



# PLATINIUM

## Flash Stratégie mars 2016

### Après la récente correction, les marchés actions sont –ils à leur prix?

« Un pessimiste est un optimiste qui a de l'expérience. »

Paris, le 2 mars 2016

La baisse des marchés en ce début d'année 2016 est l'une des plus violentes enregistrée depuis la grande crise du siècle dernier. Assez mal anticipée par les opérateurs, elle interpelle les marchés sur sa signification. Une réponse s'impose : il s'agit de l'éclatement de la bulle qui s'est progressivement formée sur les marchés actions à la suite des interventions répétées des banques centrales pour donner aux opérateurs l'assurance qu'elles interviendraient en cas de baisse importante des cours.

Il reste à expliquer le « timing ».

Comme les marchés viennent de connaître une période de hausse de 7 ans correspondant à la reprise économique qui a suivi la récession de 2008, le spectre de la prochaine récession commence à hanter les esprits qui n'ont pas beaucoup d'autres interprétations face à la baisse de ces derniers mois.

Mais les avis sont très partagés. Une nouvelle récession est-elle vraisemblable ou faut-il chercher d'autres explications ?



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

## Une correction boursière de grande ampleur valorisant de nouveaux risques.

### Le signal du retour d'une crise financière de type 2008 ?

Contrairement au démarrage de l'exercice 2015, porté par « l'alignement des planètes », les premières semaines de 2016 semblent plutôt se référer à la crise financière 2008/2009.

En 2008 les marchés craignaient un impact systémique de la dévalorisation des crédits hypothécaires. La crise systémique a été évitée mais pas l'impact sur l'activité réelle : l'économie a traversé une longue récession s'étendant du dernier trimestre 2007 au second trimestre 2009.

**Au plus bas récent**, les marchés affichent des baisses de 14% (S&P) à 49% (Shanghai) en passant par les 30 % du DAX ou du Nikkeï.

Pour expliquer ces baisses les commentateurs parlent de **nouveaux risques** comme les prêts bancaires accordés aux producteurs de **pétroles de schistes** aux Etats-Unis dont une partie (quelque 60 sociétés) est en faillite à la suite de la baisse des prix du brut.

**En Europe** le retour à l'orthodoxie de différents pays de la zone Euro a entraîné une récession larvée dans laquelle plusieurs sociétés ont été embarquées et leurs banques créditrices avec elles. La nouvelle crise financière touche aujourd'hui de nouveaux pays dont certains parmi les moins concernés par les « subprimes », notamment l'Italie.

Les banques italiennes auraient ainsi quelque 12% d'**encours irrécouvrables** (les banques françaises afficheraient pour leur part seulement 2% de créances douteuses). Mais les banques des autres pays risquent d'être impactées par des difficultés que pourraient rencontrer le réseau des banques italiennes.

**Les pays émergents** ne sont pas non plus sortis indemnes des effets de la crise de 2008 et, surtout, de son traitement. La politique monétaire appliquée par les banques centrales a en effet créé des distorsions au niveau des taux d'intérêt qui ont pénalisé plusieurs pays émergents.

La même politique monétaire des mêmes banques centrales a perturbé la croissance des pays producteurs de matières premières en sur régime lorsqu'ils étaient soutenus par l'argent inemployé des QE, puis en sous régime dès la réduction ou la suppression des QE. Ainsi des surcapacités sont apparues dans les pays très dépendants des marchés de matières premières comme la Chine, la Russie, l'Australie, le Canada ou les pays d'Amérique latine.

Au total le commerce mondial s'est considérablement affaibli, et l'estimation de la croissance mondiale s'est vue régulièrement ajustée en baisse par les organismes internationaux comme le FMI ou l'OCDE.

Il faut y ajouter à cette liste une montée régulière de l'endettement des Etats due aux « bails out », ainsi que celui des entreprises ou des particuliers.



## En 7 ans, toutes les distorsions liées à la crise financière et à la politique monétaire qui l'a accompagnée n'ont jamais été valorisées par les marchés.

**La crise financière semble loin, la volatilité devrait retomber : il n'en est rien.**

Au contraire. La volatilité est associée aux périodes de baisse des marchés.

