

## Flash Stratégie

Novembre 2017

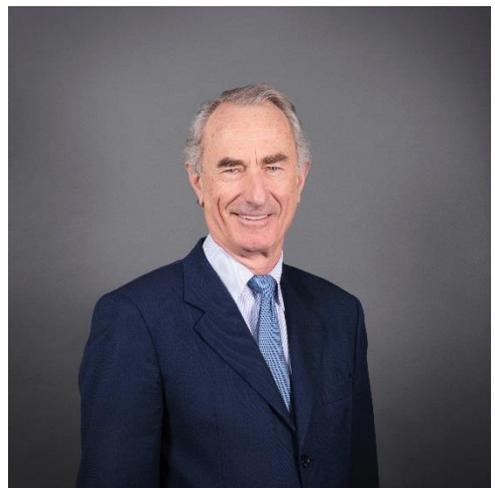


Le cycle économique en cours n'est pas d'une durée exceptionnelle : il est d'une nature différente.

**Paris, le 30 novembre 2017**

**Le cycle économique en cours n'est pas d'une durée exceptionnelle : il est d'une nature différente.**

M. Alan Greenspan s'était félicité en son temps de la durée exceptionnelle des cycles qui étaient sous son contrôle. La question semble se poser de nouveau au sujet du cycle en cours. S'agit-il d'un cycle classique exceptionnellement long entretenu par une politique monétaire très accommodante ou d'un changement de modèle de croissance ?



Jean Borjeix  
Président du Comité d'investissement

## *Ce cycle exceptionnellement long n'est pas le produit de la politique monétaire.*

La politique monétaire 2008 - 2017 a cherché à étendre son domaine de l'entretien de la liquidité du système bancaire à la gestion de la croissance. Elle n'a pas obtenu les résultats attendus en termes de croissance, ni aux États-Unis, ni en Europe et la FED, la banque centrale américaine, a commencé à restreindre sensiblement son domaine d'intervention.

La politique monétaire à base d'assouplissements quantitatifs (QE) pratiquée ces dernières années, a été mise en place initialement en 2008 pour contrer la crise financière des « subprimes » et restaurer la liquidité bancaire. Sous l'impulsion des gouvernements, le rôle de la politique monétaire a été élargi : l'accroissement des liquidités en circulation avait pour objet nouveau de relancer l'activité économique.

L'efficacité de cet activisme monétaire n'a jamais été démontré. De nombreuses interrogations sur cette efficacité ont été exprimées, venant notamment du ministre allemand des finances M. Schäuble qui a vivement critiqué à plusieurs reprises le pouvoir trop important de la BCE en Europe.

Le QE est en effet une sorte de politique monétaire inversée dans laquelle la création de liquidités immédiates par les banques centrales incite les banques commerciales à prêter

alors que dans la politique classique les banques commerciales décident de la création de crédits et se retournent ensuite vers les banques centrales pour se refinancer.

Cette inversion n'est pas neutre.

Dans la politique monétaire traditionnelle en effet, la création de monnaie est garantie par les crédits accordés aux entreprises ou aux particuliers auxquels s'ajoutent, pour l'essentiel, les réserves d'or et de devises. La politique monétaire inversée des QE n'a pas besoin de garantie, la monnaie banque centrale assurant elle-même sa propre garantie à condition d'être modérément utilisée afin de ne pas créer des problèmes de change.

Elle oblige les banques traditionnelles à trouver des emplois de remplacement aux crédits classiques et aux titres émis par le Trésor rachetés massivement par les banques centrales. Ces emplois de fonds ont plusieurs conséquences :

la hausse des prix des actifs financiers, notamment des emprunts souverains ;

un gonflement exagéré des bilans des banques centrales.

C'est pourquoi les principales banques centrales, à l'exception de la Bank of Japan, ont engagé ou envisagent des réductions de leurs bilans.

