont pas besoin. Ils seront « boostés » par d'autres facteurs.

Premier facteur : l'Euro n'est plus la monnaie forte qui disciplinait les pays membres mais qui bridait les exportations et faisait ressortir dans bien des cas le manque de compétitivité des entreprises européennes. Désormais l'euro favorise la compétitivité comparée des entreprises européennes notamment vis-à-vis des entreprises américaines et les met en position de gagner des parts de marché.

Deuxième facteur : les prix des matières premières (dont ceux de l'énergie) qui ont connu une chute historique au cours des derniers trimestres, chute qui s'accélère en juillet (plus de 10%).

Troisième facteur : le comportement très accommodant de la Banque Centrale Européenne qui inonde le marché de liquidités comme l'avaient fait la FED, la BOE, ou la BOJ. Historiquement ce dernier élément n'a pas montré une grande efficacité dans les pays qui l'ont utilisé. Pour autant les demandes de crédit dans la zone euro progressent sensiblement et si les crédits aux entreprises restent en retrait, les demandes de crédits hypothécaires et à la consommation sont revenus dans la zone haute du dernier cycle (2007).

Face à cet environnement « paradisiaque », on se doit d'observer des contreparties négatives.

Tous les avantages qui supportent les sociétés européennes ont des « contreparties » nettement moins positives.

La baisse de l'Euro est essentiellement due à la hausse du dollar, elle-même due aux perspectives de hausses de taux aux Etats-Unis. Or, la hausse des taux directeurs aux Etats-Unis n'est pas en soi un phénomène porteur pour les marchés. Soit la croissance américaine est très positive et justifie cette hausse (la FED

ne souhaitant pas se retrouver « derrière la courbe » pour éteindre le feu d'un démarrage de l'inflation). Soit la reprise américaine est plus faible que prévu, se trouvant notamment en fin de cycle, et la hausse des taux n'a plus de sens et ne peut qu'aggraver la situation. Cependant, si la hausse des taux directeurs est encore différée, le dollar rebaissera et l'Europe perdra son avantage compétitif dû à la monnaie.