Ces derniers ont commencé à corriger le niveau très élevé de la valorisation des actions. Les opérateurs vendent les titres à risque (actions, obligations à hauts rendements), surévalués, pour acheter les emprunts d'Etats beaucoup moins risqués.

Ce faisant, les réajustements sont sévères. Il faut en effet corriger 7 ans de hausse plus ou moins artificielle et recommencer à valoriser un risque incomparablement supérieur à ce qu'il était avant la crise financière.

Historiquement, des taux de capitalisation record avaient été atteints à la fin des années 80, traduisant les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation ou au cours des années 90 en raison de la hausse des bénéfices obtenue grâce à des progrès de productivité sans précédent.

Sans atteindre les niveaux de la bulle technologique de la fin des années 90 début des années 2000, les taux de

capitalisation actuels se comparent à ceux des années 80 et des années 90 sans s'appuyer sur des succès financiers comparables.

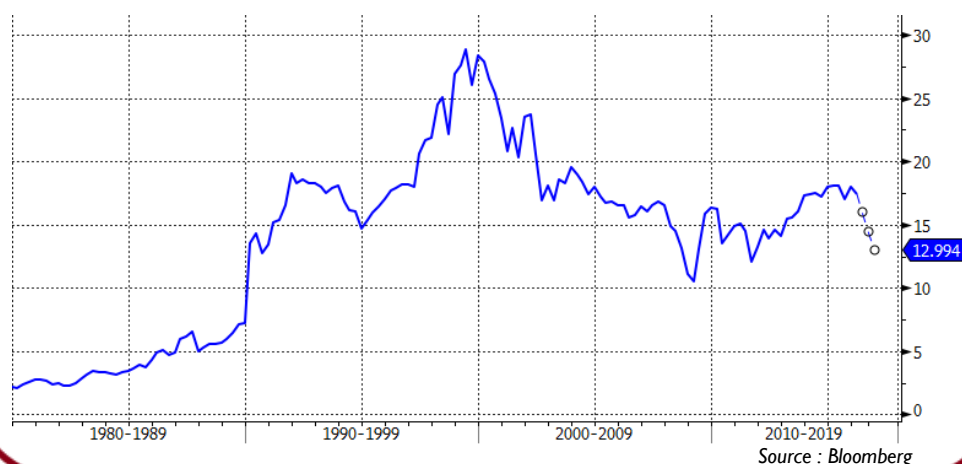
La seule justification de la surévaluation des actions pouvait être la faiblesse des taux d'intérêt. Mais, aujourd'hui, les taux des emprunts gouvernementaux anticipent un ralentissement économique associé à une absence totale d'inflation voire à des risques de déflation.

Les marchés actions se sont comportés comme si l'environnement était encore porteur, nourri par une croissance en volume et une hausse raisonnable des prix. Ce n'est pas le scénario implicite que traduisent les niveaux de taux d'intérêt. Les marchés actions doivent donc baisser pour se rapprocher du comportement des marchés de taux.

Retenons que, selon cette analyse, les ajustements de ce début d'année ne sont qu'une correction d'un niveau de multiples boursiers de valorisation trop élevés.

**Ils n'intègrent pas encore la possibilité d'une récession aux Etats-Unis.**

**Graph 1 : Evolution du PER de l'indice S&P500 depuis 1980**



## Risque de récession aux Etats-Unis ? Face à la baisse des cours, les investisseurs qui jugent que les marchés sont à leur prix pensent à une récession.

Lors de nos perspectives 2016, nous avons évoqué la **possibilité d'une récession aux Etats-Unis** mais la baisse récente des marchés nous semble plutôt due à la prise en compte de leur **surévaluation** qu'à une **récession**.

**Si celle-ci doit avoir lieu, les marchés baisseront plus fortement.** Il reste à déterminer si cette récession va avoir lieu ou pas.

