

## Flash Stratégie

Octobre 2016



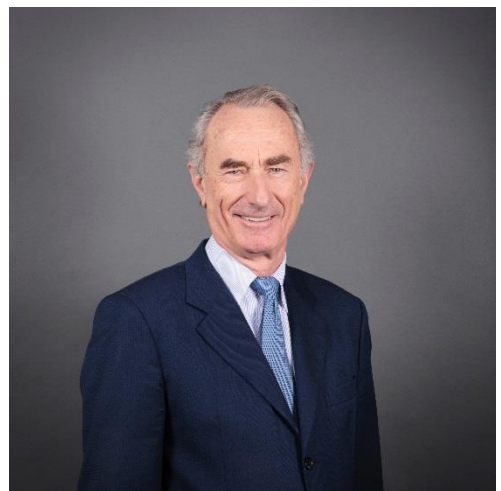
*Récession ou pas récession aux Etats Unis ? ... Le sort des marchés actions dépend (encore et toujours) de la réponse à cette question*

**Paris, le 31 octobre 2016**

**En fin d'année 2015 et début d'année 2016 les marchés ont brutalement baissé faisant apparemment l'hypothèse d'une récession aux Etats-Unis. Le rebond qui a suivi laisse penser que la récession, réelle ou pas, est désormais considérée comme un facteur du passé et que les marchés anticipent désormais un retour sur la tendance de croissance à moyen terme.**

**On ne saura officiellement si la période actuelle est une période de récession que dans quelques mois, lorsque le NBER (National Bureau of Economic Research) aura confirmé ou infirmé la récession de 2016.**