## *Après 9 ans de politique monétaire non conventionnelle, peut-on dire que l'expérience est un succès et la source d'un nouveau paradigme ?*

La réponse est non. La croissance qui a résulté de cette injection de monnaie a été, au mieux, qualifiée de molle. D'ailleurs, les banques centrales, dont la FED, ne prennent pas le pari. Elles savent bien qu'il ne s'agit pas d'un nouveau paradigme puisqu'elles cherchent à dégonfler leur bilan, opérant ainsi une marche arrière vers un retour à la politique monétaire classique.

Les billets en excédent par rapport à ceux qui ont permis de rétablir les flux de liquidité entre banques, doivent être supprimés une fois la liquidité rétablie. Faisant suite à ces opérations de dégonflement des bilans, la politique monétaire classique va chercher à recréer de la masse monétaire à travers les opérations classiques de mises en place de crédits bancaires. Lentement, la masse monétaire va se substituer aux liquidités émises dans le cadre des QE. La durée du mouvement sera très longue.

Le retour aux règles traditionnelles de la régulation du crédit par les taux d'intérêt, taux directeurs de refinancement, voire taux d'escompte prendra du temps, notamment à cause de l'impact de ce retrait sur les émissions obligataires des Etats.

Les opérations de sauvetage engagées par les Etats après 2008 ont été

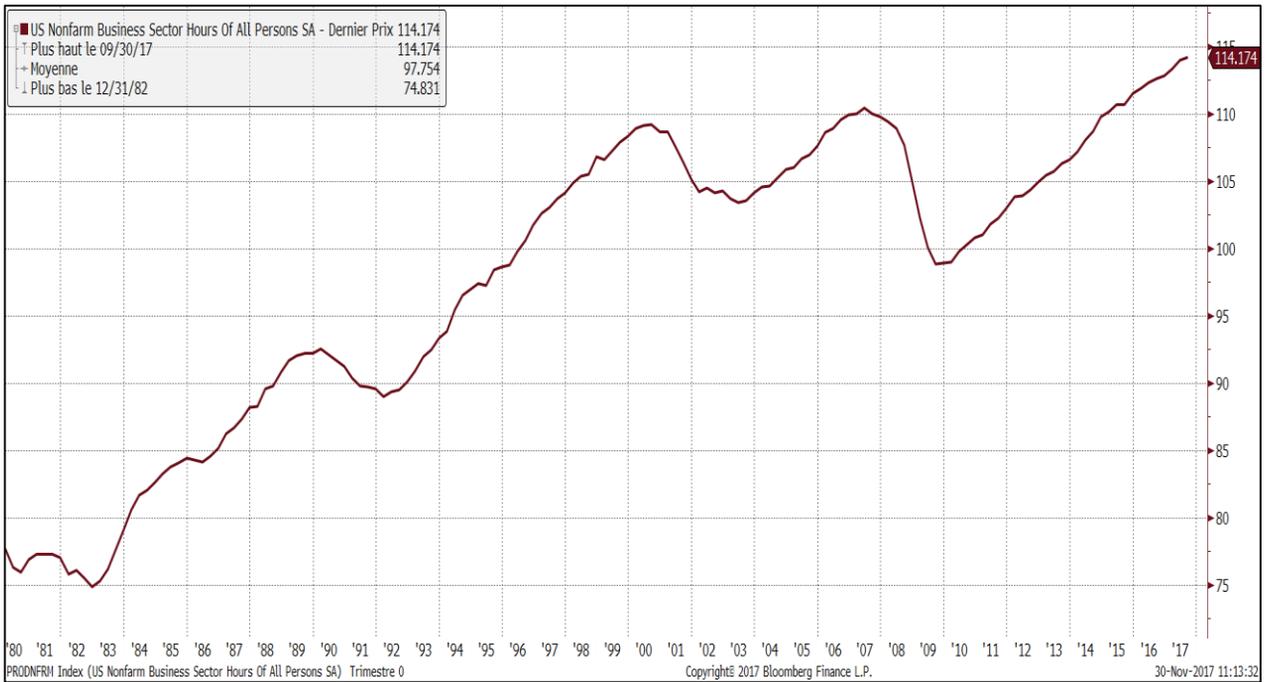
financées dans un premier temps par la dette publique et ont été ensuite refinancées par les achats de titres souverains des banques centrales dans le cadre des QE.

