



PLATINIUM

## Flash Stratégie janvier 2016

### Quelle année 2016 ?

Paris, le 11 janvier 2016

Avec la hausse des taux directeurs de la FED, la première en 10 ans, commence une nouvelle ère de politique monétaire américaine. L'année 2016 sera donc celle des premiers tests de cette nouvelle politique. Pour cette année nous formulons un scénario dans la ligne de celui qui s'achève en tenant compte des événements nouveaux, dont la décision prise par la FED en décembre dernier.

Les principales questions qui se posent concernent l'avancement du cycle en cours, les effets des politiques des « Quantitative Easing » (QE) qui restent en place et plus largement les incompatibilités éventuelles entre les politiques monétaires ou budgétaires des différentes zones géographiques. Quel impact à attendre sur les marchés (taux, actions, matières premières).

A priori, selon le consensus, le repaire de l'année sera la hausse de la volatilité. On peut ajouter que cette hausse n'est pas favorable aux marchés car elle est généralement associée à une baisse des indices. Surtout, elle est aujourd'hui la contrepartie d'une accumulation d'erreurs des banques centrales (QE inefficaces mais maintenus) et, de ce fait, l'indice VIX qui la valorise pourrait atteindre des sommets.



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

## Retour rapide sur l'année 2015.

### 2015, année du dollar.

Contrairement à l'année 2014, l'année 2015 restera comme celle du **dollar redevenu la monnaie forte** qu'il fut souvent par le passé. En moins de 3 mois le dollar a pris 15%, niveau qu'il a conservé, pour l'essentiel, tout au long de l'exercice, avec une moyenne annuelle de l'ordre de 1.11 dollars pour un Euro.

Nous avons considéré que la monnaie américaine resterait soutenue en raison de la conjoncture de l'économie américaine meilleure que son équivalente européenne et de l'impact positif de cette hausse sur la balance commerciale structurellement déficitaire des Etats-Unis. En revanche la hausse du dollar devait influencer négativement les comptes des sociétés américaines, effet observé effectivement à travers les révisions en baisse des estimations de résultats tout au long de l'année et la baisse des indices actions américains sur l'année.

Par ailleurs, le dollar s'est bien comporté car il a bénéficié de la **sortie de la politique monétaire ultra accommodante** de la Réserve Fédérale. L'arrêt du QE puis la perspective de hausse des taux directeurs ont soutenu le billet vert jusqu'à la fin de l'année car ils impliquaient une situation économique pas trop dégradée aux Etats-Unis.

### 2015, année où le risque politique européen n'a pas été le catalyseur annoncé

L'Europe n'a pas été épargnée sur le plan politique en raison des efforts entrepris pour remettre à niveau les ratios financiers « fondateurs » de la monnaie unique. Devenus très inférieurs aux normes de Maastricht à la suite des divers renflouements des sociétés financières touchées par la crise, les ratios ont posé de sérieux problèmes aux pays du sud de l'Europe, générant un ralentissement économique dans l'ensemble de la zone Euro.

En revanche les incertitudes politiques en Grèce, Espagne ou Portugal ont généré beaucoup de volatilité et d'inquiétude mais *in fine* n'ont pas entraîné les marchés actions à la baisse.

La mise en place d'un QE européen (cf. *infra*) a certainement joué un grand rôle dans la bonne tenue de ces marchés.

### 2015, année du grave accident chinois.

Quelques indicateurs nous avaient alertés, dès le printemps, sur la conjoncture chinoise : notamment la courbe des taux inversée en raison de la politique monétaire de la PBOC (Banque Populaire de Chine) et la faiblesse des taux de fret exprimée dans les cours du Baltic Dry Index et l'Harpex.

**Graphe I : Evolution du Baltic Dry Index depuis 15 ans**



Sans surprise, l'impact des problèmes chinois sur les marchés a été à la mesure des espoirs déçus qui avaient été mis dans l'économie chinoise. C'est la dévaluation du Yuan, pourtant limitée, qui a, de son côté, déclenché la baisse boursière correspondant au grave accident chinois d'août. Les autres pays émergents ont, pour leur part, beaucoup souffert, outre la dévaluation du Yuan, de la hausse du dollar (inversion du « carry trade »), et de la baisse des matières premières.

Depuis il a fallu observer les informations venant de Chine pour leur impact sur la conjoncture mondiale, au-delà de la conjoncture chinoise elle-même.