**En attendant comment interpréter la situation ambiguë dans laquelle se situe l'économie américaine aujourd'hui ?**

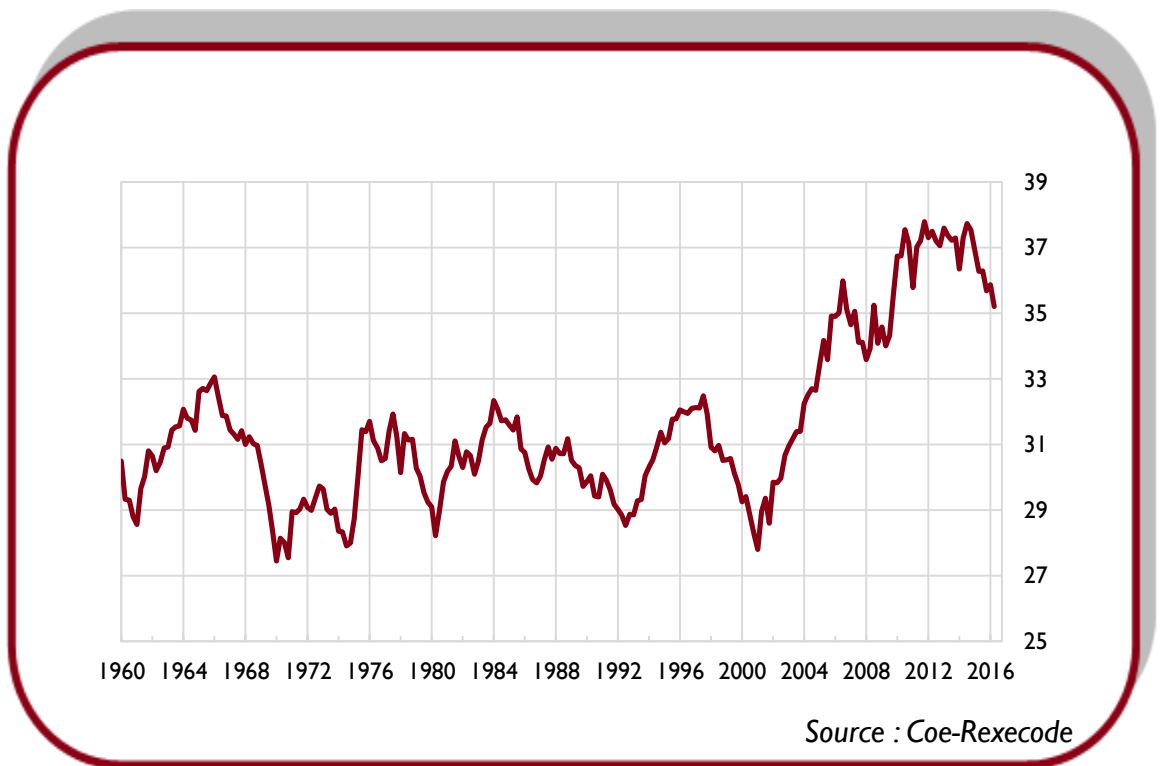


**Jean Borjeix**  
**Président du Comité d'investissement**

**Graphique n°1:**

**Evolution du taux de marge (en %) des sociétés américaines depuis 1960**

Depuis 2000, le taux des marges des entreprises non financières américaines s'est installé à un palier supérieur aux taux des années antérieures.



## Le nouveau modèle américain

Lors des premières années du 21<sup>ème</sup> siècle, le modèle ultra libéral des Etats-Unis s'est déployé très largement, influençant le modèle de comportement économique qui prévalait au siècle précédent.

Les grands bénéficiaires ont été les entreprises et au premier rang d'elles les entreprises américaines.

Depuis cette date, la série des taux de marge des grandes entreprises non financières qui a été présentée dans nos flashes à plusieurs reprises (Excédent brut d'Exploitation / Valeur Ajoutée) affiche un profil différent de celui qui prévalait avant la crise financière.

Nous pouvons considérer qu'il existe deux périodes. L'une, qui court des années 60 aux années 2000 montre que les taux de marge brute se sont cantonnés entre 28 et 33% du PIB des grandes entreprises. L'atteinte d'une de ces bornes a toujours généré un retournement de tendance conjoncturel, à la baisse une fois atteinte la borne supérieure, à la hausse une fois atteinte la borne inférieure.

A partir des années 2000 et de la récession 2001/2002, les taux de marge brute des entreprises ont décollé. En 6 ans ils ont atteint des niveaux sans précédent entre 33 et 38% de la valeur ajoutée.

Il est probable qu'un palier structurel a

alors été définitivement franchi compte tenu de la résistance des marges à la crise financière.

C'est désormais dans cette zone que devraient évoluer les marges des entreprises non financières que la « grande récession » de 2007 n'a que peu touchées. Les marges qui sont restées autour de 33% au plus bas, ont en effet affiché lors des crises un taux supérieur aux taux de haut de cycle des années 70/90.

Le moteur essentiel de ce changement réside dans les progrès de productivité, résultat des nombreux développements technologiques observés à la fin des années 90.

Provenant des Etats-Unis pour l'essentiel, les nouveaux procédés de production ont été utilisés en priorité par les sociétés américaines. Il est très probable que les taux de marge brut précédant la « révolution technologique » des années 2000 peuvent être oubliés.