Le marché de la dette publique prendra lui aussi du temps pour retrouver ses circuits de financement. Mécaniquement, la dette publique sera peu à peu éteinte lors des remboursements à venir au profit de leurs détenteurs dont, en premier lieu, les banques centrales. Ces dernières, à la suite de la FED qui est en train d'initier le mouvement, devront progressivement s'abstenir de réinvestir le produit des remboursements dans de nouvelles dettes publiques.

En somme les banques centrales s'apprêtent à se retirer du jeu sans incident majeur. De ce point de vue leur action en termes de croissance n'est plus leur préoccupation. Par ailleurs, la remise en ordre du système monétaire prendra au moins le temps de la durée de vie moyenne des emprunts en cours, soit 7/8ans.

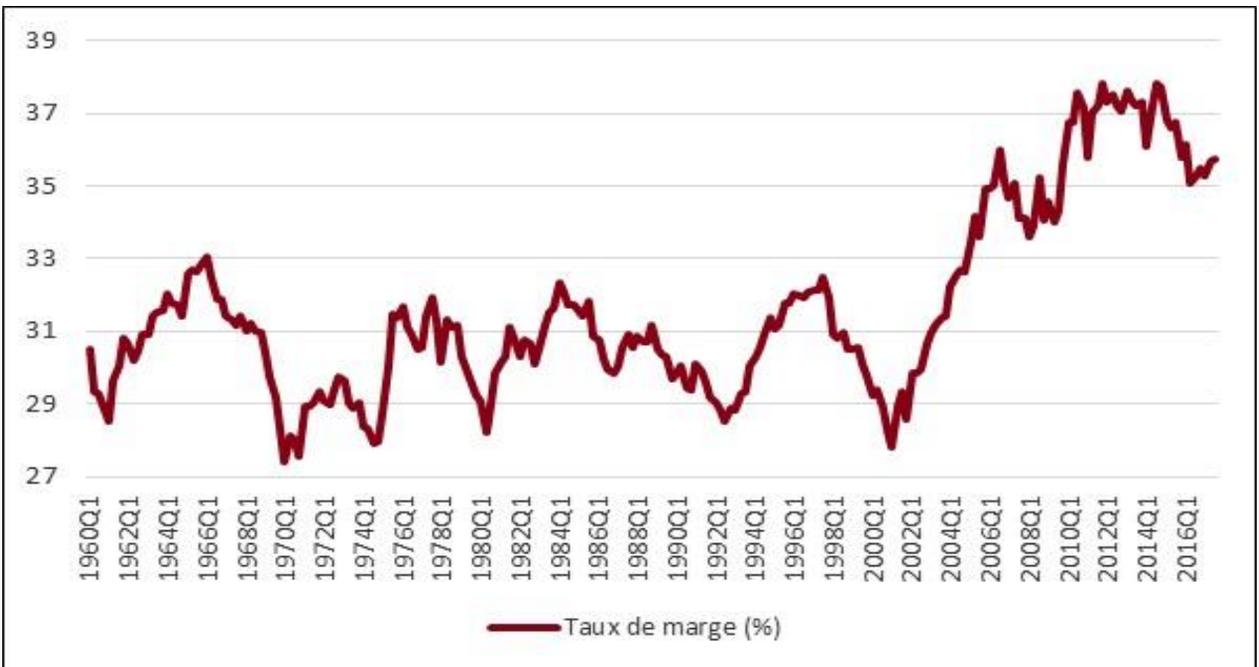
**Conclusion : Il n'y a pas de supposé « paradigme » selon lequel la « nouvelle politique monétaire » de gestion non conventionnelle générerait une forte croissance.**

Graphique n°1 – Productivité de l'économie américaine – Entre 1980 et 2017\* :



Source : Comptabilité nationale américaine – Bloomberg

Graphique n°2 – Marges brutes des sociétés américaines – Entre 1960 et 2016\* :



Source : Comptabilité nationale américaine - REXECODE

\* Encadré explicatif p.9

## *S'il existe un nouveau paradigme, il faut plutôt le chercher dans la généralisation de l'utilisation des nouvelles technologies.*

La caractéristique des nouvelles technologies est de générer très rapidement du cash à travers des nouveaux produits et de nouveaux services utilisant plus d'innovation que de masse salariale. Dans cette nouvelle économie les banques ont perdu leur rôle traditionnel de financement de l'économie.