### 2015, année de la fin du concept de BRICS

Les pays émergents à la remorque de la Chine ont subi la récession « inavouée » de cette dernière et sont eux-mêmes, pour certains, entrés en récession notamment le Brésil et l'Argentine. La Russie et les pays producteurs de pétrole ont également été très touchés par la baisse des prix du pétrole.

### 2015, année noire pour les Abenomics

Comme nous l'avons toujours envisagé, l'économie japonaise a continué à afficher ses lacunes en termes de croissance et son incapacité à résoudre même partiellement les problèmes de son surendettement. Pour autant ces graves lacunes japonaises n'ont pas empêché le Nikkei de monter : la faiblesse du yen alimentant les profits des entreprises japonaises par ailleurs peu dépendantes de leur marché intérieur.

### 2015, année d'un ralentissement progressif

Avec retard, le FMI a réajusté ses prévisions à la baisse à plusieurs reprises et va continuer à le faire. Moody's vient de son côté faire de même avec les pays du G 20 dont la croissance tendancielle a été réduite de 3.1% à 2.7%.

### 2015, année du début du doute envers les banques centrales

Les marchés ont franchi un nouveau cap en matière de risque. Guidés essentiellement par les flux de monnaie surabondants, ils ne bénéficient plus depuis l'arrêt du QE américain de l'afflux de liquidités qui pourraient justifier les niveaux atteints.

Le QE européen a eu un effet paradoxal : la principale hausse des indices actions et obligataires européens a eu lieu à l'annonce du QE. Ces hausses ainsi qu'un affaiblissement de la monnaie sont les effets attendus d'un QE.

Or, dès la fin du mois où le QE a été effectivement en place (mars 2015) les marchés ont eu des comportements inverses.

Par ailleurs beaucoup de commentateurs ou d'économistes ont commencé à dénoncer le manque d'efficacité du QE et à se concentrer sur une question simple : quelle vie après le QE ?

Résultat nous sommes entrés dans une nouvelle ère car celle que l'on peut qualifier de post crise financière prend fin. Il faut s'attendre à des corrections répétées très sensibles dans un environnement que la FED a commencé à modifier.

**Graph 1 bis : Evolution des taux chinois à 10 ans (en bleu) et à 3**



## Une année 2016 en ligne avec les incertitudes de 2015.

Nos trois grilles de lecture pour anticiper 2016 sont (i) la faiblesse des matières premières, (ii) les divergences de politique monétaire et la guerre des monnaies et (iii) les cycles décalés.

Tous ces éléments et d'autres sans doute, pèseront de façon permanente sur les marchés. **Toutefois le plus gros obstacle pour les marchés est celui que tous les intervenants oublient régulièrement dans leurs analyses: l'endettement (iv).**

### (i) Les matières premières: le secteur reste problématique même si la bulle a déjà éclaté.

Un des premiers problèmes que les marchés vont rencontrer dès le début de l'année 2016 se situe dans la continuité de 2015 : il s'agit de la chute spectaculaire des matières premières, au plus bas depuis de longues années.

Les marchés se sont trouvés squeezés entre l'échec de l'alignement d'une des 3 « planètes » qui devaient se produire en 2015 : la baisse des prix des matières premières qui devait alimenter la croissance de la consommation et les surcapacités installées à la suite de la forte hausse des prix due à la consommation chinoise et aux surplus de monnaie en quête d'emploi créés par les banques centrales, notamment la FED.

La déception de la croissance chinoise et l'arrêt du QE de la FED ont précipité la baisse des prix des matières premières.

La « bulle » a éclaté mais la remontée des prix implique un changement radical de la conjoncture difficile à envisager dans l'environnement actuel. A titre d'exemple, l'écoulement des stocks excessifs de la Chine vers l'Europe constitue l'un des facteurs de baisse des prix de l'acier.

La consommation a peu de chance de profiter pleinement de ces baisses de prix. Ainsi, le transfert de richesse des pays producteurs de pétrole qui ont perdu 2600 milliards de dollars sur les prix de vente en 2015 (près de 4% du PIB mondial), vers les pays consommateurs ne s'est pas retrouvé dans l'augmentation de la consommation mondiale.

**Graphe 2 : Evolution du cours du CRB Commodities Index (en bleu) et du pétrole WTI (en vert)**



**(ii) La guerre des monnaies : plus feutrée mais encore présente (cf. flash 2015 sur la guerre des monnaies).**

En régime de changes variables et dans un cadre mondialisé, la guerre des monnaies a été en quelque sorte « normalisée ». Elle semble sous-estimée aujourd'hui.