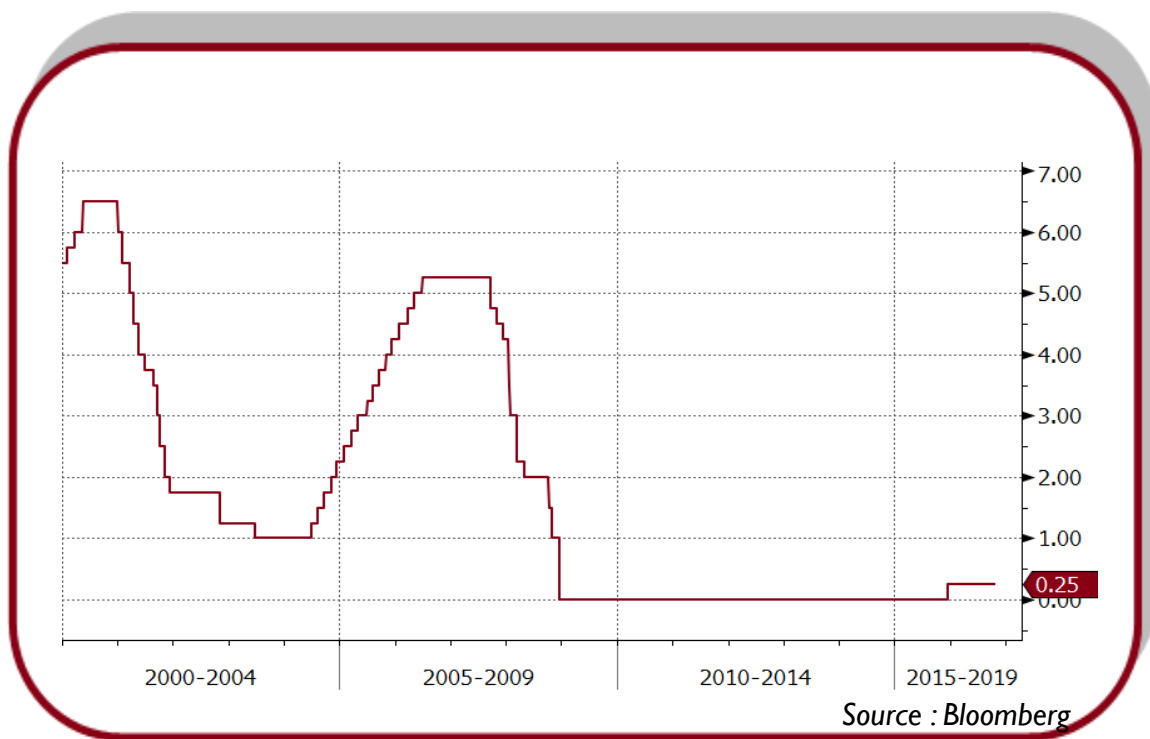
Le décalage s'est semble-t-il installé durablement au détriment de la masse salariale et au profit du cash-flow des entreprises en raison de la faiblesse des coûts salariaux unitaires très bien maîtrisés grâce à la technologie.

**On observe sur le graphe de la page précédente qu'en 2015 un nouveau retournement s'est produit.**

**Graphique n°2:**

**Evolution du taux directeur de la FED depuis 2000**

La FED, qui aurait dû relever ses taux directeurs, ne l'a pas fait.



## Faut-il envisager une récession?

Historiquement les récessions de l'économie américaine ont toutes été précédées par un retournement des marges des grandes entreprises « non financières ».

A ce titre la récession serait annoncée par la baisse des marges intervenue en 2015 dès le premier trimestre.

Depuis les points hauts de 2015, les marges brutes ont perdu quelque 250 points de base. Ce chiffre n'est pas excessif, il est inférieur à la moyenne des quatre dernières récessions (autour de 300 points de base) mais il est calculé sur la base de données record et il est déjà comparable à la chute des marges intervenue lors de la dernière récession officiellement reconnue par le NBER.

En contrepartie de cette baisse des marges brutes des entreprises non financières, les créations d'emplois ont été importantes sur cette période 2015/2016, permettant d'atteindre la zone officielle du plein emploi (5% de chômage parmi les salariés participant ou cherchant à participer à l'activité économique). La progression des rémunérations a permis de soutenir tant bien que mal les revenus disponibles et la consommation qui en découle.

Historiquement la pression sur les comptes des entreprises a toujours connu deux issues :

- l'inflation comme ce fut le cas lors des

récessions précédentes (la hausse des prix permettant le rétablissement des marges),

- la restructuration par ajustements d'effectifs.

Comme on le sait les pressions déflationnistes restent fortes et l'inflation tarde à se matérialiser.