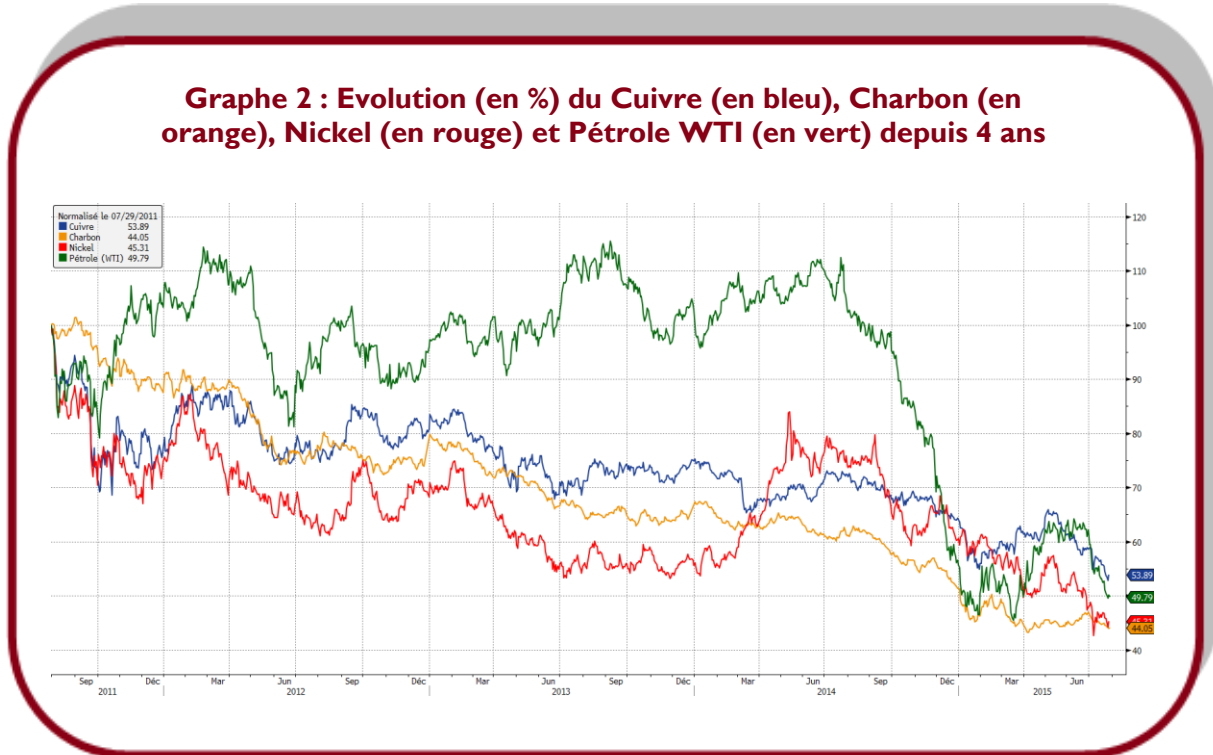
Graphe 1 : Cours EUR/USD depuis 3 ans



La baisse des matières premières revêt certes un caractère positif pour les marges des sociétés européennes, mais (i) elle est partiellement contrebalancée par la hausse du dollar qui renchérit les coûts des matières premières importées en Europe et (ii) la baisse en dollars des cours des matières premières, de par

son ampleur, confirme un ralentissement économique mondial sévère. Or les entreprises européennes sont aujourd'hui des acteurs mondiaux qui ne tirent plus leurs profits uniquement de la zone Euro. Le bilan de l'impact des matières premières est certainement moins positif que les marchés le jugent.

Graphe 2 : Evolution (en %) du Cuivre (en bleu), Charbon (en orange), Nickel (en rouge) et Pétrole WTI (en vert) depuis 4 ans



L'effet de la politique monétaire « accommodante » est, en soi, positif. Il l'est surtout lorsque la création monétaire n'est pas sans contrepartie, contrairement au « QE » américain. En Europe, le rôle des crédits bancaires dans le financement des entreprises

étant plus important qu'aux Etats-Unis où elles font essentiellement appel aux marchés, la « transformation » des ressources bancaires en crédits semble un peu mieux s'opérer. Toutefois, compte tenu des échecs des pays ayant utilisé les « QE », rien n'est acquis.

La version pessimiste.

Au-delà des contreparties négatives au rattrapage européen, une version franchement pessimiste de la situation internationale peut être envisagée qui devrait finir par peser sur les marchés.

La hausse des taux (ou le retour du risque) : les opérateurs de marchés ont pris l'habitude d'utiliser des taux quasiment nuls pour monter de multiples opérations avec effet de levier. Au-delà des effets de contrepartie déjà évoqués, la multiplication des opérations avec effet de levier, les prises de risque « assurées » par

ailleurs soit par le comportement des banques centrales sur les marchés, soit par des opérations de gré à gré sous forme de « swaps » de crédits (CDS) entre banques, portent les encours des opérations à risques à des niveaux jamais atteints, de l'ordre de 10 fois le PIB mondial ! Dans cet environnement il n'est pas neutre de monter les taux directeurs. Leur hausse peut même s'avérer dangereuse au point de créer un risque systémique.

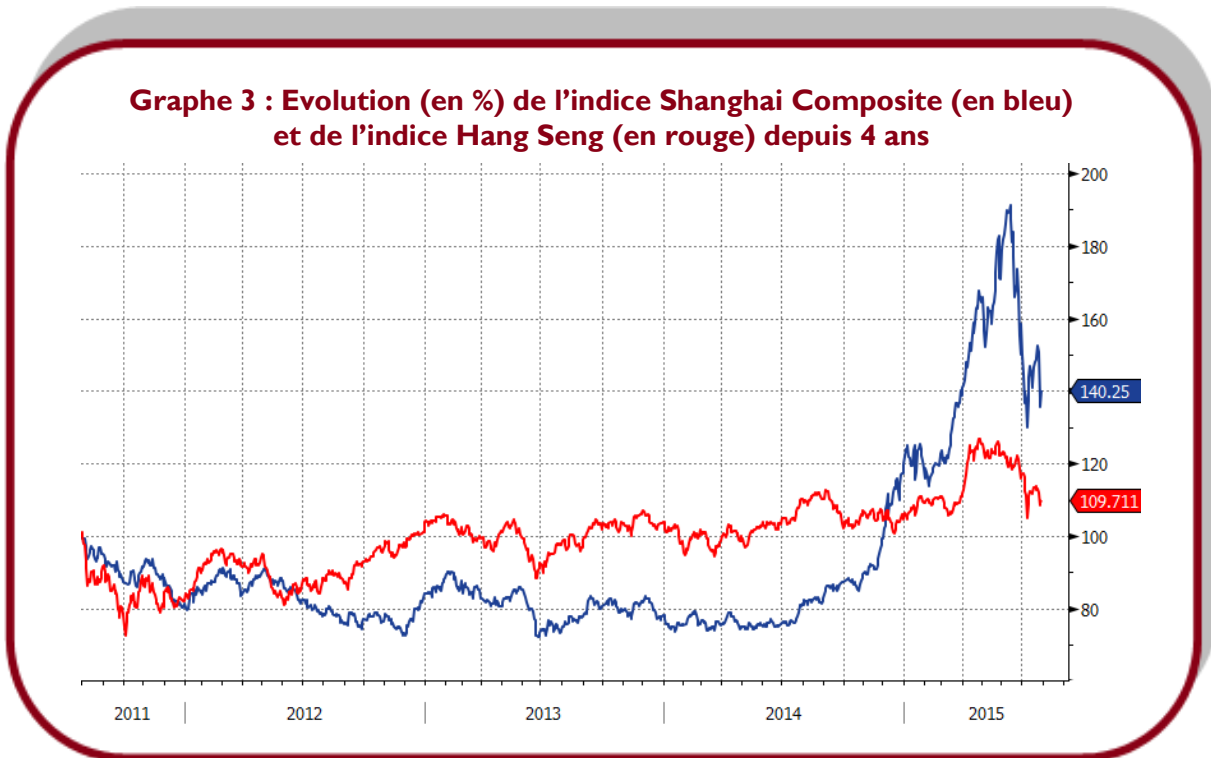
Kalimera (ou le retour du « Grexit »): aucune solution financière sérieuse n'ayant été mise en place,