Comme on l'a déjà évoqué, la dévaluation du yuan au cours de l'été 2015, pourtant très limitée (3%), avait pris de court les opérateurs surtout inquiets de la santé de l'économie chinoise : ce n'était pas le Yuan qui se dévaluait mais la Chine qui éternuait.

Désormais deuxième puissance mondiale, la Chine est étroitement surveillée. Les sorties de capitaux répétées, quelque 500 milliards de dollars en 2015 dont près de 60 milliards au mois de novembre risquent de fragiliser la devise malgré le soutien des réserves de change accumulées ces dernières années (autour de 4800 milliards de dollars). Celles-ci sont importantes

mais pas inépuisables. Par ailleurs l'entrée de la **monnaie chinoise dans la composition des DTS du FMI**, qui constitue un pas de plus vers la substitution d'une monnaie indépendante au dollar, jusqu'ici monnaie universelle, exigera une certaine stabilité pendant le temps de la mise en place du nouveau DTS. Environ une dizaine de mois seront nécessaires selon certaines études. Pour autant, la mutation pourrait ne pas se réaliser sans heurts.

Une nouvelle dévaluation rappellerait les opérateurs à l'ordre. Les principales victimes seraient comme en 2015 les **pays émergents** qui commercent avec la Chine (cf. flashs 2015 Brésil et Chine) et le Japon. Elle serait aussi négative vis-à-vis des pays exportateurs nets comme l'Allemagne, les Pays-Bas ou l'Italie.



Entre les principaux pays de l'OCDE, la guerre des parités reste feutrée mais elle n'a pas disparu. La dernière bataille est celle de l'Euro contre dollar, BCE contre FED. Le 3 décembre, M. Draghi a déçu les marchés en n'élargissant pas instantanément le QE en cours de la BCE. En contrepartie l'euro s'est apprécié notablement vis-à-vis du dollar.

Deux interprétations du comportement de M. Draghi sont possibles. Selon la première, le président de la BCE serait de connivence avec la FED, pratiquant un assouplissement monétaire limité afin de ne pas accen-

tuer la tendance haussière du dollar soutenue de son côté par la hausse des taux directeurs.

La deuxième est plus conflictuelle : la décision de ne pas assouplir la politique monétaire plus nettement serait due à la pression de la Bundesbank sur le comité monétaire de la BCE. La banque centrale allemande chercherait à éviter de gaspiller ses munitions (QE) contre une nouvelle récession dans la zone euro alors que l'activité reste suffisamment soutenue. Dans ce scénario (que nous privilégions) la politique de la BCE est indépendante de celle de la FED. Le potentiel de conflit monétaire demeure.

### **(iii) Les cycles économiques multiples et parfois décalés restent sous l'influence du plus important d'entre eux : le cycle des Etats-Unis.**

Le cycle principal de l'économie mondiale traduit la reprise qui se développe depuis la crise financière de 2008/2009. Selon les zones économiques, les rythmes de croissance sont différents.

Les pays développés se situent dans une tendance plutôt contrastée. Ceux qui ont continué à jouer de l'arme du déficit budgétaire (Etats-Unis, Royaume Uni, mais aussi Corée du Sud) ont maintenu une croissance molle. La zone Euro en revanche a souffert de l'impact des efforts de normalisation qui ont plongé les pays du sud en récession en 2012/2013. De même le Japon accentue son retard en n'arrivant pas à sortir d'un environnement récessif.

Depuis la récession de 2009 les pays de l'Asie du sud échappent à tout recul du PIB en volume, notamment

la Chine en raison des mesures de relance massive (plus de 500 milliards de dollars) de 2009 et des dépenses d'investissement extraordinaires financées par endettement. Mais les effets de ces mesures s'épuisent. L'Australie dont la croissance a flambé en 2012 a subi les effets de la baisse des prix des matières premières, mais n'a pas connu de récession.

Dans la région, l'Inde fait officiellement exception. La croissance du pays est forte (autour de 7% en volume) et les risques d'inflation sont élevés (entre 3 et 5%). En contrepartie, la politique monétaire s'est tendue et se traduit par une courbe des taux très aplatie (100 bp entre taux directeurs autour de 7% et taux à 10 ans qui avoisinent les 8%).