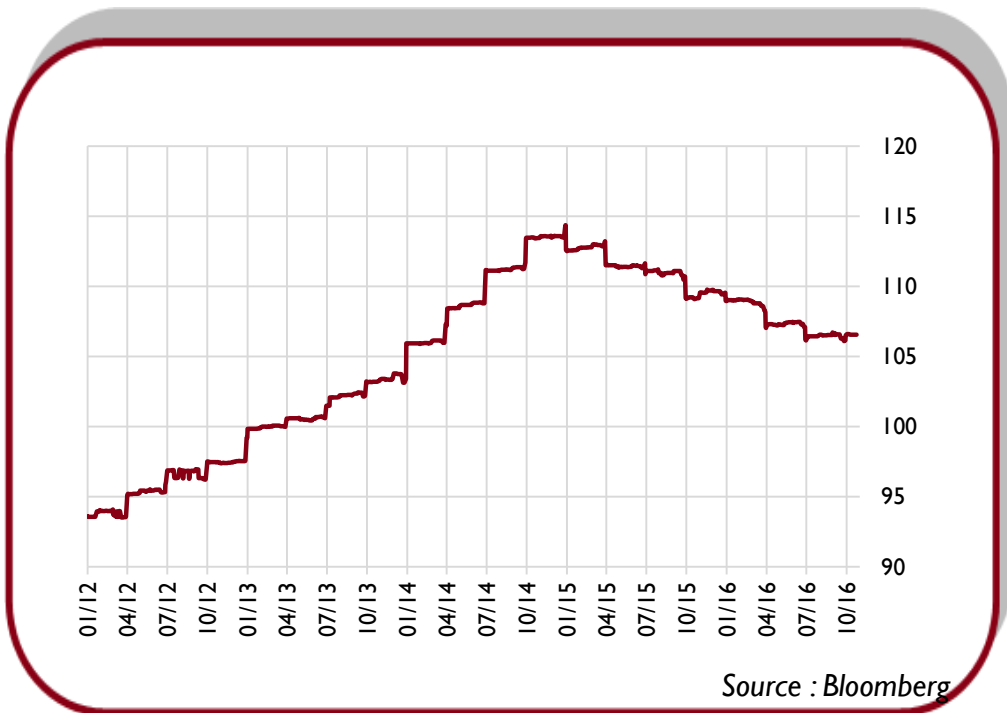
**Si les entreprises devaient choisir le chemin de la restructuration, les créations d'emplois considérées comme un indicateur retardé du cycle économique pourraient en souffrir et peser sur la consommation, le stockage et même l'investissement. L'impact sur la croissance entrainerait une véritable récession.**

Comment expliquer que les marchés ne se soient pas inquiétés et qu'ils aient poursuivi leur croissance? Tout simplement parce qu'après des années de dopage à base de *Quantitative easing* ils ne regardent plus que les taux directeurs de la FED et le retard avec lequel cette dernière s'engage dans un processus de resserrement de la politique monétaire

Celui-ci est annoncé (hausse des taux directeurs américains probable en décembre) mais beaucoup de questions demeurent sur la durée et l'intensité du mouvement sur les taux.

**Graphique n°3: Evolution des Bénéfices Par Action (BPA) depuis le début de 2012**

On constate que ces BPA baissent depuis 6 trimestres.



**Graphique n°4: Evolution de l'indice S&P depuis le début de 2012**

Les cours de Bourse ne reflètent que très partiellement cette inversion de tendance.



*Pour les marchés, la baisse des marges devrait en elle-même être plus importante que la récession.*

Les deux graphiques de la page précédente schématisent le paradoxe actuel: depuis 6 trimestres les résultats des entreprises américaines baissent et les indices boursiers n'en tiennent pas (ou peu) compte.