**Première raison pouvant justifier une récession : la durée du cycle actuel.**

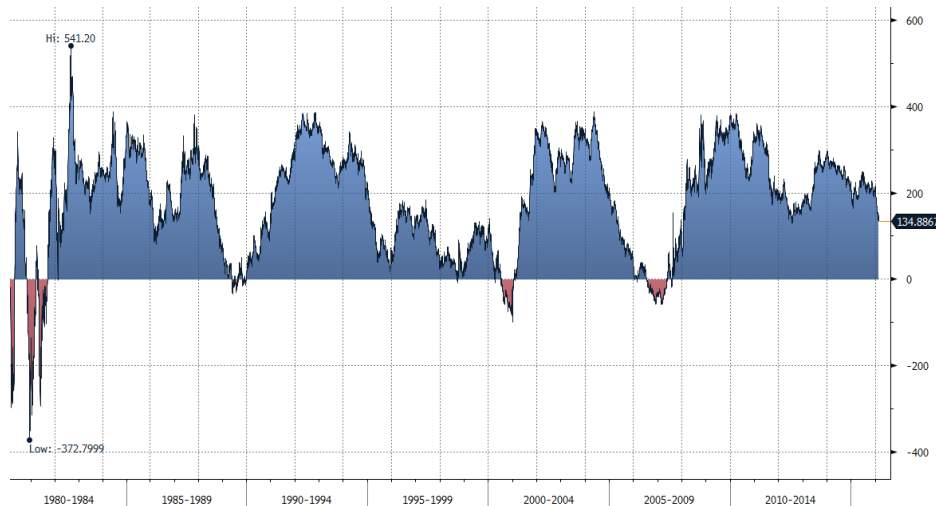
Depuis la dépression des années 30, la durée de vie moyenne des cycles définis par le NBER (National Bureau of Economic Research) est de 7.4 années, soit une durée proche de celle du cycle actuel. A tout le moins, la question doit se poser de la pérennité du cycle en cours.

Depuis la prise en main de la conjoncture américaine par la FED avec l'arrivée de M. Volcker, les cycles se sont allongés. A. Greenspan s'était lui-même félicité au début des années 2000 de cet allongement des cycles qu'il attribuait à sa politique monétaire. Cette politique s'étant elle-même encore assouplie depuis la crise de 2008, il est vraisemblable que le cycle en cours se prolonge au-delà de 7 ans. Selon les repères fournis par le NBER, le cycle durerait jusqu'à mi 2017.

**Deuxième raison d'invoquer la probabilité d'une récession: le message du marché obligataire.**

Dans le passé les récessions ont toujours été précédées par l'aplatissement de la courbe des taux, soit des taux à 5 ou 10 ans égaux ou inférieurs aux taux directeurs ou aux taux à 3 mois, arbitrés par la FED.

**Graphe 2 : Evolution du spread entre le taux à 10 ans US et celui à 3 mois (en rouge les inversions de spread)**



Source : Bloomberg

Dans le cas présent le mouvement de ciseau entre taux 10 ans et taux 3 mois s'est mis en place depuis le début de l'année à la suite de la hausse des taux directeurs initiée par la FED lors du comité de décembre 2015.

Comme l'indique la partie droite du graphique, l'inversion de la courbe des taux est encore loin.

Et pour cause.

Dans tous les cas de la période 1980 -2007, la raison sous-jacente de l'inversion de la courbe des taux était la pression inflationniste. Ce n'est pas le cas aujourd'hui où il n'est nul besoin de ralentir l'activité pour peser sur les hausses de prix. En revanche la forte baisse des taux

longs en un mois et demi (-25%) est en soi un indicateur de ralentissement de l'activité aux Etats-Unis.

Par ailleurs si l'ouverture de certains membres de la FED à l'idée d'utiliser les taux négatifs se concrétise, la situation pourrait s'apparenter à une inversion de courbe des taux dans la mesure où les taux négatifs constituent un coût que les banques peuvent être tentées de répercuter sur leurs clients, les pénalisant au même titre qu'une hausse directe des taux de refinancement.

En somme si le modèle de courbe de taux n'annonce pas aussi clairement une récession qu'il le fit en 2006, il n'en anticipe pas moins un ralentissement très net de l'activité aux Etats-Unis.

### Troisième raison de s'interroger sur le risque de récession : la dégradation des comptes d'exploitation des grandes entreprises américaines.