Au cours des dernières années le système productif s'est renforcé en capital au détriment des emplois salariés (robots dans l'industrie ; informatique dans les services). Le fonctionnement des entreprises repose désormais sur plus de capital d'innovation et moins de travail.

Rappelons que l'objectif de notre analyse est de comprendre pourquoi le cycle économique se prolonge autant.

L'observation des taux de marges depuis les années 60 illustre la liaison étroite entre la baisse des marges et les récessions. La récession était synonyme de baisse des marchés boursiers. Depuis le tournant des années 2000 ce lien ne fonctionne plus:

- De 1997 au premier trimestre 2001, les marges des sociétés américaines perdent plus de 400bp, de 32% à 27.8% en pleine phase de

« destruction créatrice ». C'est pourtant pendant cette phase que le marché connaît une euphorie source d'une bulle qui éclatera entre 2000 et 2001 ;

- on observe ensuite un rebond des marges de l'automne 2001 au troisième trimestre 2006 de 800 points de base de 27.8 % à 36 %. Cette forte hausse résulte d'un cycle ascendant s'appuyant sur les premiers effets positifs des techniques de l'information et de celles de la robotique ;
- pendant la période dite de la grande récession (2007-2009), la baisse des marges du troisième trimestre 2006 au second trimestre 2009 est limitée à 200 pb, de 36 à 34%. Pendant cette récession, les marges sont à peine égratignées, avant de rebondir pour atteindre au troisième trimestre 2014 un record historique à 37.8% ;
- depuis le T3 2014 les marges ont rebasé à 35.26%. La chute limitée des marges est comparable à celle de 2008, sans provoquer elle-même de récession formelle et les indices boursiers ont poursuivi leur croissance.

## Encadré: le cycle selon C. Juglar et J. Schumpeter

Le comportement actuel des marchés s'inspire de la théorie classique des cycles décrits par Joseph Schumpeter et Clément Juglar. Le comportement des marges des entreprises apporte un complément de lecture important sur la structure des coûts.

Rappelons que le « cycle de Schumpeter » se définit par rapport à l'innovation.

Les comportements cycliques selon J. Schumpeter et C. Juglar sont basés sur la notion de « Destruction créatrice ». Elle s'applique à la phase descendante du cycle économique comportant des sorties de stocks excessifs et fermeture des usines les moins rentables.

La prospérité est vue comme une perturbation de l'équilibre du cycle. La crise est vue comme le signe d'une adaptation en cours.

Tous ces éléments sont synthétisés dans l'évolution du taux de marge des sociétés notamment des sociétés américaines.

Le crédit est neutre en soi mais accélère la faillite lorsque des actifs en vente ont été financés par du crédit. Les taux directeurs sont relevés pour sanctionner les excès de crédits : leur hausse n'est pas une cause de crise mais un signe de crise.

Le crédit répond à une dynamique endogène seulement mais drastiquement limitée par le change. Il doit financer l'innovation car l'épargne est une accumulation du passé et n'est pas forcément adaptée.

C'est la raison pour laquelle Clément Juglar conteste les efforts cherchant à réduire les effets d'une crise d'origine cyclique, alors que c'est l'obsession des banques centrales actuelles.

Les bulles : elles sont dues à la confiance dans l'avenir qui est à son comble. Aujourd'hui, elles risquent de cumuler les effets refoulés des récessions classiques contournées depuis plusieurs années par la politique des banques centrales.

## *Le nouveau paradigme technologique:*

Ces observations confirment que les niveaux record atteints aujourd'hui traduisent les effets d'un nouveau paradigme « technologique ».

Les leaders du secteur des technologies risquent de modifier le modèle de fonctionnement de l'économie traditionnelle en utilisant leurs positions financières dominantes (excédents de trésorerie considérables) pour réaliser des opérations spectaculaires et modifier l'offre de produits et de services.