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

les problèmes de refinancement vont se présenter de nouveau sur les marchés au cours des mois à venir. La fragilité du système financier européen peut alors resurgir étant donné que les questions financières concernant les remboursements de la Grèce n'ont pas reçu de réponse et que la situation du pays s'aggrave de jour en jour en attendant des solutions.

Le Shanghai Composite (ou le retournement de conjoncture en Chine) : la forte baisse des indices

chinois, Shanghai composite ou Hang Seng China Entreprises (cotation à Hong Kong des entreprises chinoises du continent) a surpris la grande majorité des opérateurs de marchés. En dehors de la correction du mouvement de hausse « exubérant » de 2014/2015, la baisse de 30% qui est intervenue en juin/juillet traduit en premier lieu le recul probable de l'activité en Chine. Une baisse de 30% est en effet le tarif habituel d'une récession.



Ainsi, à priori la récession est dans les cours. Reste à mesurer l'impact de la normalisation du comportement des opérateurs peu expérimentés incités à investir sur le marché. Selon le graphique ci-dessus, la « normalisation » de la bulle de l'indice purement chinois par rapport à l'indice de Hong Kong est encore une baisse de 20 à 25% de l'indice Shanghai Composite. Reste surtout à mesurer l'impact de la récession chinoise sur l'économie mondiale, en particulier sur les grands groupes implantés en Chine et les principaux pays ex-

portant vers la Chine : pays émergents d'Océanie et d'Amérique latine, Japon, Europe, avant tout l'Allemagne, ou Etats-Unis. En tout état de cause, la croissance mondiale sera une fois de plus très inférieure aux prévisions de l'OCDE ou du FMI.

Seule contrepartie possible au schéma pessimiste : une récession, même en Chine, se valorise. La correction de la survalorisation du marché n'est pas achevée, mais, à terme le potentiel chinois retrouvera des perspectives de croissance.

Des marchés hors de prix.

Au-delà des scénarios à prendre en compte, il faut considérer que la valorisation des marchés est excessive.

Le marché américain est sans nul doute le marché directeur qui dicte les évolutions des autres marchés. Or l'application de modèles d'évaluation les plus classiques montre que ce marché est sur évalué. En particulier le modèle de Shiller montre une sur évaluation « historique » du marché.