Entre l'été 2009 (sortie de récession, démarrage du cycle en cours) et le deuxième trimestre 2012, les conditions

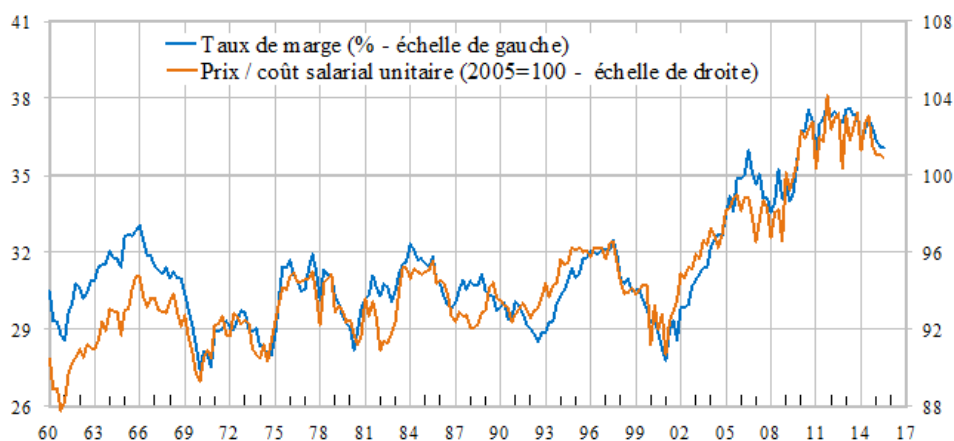
d'exploitation des entreprises américaines se sont nettement améliorées. La valeur ajoutée, les coûts salariaux et surtout les résultats opérationnels ont progressé de sorte que les marges d'exploitation ont avancé de 33.5 % à près de 38%.

En revanche, depuis le second trimestre 2012 autre point bas des marchés (fin du QE 2010, crise aigüe de l'Euro) l'évolution des comptes des sociétés s'est avérée nettement plus positive sur les salaires (+15%) que sur la valeur ajoutée (+12%) et surtout que sur les résultats d'exploitation (+5%).

On assiste alors à un **retournement des marges** d'exploitation. Le taux de marge s'est stabilisé à un haut niveau puis s'est replié de plus de 170 points de base au cours des derniers trimestres.

Or, toutes les récessions de la période d'après-guerre ont été précédées d'une dégradation des marges des grandes entreprises.

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



Source : Rexecode

Cette corrélation, déjà évoquée dans notre flash de début d'année, s'explique : les entreprises qui perdent des points de marge sont tentées de monter leurs prix et donc de créer de l'inflation. La récession qui suit casse leurs anticipations inflationnistes. Aujourd'hui les préoccupations des dirigeants d'entreprises se portent plutôt sur une déflation des prix. Or la situation est équivalente : les marges sont prises entre la hausse des salaires qui se renforce et les prix qui pèsent sur la progression de la valeur ajoutée.

On peut estimer à cet égard que la baisse des marges que l'on commence à observer est l'effet d'un processus

déflationniste : la déflation pèse sur les marges et la valeur ajoutée et ne pèse pas encore sur les salaires.

Inflation et déflation ont toutes deux un impact négatif sur les marges, menant dans les deux cas à une récession.

La différence étant que la déflation n'est pas maîtrisable alors que les situations inflationnistes se maîtrisaient par l'action sur les taux.

Les pays émergents, Chine, Inde, Brésil... ou l'Europe et le Japon ne compenseront pas les risques qui planent sur les Etats-Unis.

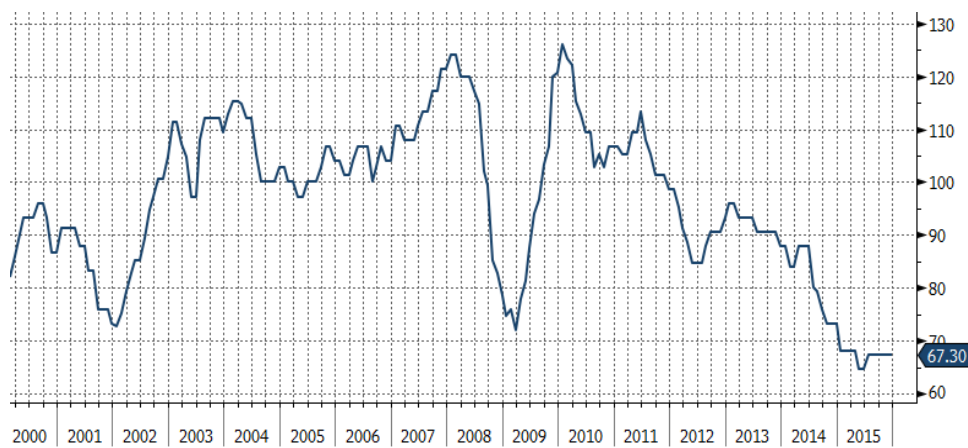
## Reste du monde : peu de chose à en attendre notamment de la Chine, de l'Inde, de l'Europe ou du Japon.