**Notre thèse : les cours de Bourse en 2015 et 2016 ont partiellement reflété le comportement des marges en raison de leur impact implicite sur le résultat des sociétés, mais les acteurs boursiers font le pari que cette baisse des marges est finie, que la FED ayant tardé à relever ses taux ne le fera que très marginalement et que l'économie va repartir.**

Certes, la période s'étendant du troisième trimestre 2015 au premier trimestre 2016 a été difficile pour les indices mais c'est un moindre mal compte tenu de ce que l'impact du retournement des marges s'est retrouvé dans les bénéfices publiés, ce que les marchés n'avaient pas anticipé.

D'où la brutalité du mouvement. On a parlé à l'époque de crainte d'entrée en récession mais il s'agissait en fait d'un ajustement des marchés aux niveaux de

marge des entreprises et aux risques sur les bénéfices qu'impliquait cet ajustement.

En revanche, si les marchés se trompent et que les marges des entreprises ne repartent pas, un véritable mouvement récessif se mettrait en place. Il aurait certainement un impact fort et les marchés baisseraient au-delà des points bas de 2016.

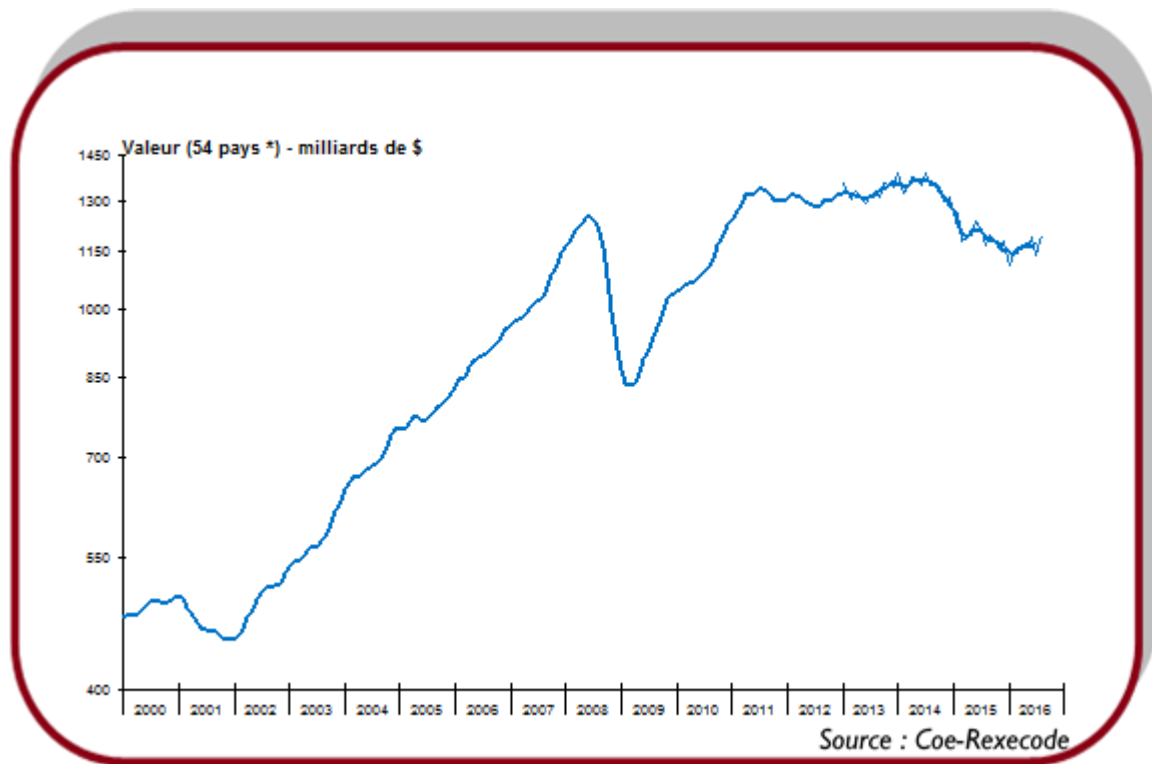
**A ces stade nous avons donc identifié trois dangers:**

- que la FED remonte ses taux à contre temps et casse la croissance;
- que les entreprises américaines constatant l'absence d'inflation décident de reconstituer leurs marges en engageant de nouveaux programmes lourds de licenciement ce qui casserait la consommation américaine;
- que le nouveau paradigme des marges ne marche plus et que la baisse des marges aille au delà des 250 points de base actuels, ce qui aurait un résultat très fort sur les profits des entreprises.



