



PLATINIUM

Flash Stratégie octobre 2015

Malgré la baisse de l'été, il persiste un risque réel de rechute des marchés

Paris, le 9 octobre 2015

Les marchés vont de déception en déception sans pour autant cumuler les effets que l'on pourrait attendre de ces déceptions successives dans la valorisation des indices. Au contraire. Sur chaque repli dû à des données décevantes l'intervention des banques centrales efface la baisse et permet de retrouver la tendance haussière sauvant, selon l'effet Pigou, ce qui peut encore être sauvé de la consommation des ménages via l'effet de richesse patrimoniale.

Ce mécanisme peut-il être indéfiniment reconduit ? Certainement pas. Dès lors les risques sont élevés de voir de profonds réajustements des marchés, sachant que la prime de risque que dégagent les indices à leurs niveaux actuels est loin d'être adaptée à la situation dégradée née de la crise financière de 2008.



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 actuelle : l'accumulation de nombreux échecs.

Japon, BRICS, Zone Euro et même Etats-Unis : tous les « rendez-vous » avec les événements économiques qui se sont succédés en 2015 dans ces différentes zones géographiques ont été des « rendez-vous » manqués. Reprenons les principaux :

- ▶ L'envol des marchés européens basé sur l'alignement des planètes ne s'est pas confirmé. Le repli a eu lieu dès avril.
- ▶ La croissance chinoise qui avait permis à l'empire du milieu de devenir la deuxième économie mondiale a montré de telles lacunes que le « modèle » est remis en cause. Les indices boursiers ont entamé leur repli à partir de juin 2015.
- ▶ L'économie américaine qui avait bénéficié de soutiens monétaires considérables et qui était la seule à surnager, s'avère incapable de normaliser le niveau de ses taux directeurs faute d'un minimum de croissance nominale (croissance en volume et inflation). Cette hausse des taux est attendue depuis mi 2014. La FED devait monter ses taux dès janvier 2015. Ensuite le consensus l'attendait en octobre et rien n'a été annoncé. Depuis les très mauvaises statistiques de l'emploi américain publiées le 2 octobre, peu d'acteurs s'attendent à une hausse des taux en 2015.
- ▶ Le Brésil, recordman de croissance en 2010 connaît aujourd'hui une situation très difficile. Nous y reviendrons dans un prochain Flash.
- ▶ Les matières premières dont les cours avaient flambé à la suite des premières opérations formelles de « Quantitative Easing » (QE) aux Etats-Unis, se sont effondrées après l'annonce de l'arrêt du dernier QE américain et en dépit de l'annonce d'un QE élargi au Japon et en zone euro. En réalité, la croissance mondiale suppo-

sée « exploser » sous l'impulsion du dynamisme des BRICS a, de fait, été l'objet de révisions à la baisse permanentes du FMI. Elle n'a jamais justifié la flambée des cours des matières premières.

Comment remettre en route un système dont tous les rouages se sont bloqués les uns après les autres ?

On peut déjà craindre une certaine inexpérience des dirigeants des pays mis en cause dans un système globalisé dont les retours de bâton sont à la mesure des avantages considérables dont avaient bénéficié les économies développées depuis la fin des années 90.

Autre difficulté à surmonter : l'endettement accumulé. Pour les raisons qui viennent d'être évoquées, la crise financière de 2008, d'origine bancaire, a touché l'économie réelle de façon limitée mais, en revanche, a laissé des traces indélébiles en matière d'endettement. L'endettement cumulé par les principaux pays de l'OCDE et par les pays émergents empêche aujourd'hui de relancer l'activité économique à partir de ressources publiques. Quant aux ressources privées elles sont, pour l'essentiel, dévoyées par le système « non normalisé » des taux zéro. En effet les taux 0 incitent les banques à faire des arbitrages de taux (emprunt à taux faibles et placement à taux élevés dans les pays qui en bénéficient associés à des couvertures de change). Ces « carry trades » sont plus lucratifs et moins risqués que les prêts aux entreprises pour financer des investissements.

De ce fait, la crise actuelle ne sera pas réglée comme une sortie de récession classique avec relance budgétaire et baisse des taux.

A partir de ce constat il faut envisager des échecs répétés dans la relance de la croissance et le risque est de plus en plus élevé de voir émerger une nouvelle crise. Simplement la nouvelle crise sera différente de celle de 2008.

Graph 1 : Indice des prix des Matières Premières Générales (en bleu) et Industrielles (en vert) depuis 5 ans



Des marchés surévalués, sachant que plus aucune arme n'est disponible pour combattre une possible récession.

Sans revenir sur les analyses du flash de juillet ([Flash juillet](#)) dernier sur la surévaluation des actifs financiers retenons que la valorisation des marchés sous-estime la prime de risque.

Revenons à une règle de base de la finance : en situation normale, le rendement d'un actif rémunère son risque. Plus un actif est risqué, plus la rentabilité attendue est élevée. Les placements monétaires, considérés comme très sûrs, sont moins rémunérés que les actions plus risquées.

Au cours de ces dernières années les marchés ont été pilotés par les banques centrales et vidés de leur substance. La principale conséquence est d'avoir sous-évalué les risques afférents à chacun des actifs financiers.