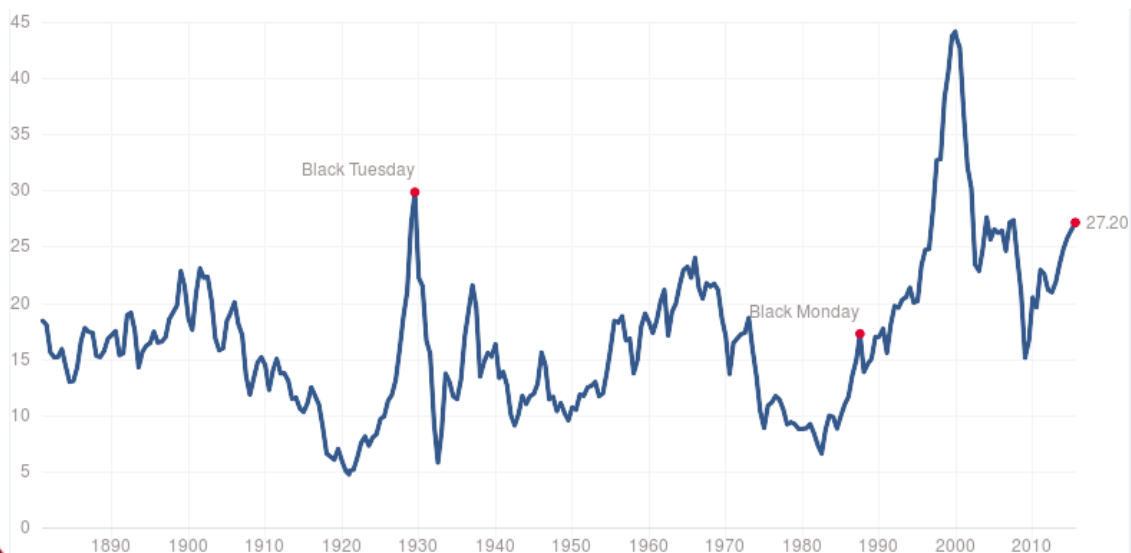
Le modèle de Shiller, contrairement aux modèles classiques de Gordon et Schapiro ou de P. Fischer ne valorise pas une série de flux à venir, par nature hypothétique et incertaine, mais des séries de flux déjà acquises, analysées en glissements annuels à la recherche de données « anormales ». L'intérêt de ce modèle est de donner des repères historiques qui prennent toute leur valeur dans les situations extrêmes. C'est le cas au-

jourd'hui avec la disparition totale de la notion de « risque ».

Le taux de capitalisation des bénéfices des sociétés américaines selon le modèle de Shiller a connu ses pires excès en 1929/1930 et en 1999/2000. En dehors de ces excès des pointes significatives précédant des profonds reculs de marchés ont été affichées à la fin des années 30 à la fin des années 60, à la fin des années 80 (lundi noir de 1987) en 2007 et aujourd'hui où il atteint le niveau de 27 années de bénéfices pour une moyenne historique de 16 années.

La surévaluation des marchés, américains en tête, sera corrigée comme cela s'est toujours produit dans le passé. Parmi les déclencheurs possibles on peut citer (i) les résultats publiés par les entreprises, s'ils déçoivent et surtout s'ils se replient traduisant la fin du cycle 2009/2015 (ii) l'action de hausse des taux d'intérêts initiée par la FED.

Graphe 4 : Indice Shiller (PER) depuis 1880



Conclusion : l'Europe, l'Europe... Oui mais...

Une euphorie qui néglige les pièges cachés des arbitrages « évidents » en faveur de l'Europe.

Le schéma d'arbitrage en faveur de la zone euro a bien fonctionné jusqu'à présent, en dépit de l'épisode grec. Bien que ne réglant rien sur le plan financier, les accords signés début juillet ont été salués comme un grand succès.

Cette réaction pourrait se justifier si l'horizon était dégagé, auquel cas il suffirait en effet de neutraliser momentanément le problème grec pour retrouver les fondamentaux favorables et en particulier de bons résultats d'entreprises.

Malheureusement, comme on l'a décrit la lecture de l'environnement par les intervenants de marchés est trop complaisante. La recette peut fonctionner le temps de la publication de quelques résultats qui s'annoncent très positifs. Par la suite toutes les incertitudes liées à la croissance en cours, à sa durée, à sa soutenabilité vont revenir devant la scène et brouiller les perspectives.

Il semble en effet que les risques qui se profilent à l'horizon l'emportent sur les certitudes de rattrapage des marchés européens.

D'autant que ces derniers sont, comme tous les autres, très surévalués, y compris les emprunts.

Que retenir ?

- ▶ L'Europe est actuellement la zone d'investissement privilégiée par les gérants pour les actions et les emprunts privés convertibles ou à haut rendement.
- ▶ Cet engouement est expliqué par des facteurs positifs. Mais beaucoup de revers de médailles sont associés à ces facteurs.
- ▶ Ces « contreparties » négatives sont aujourd'hui ignorées par les marchés.
- ▶ Autre risque ignoré des marchés : les actifs financiers sont très surévalués

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.