Enfin une série de pays moins importants a connu depuis quelques trimestres des difficultés et se trouvent en récession ou quasi récession. Le pays le plus important est le Brésil, qui, après être sorti de la récession de 2008 a replongé sous l'effet des fautes de gestion accumulées par son gouvernement et des arbitrages « carry trade » délaissant le pays à la suite de l'annonce du retrait du QE américain.

La Russie, l'Argentine, le Venezuela ou le Canada peuvent être rapprochés du Brésil : ces pays sensibles aux cours des matières premières sont en récession ou en quasi récession. Au total, les conjonctures différenciées de ces différentes zones économiques ne peuvent s'améliorer, une fois de plus, que sous l'influence du cycle de l'économie américaine.

### (iii bis) Où en est le cycle économique des Etats-Unis ?

Pour certains commentateurs, les grands indicateurs de la croissance américaine ne donnent pas de signes de faiblesse. Le point d'orgue du cycle aurait été la décision de la FED de remonter son taux directeur de 0.25 % lors du comité monétaire des 15 et 16 décembre. Le démarrage d'une période de hausse des taux directeurs impliquerait un minimum de croissance de l'économie sachant que les hausses de taux successives pèseront sur cette croissance. La FED a d'ailleurs hésité à prendre sa décision mais a réussi à rassurer les marchés sur la croissance de base de l'économie américaine.

Ce n'est pas l'indication que donne **le modèle des marges d'exploitation**. Ce modèle montre que les entreprises ont rétabli leur rentabilité, mais que celle-ci a commencé à se dégrader il y a plusieurs trimestres et continue de se dégrader.

Les résultats par action des entreprises font encore illusion grâce principalement aux rachats de titres et au sous-investissement industriel. Mais les artifices de ce

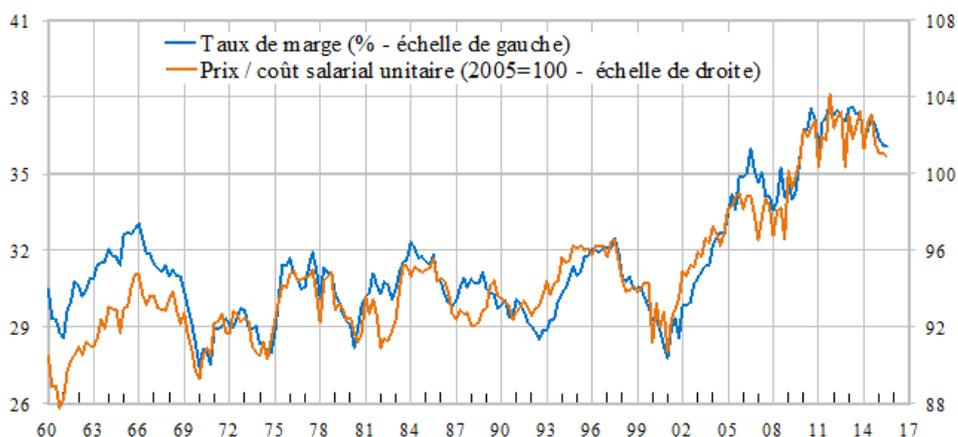
type s'épuisent et les grandes entreprises se sont déjà tournées vers les fusions acquisitions pour dégager de nouvelles possibilités de réduction de coûts.

En attendant, la tendance à la dégradation des marges va se confirmer. Elle va entraîner de nouvelles révisions en baisse des résultats, faisant suite à celles de 2015 elles-mêmes annoncées par la dégradation des marges de 2014. Avec quelques trimestres de retard le retournement global du cycle devrait suivre sous la pression la baisse de la valeur ajoutée puis des augmentations de salaires.

C'est ce même schéma de retournement des marges qui permettait d'annoncer dès 2006 une récession en 2007 ou 2008.

Nous sommes dans le même cas aujourd'hui, mais dans un environnement beaucoup plus difficile en raison de **l'endettement accumulé depuis 2009**, notamment par les entreprises usant de l'effet de levier basé sur les taux 0 pour booster leurs résultats par action.

**Graph 3 : Evolution des comptes des sociétés américaines**



**(iv) Une dette phénoménale qui paralyse mécaniquement la croissance.**

La **dette publique mondiale atteint quelques 60 000 milliards de dollars** soit un chiffre qui se rapproche du PIB mondial de 78 000 milliards de dollars (données 2014).