Or les risques sont aujourd'hui considérables et ne sont pas rémunérés.

Considérons quelques éléments en matière d'analyse du risque:

- ▶ La crise de 2008 n'a pas trop touché l'activité des sociétés non financières, mais son règlement a augmenté considérablement la dette de la majorité des pays concernés. Ceux-ci n'ont plus les moyens de financer du déficit et il n'existe donc plus aucune possibilité de relance économique par le déficit budgétaire.
- ▶ Le traitement de la dette implique, au contraire, des excédents budgétaires qui sont en eux-mêmes pénalisants pour la croissance.
- ▶ En l'absence de politique budgétaire, on pourrait se tourner vers la politique monétaire. Mais avec des taux 0, il est impossible, comme on l'a vu, de mener une politique monétaire classique, telle que celle qui a été réalisée depuis les années 80.
- ▶ En revanche les taux 0 favorisent le développement des opérations de « carry trade » au point de dérégler les marchés de change. Les perturbations entraînées par les taux 0 sont loin d'être maîtrisées, notamment dans les pays émergents. Dans ces conditions les risques de change deviennent considérables d'autant qu'ils sont désormais planétaires (ce sera l'objet d'un prochain flash).
- ▶ Dans le même temps, les taux de croissance des bénéfiques au cours des prochaines années seront fortement diminués par rapport à ceux de ces dernières années en raison de la fin du cycle des marges aux Etats-Unis, de la baisse structurelle du rythme de croissance future dans les pays émergents et les économies développées et de l'impact récessif et déflationniste du remboursement de la dette sur la croissance. Or, dans leur très grande majorité les gérants comparent les niveaux actuels de capitalisation à des moyennes passées qui ne comportaient pas de risque spécifique dus à l'endettement, notamment celui des Etats.



Madame Janet Yellen, Gouverneur de la FED, souhaite engager un mouvement de remontée des taux. Evaluons les conséquences de cette montée des taux sur la valorisation des principaux actifs financiers :

- ▶ Pour les obligations, cette montée du risque va se traduire par une demande de rémunération de ce risque et donc des taux d'intérêt plus élevés. Toute hausse des taux d'intérêt fait baisser mécaniquement le prix des obligations.
- ▶ Pour les actions, seuls des taux « sans risque » (on entend par taux sans risque la rémunération des emprunts d'Etat bien qu'aujourd'hui cette notion de taux sans risque soit à considérer avec prudence) actuellement anormalement bas, pouvaient justifier les niveaux de valorisa-

tion atteints par les marchés actions. Les taux des placements dits « sans risque » sont bas car ils offrent une protection contre la déflation. A terme, ils vont monter et vont attirer des investisseurs qui vont se détourner des actions : puisque des placements moins risqués offrent une rémunération en croissance, les investisseurs vont se détourner des actions qui sont un des supports d'investissement parmi les plus risqués et vont donc faire baisser les prix.

A terme, l'inévitable normalisation des taux pénalisera la valorisation des actifs financiers, actions comme obligations. En somme, rien ne peut justifier un retour sur les marchés aux niveaux actuels d'évaluation.

Conclusion : vers un « Bear market ».

La capitalisation boursière mondiale vient de perdre en un mois et demi 13 trillions de dollars, soit 18% de sa valeur. Pour le moment il est possible de considérer que la baisse que viennent de subir les marchés est due à l'ajustement

de la prime de risque. Mais cet ajustement est très insuffisant en face des risques tels qu'ils viennent d'être décrits. Il serait donc dangereux de penser que les marchés ont corrigé des excès et qu'ils sont revenus à leur juste prix.

Graphe 2 : Capitalisation boursière mondiale en millions de USD depuis 1 an (indice Bloomberg)



Des doutes apparaissent sur la croissance aux Etats-Unis, le modèle de développement chinois est en échec, l'Euro reste fragile, les BRICS sont en difficulté notamment à travers la baisse de leurs monnaies.

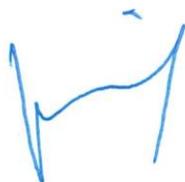
Le phénomène le plus dangereux apparu cet été est une prise de conscience de l'incapacité des Banques Centrales à proposer des solutions efficaces. On entend de plus en plus de commentateurs douter de l'efficacité des QE, thèse que nous soutenons depuis plusieurs années.

Les Banques Centrales paraissent impuissantes à gérer les monnaies qui les concernent pour obtenir à la fois de la croissance et un peu d'inflation tout en remboursant progressivement la dette... Une sorte de quadrature du cercle que même la FED, en laquelle les gérants du monde entier avaient une confiance aveugle, semble ne plus maîtriser. Le quatrième round de QE dont on nous menace sera l'illustration définitive de cette impuissance.

Le tournant des marchés cette année (75% des indices boursiers sont en baisse dans le monde) est important. Les masques sont en train de tomber et l'éternel optimisme des gérants est en train de disparaître, ce qui pourrait faire entrer les marchés dans une zone de « bear market ».

Que retenir ?

- L'année 2015 est celle des rendez-vous manqués.
- La prime de risque des marchés néglige les effets indélébiles de la crise financière de 2008
- Entrée probable des marchés dans un véritable « bear market »



Jean Borjeix
Gérant
jborjeix@platinum-
gestion.fr

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.