Sur la période récente, les pays émergents ont tiré la croissance.

**La Chine** (cf. analyse de mars 2015) reste en situation difficile. L'indicateur avancé que nous retenons pour synthétiser la situation chinoise est un indice base 100 en 1995. Cet indicateur synthétique est au plus bas depuis 2000, proche de sa base de création il y a 20 ans. Parmi

les indices les plus proches de la production industrielle du pays, la production de gaz est en baisse régulière (-10% sur les ventes de gaz sur 1 an) et celle d'électricité ne progresse plus depuis 4 ans.

**Graphe 4 : Evolution de l'indicateur avancé du cycle d'activité chinois depuis 2000**



Source : Bloomberg

**L'Inde** paraît être dans une meilleure situation mais les risques inflationnistes sont élevés et la courbe des taux s'est nettement aplatie : 100bp seulement entre les taux à 10 ans et les taux directeurs de 7%.

**L'Europe** est loin d'envisager une récession, pour une bonne raison : **elle a déjà eu lieu** à la suite des restructurations des pays dits périphériques demandées par les pays prêteurs lors de la crise de l'Euro. C'est une des raisons des difficultés des banques italiennes qui ont

prêté à des sociétés qui ont fait des réformes de structures coûteuses. Pour cette raison la BCE est plutôt ouverte à plus d'assouplissement monétaire amoindissant les effets de la récession qui pourrait venir des États-Unis mais pénalisant par ailleurs l'économie américaine à travers la baisse de l'Euro et la hausse du dollar.

Il en est de même du **Japon** en récession permanente et sans doute au bord d'un nouvel assouplissement monétaire, contribuant lui aussi à la hausse du dollar.



## Conclusion : Une baisse en deux temps.

Avant la baisse de ces derniers mois, les marchés étaient très surévalués, sachant que la progression des indices de 2012 à 2015 (+50% en moyenne sur les grands indices) s'est faite sur la hausse des taux de capitalisation et l'impact relatif des rachats d'actions puisque les résultats opérationnels ont, dans le même temps, affiché une progression en masse limitée (5% seulement aux Etats-Unis), impliquant une accélération de croissance, jamais confirmée.

Les marchés étaient dès lors à la merci du moindre incident. Le premier signal est venu, sournoisement, du retournement à la baisse des prix du pétrole et des matières premières au printemps 2015. D'autres alertes sont intervenues mais l'essentiel du retournement de fond des marchés est venu de la prise de conscience des excès de valorisation dans un environnement de doutes sur la croissance réelle des principales économies et sur la capacité des Banques Centrales de la soutenir.

Ce retour à des normes de valorisation plus acceptables n'a pas, à ce stade, valorisé une nouvelle récession. Les éléments que nous avons évoqué nous amènent à penser que la récession a au moins 50 chances sur 100 de se produire.

Selon les normes du passé celle-ci devrait entraîner une baisse supplémentaire des indices de l'ordre de 20 à 30%.

La récente remontée des cours boursiers que nous observons depuis quelques jours nous semble liée à des facteurs conjoncturels (attente d'un QE en Europe, remontée plus ou moins spéculative des cours du pétrole,...) et ne remet pas en cause notre analyse.

### Que retenir ?

Les baisses des indices observées depuis la mi 2015 traduisent essentiellement le retour vers des valorisations plus rationnelles.

La question d'une récession se pose réellement aux Etats-Unis mais elle n'est pas encore prise en compte par les marchés.

En cas de récession le potentiel de baisse est au moins de 20%

Dans un environnement globalisé, tous les pays sont concernés par problèmes que certains d'entre eux peuvent rencontrer.



**Jean Borjeix**  
Gérant  
jborjeix@platinum-ges-  
tion.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*