Ces sociétés génèrent en effet beaucoup de cash qui les rendent largement indépendantes des circuits du crédit et leur permet de finaliser l'achat de sociétés en difficulté, de les restructurer et, au final, de créer de la valeur selon les principes de la « destruction créatrice » de J. Schumpeter.

Dans le même sens, la particularité du cycle actuel réside dans l'évolution fulgurante de la capitalisation boursière des grandes sociétés de technologie notamment les « GAFAS » pouvant précipiter les restructurations au niveau de pans entiers de l'économie ou du moins de secteurs entiers. La plupart de ces sociétés de technologie ne jouaient pas un rôle important au début des années 2000. Aujourd'hui leur valeur a rejoint voire dépassé celles des grandes sociétés classiques comme GEC ou Exxon. Or leurs actions constituent leur monnaie d'échange lors des opérations financières.

La vision des sociétés de technologie sur l'économie mondiale risque de s'avérer décisive pour saisir le nouveau paradigme.

## Conclusion

Le cycle exceptionnellement long que vit l'économie mondiale, dans le sillage de l'économie américaine depuis 2009 est basé sur deux piliers, le pilier liquidité et le pilier gestion des entreprises.

- Le pilier liquidité est appuyé sur une politique monétaire non conventionnelle destinée à l'origine à réalimenter les circuits bancaires mais détourné en 2010 par M. B. BERNANKE vers le financement de la croissance (discours de Jackson Hole). On peut dire que ce virage a été plutôt raté. En revanche la politique non conventionnelle a réussi à faire pression sur les taux d'intérêt pour maîtriser le service de la dette publique. Ce schéma est en train de subir un coup d'arrêt. Il ne peut être considéré comme un nouveau paradigme mais plutôt comme une solution par défaut, provisoire.
- Le pilier gestion des entreprises est d'une autre nature. L'impact des technologies a permis l'élargissement des marges des entreprises, qui sont, globalement, sorties de repères de plus de 40 années. En allégeant l'intensité de capital et les besoins de financement associés tout en générant beaucoup de cash, les entreprises sont entrées dans un nouveau schéma de fonctionnement anticipé par la bulle des années 2000. Les entreprises, occidentales en premier lieu, bénéficieront au cours des prochaines années d'un mode de fonctionnement favorisant la rentabilité du capital investi qui atteindra probablement des niveaux sans précédent.

Dans ce cas il s'agit bien d'un nouveau paradigme.

Sur ces bases, le redémarrage déjà entamé permettrait d'envisager un long cycle haussier.

### Que retenir ?

- La politique monétaire d'assouplissement quantitatif n'est pas un succès et n'a pas remplacé la politique traditionnelle de création de monnaie à partir des crédits bancaires.
- Si cette politique n'est pas totalement abandonnée, les banques centrales diminuent progressivement leur contribution en réduisant les flux monétaires alloués au système monétaire, et/ou en abaissant le montant de leur bilan. Le retrait progressif est en route. Il sera lent.
- Le véritable paradigme réside dans le poids de plus en plus important de la « digitalisation » de l'économie. Les grands bénéficiaires de cette évolution sont les marges des entreprises, leurs résultats et leur valorisation.



**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.*



**Dominique CARRIERE**

**Directeur Général**

[dcarriere@platinum-gestion.fr](mailto:dcarriere@platinum-gestion.fr)

Tel : 01 82 83 81 47/ 06 11 48 61 61

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré  
75008 - PARIS



**Sylvain TANGUY**

**Responsable Commercial**

[stanguy@platinum-gestion.fr](mailto:stanguy@platinum-gestion.fr)

Tel : 01 82 83 81 41 / 07 69 42 40 69

203 Rue du Faubourg Saint-Honoré  
75008 - PARIS

Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF le 23-02-2005 sous le n° GP-05000005

Numéro ORIAS : 14001677 – [www.orias.fr](http://www.orias.fr)

SAS au capital de 1.828.910 Euros - 480 778 687 RCS Paris