**La dette privée totale serait de quelque 200 000 milliards de dollars**, comprenant la dette des entreprises qui jouent sur le levier de l'endettement à taux 0 pour compenser la faiblesse des résultats bruts et la baisse des marges.

La dette publique pose, en soi, un problème crucial.

Depuis 2009 la forte **progression des dettes a été compensée par la baisse des taux** de sorte que le service de la dette a pu être assuré tant bien que mal, aux Etats-Unis comme au Japon ou dans la zone euro.

La remontée des taux directeurs engagée aux Etats-Unis, **si elle se diffuse aux taux longs** va renchérir au fur et à mesure des nouvelles émissions, le coût de la dette publique au point que l'administration améri-

caine va être conduite à réduire nettement ses dépenses et ses déficits. C'est un facteur de **réduction de la croissance** qui vient s'ajouter à celui du retournement à la baisse du cycle en cours.

Par ailleurs, plus que jamais les problèmes liés à la dette doivent être **mis en évidence dans la valorisation des actifs** et doivent être pris en compte dans les comparaisons avec les cycles passés. Aujourd'hui les banques centrales de pays où la dette publique dépasse les 100% du PIB n'ont plus du tout les mêmes marges de manœuvre. Dans ce domaine la politique de la FED de ces dernières années a sensiblement accru le risque et réduit le potentiel de valorisation.

L'année 2016 va certainement commencer à souffrir de cette appréciation du risque dans un environnement où l'argent retrouve de la valeur et où les liquidités ne sont plus offertes gratuitement et sans compter aux marchés.



## Nos choix d'actifs

### Privilégier

Les emprunts d'Etat en USD (hausse des cours des emprunts)

Devises pétrolières (Couronne norvégienne) seulement sur consolidation du baril

Indices actions européens en cas d'accroissement du QE (jouer l'effet liquidités).

### Eviter

Emprunts High Yield, notamment US : le risque est désormais sous-évalué et la rémunération n'est plus intéressante.

Marchés émergents (marchés et devises)

Obligations en Euro des pays périphérique (risque politique)

### Incertain (facteurs politiques)

Pétrole et matières premières

Livre Sterling (Brexit)

Franc suisse (Réaction annoncée au QE européen)



## Conclusion: il ne faut pas s'attendre à une réduction du risque en 2016.

L'année 2016 s'annonce difficile. Les problèmes qui se sont posés depuis la crise financière ne peuvent plus être indéfiniment repoussés. Ainsi la hausse des taux directeurs de la FED évoqués depuis plus de 2 ans ne pouvait plus être différée sous peine d'une perte de crédibilité. C'est la première entaille à un système basé sur la communication. Elle vient à un mauvais moment : elle laisse croire que l'économie américaine se porte bien alors que les incertitudes augmentent régulièrement depuis un an.

La baisse des matières premières s'est accélérée. Elle résulte d'un excès d'offre dû à la spéculation sur la croissance chinoise et à l'excès de liquidités dû aux QE. Elle traduit aussi un essoufflement de la demande au moment où les marchés attendent une reprise de la croissance dans le sillage de la hausse des taux directeurs.

La guerre des monnaies reste limitée mais toutes les décisions concernant les taux ont en arrière-pensée la baisse des devises destinée à reporter chez le voisin l'insuffisance de croissance. Le risque de surenchère est permanent.

Les cycles économiques ne sont pas en phase, mais la dégradation générale se propage. Les Etats-Unis eux-mêmes gèrent une fin de cycle. L'Europe a été pénalisée par ses pays du sud et contribue très faiblement à la croissance mondiale.

Dans ce contexte dégradé, la hausse des taux courts américains semble, comme on l'a indiqué, très tardive et risque d'aggraver la situation. Les taux longs pourraient profiter de cette nouvelle dégradation de la croissance et on observerait alors un phénomène d'aplatissement de la courbe des taux.

Le risque de réajustements brutaux est permanent et devrait décupler la volatilité.

### Que retenir ?

Les marchés devraient s'inquiéter du comportement des matières premières.

Le cycle américain va vers un retournement qui interviendra en 2016 ou 2017.

Les risques de réajustements brutaux se multiplient. La volatilité devrait atteindre des niveaux historiques notamment du fait des réactions attendues des banques centrales en cas de corrections boursières.

Les facteurs géopolitiques nourriront cette volatilité sans qu'il soit possible de faire des prévisions sur la nature des événements qui se produiront.



**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.*