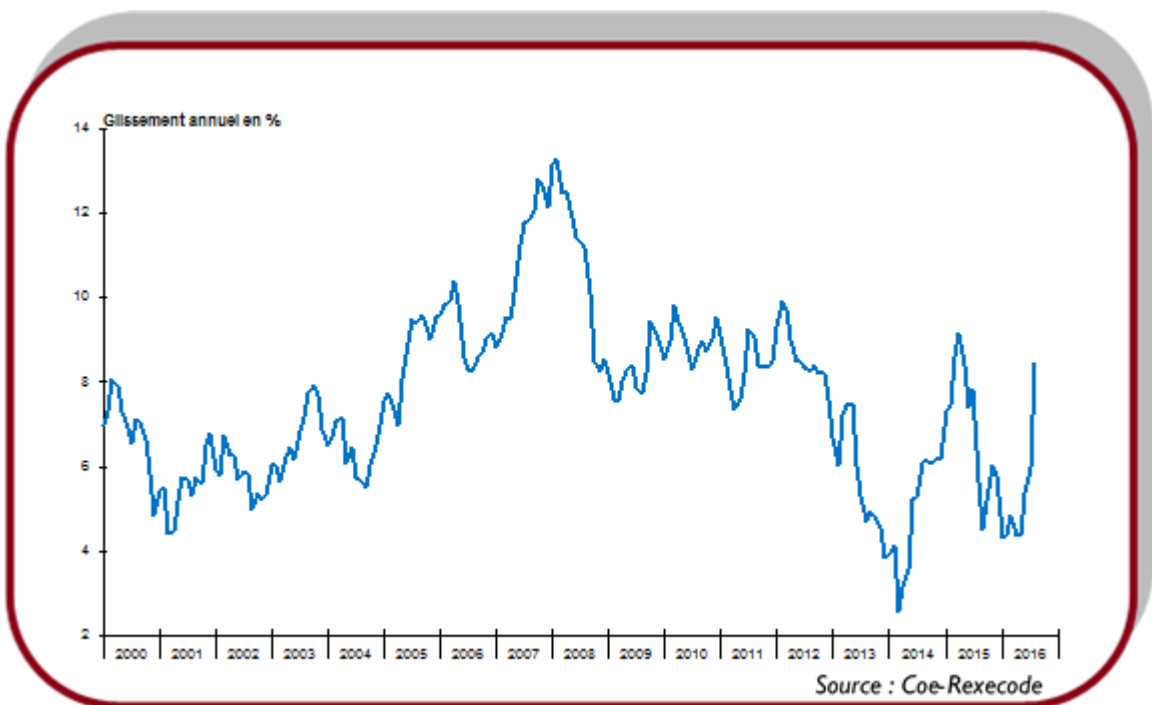
Graphique n°5:

Evolution des exportations mondiales



Graphique n°6:

Evolution du taux de croissance de la masse monétaire mondiale



## Peut-on trouver des compensations hors des Etats Unis?

Jusqu'à présent ce sont les Etats-Unis qui ont toujours donné le ton de la conjoncture internationale en tant que principal client du commerce international. Il est probable qu'aucun pays ne résisterait à une récession américaine comme ce fut le cas lors de toutes les récessions

Il est en effet difficile de trouver des îlots de croissance dans le monde actuel.

Le PIB mondial reste en croissance modérée autour de 3%. Ce n'est pas suffisant pour compenser une récession aux Etats-Unis.

La production industrielle mondiale est encore plus faible: elle s'établit autour de 1.6% de croissance.

Lors de la récession américaine de 2001 ou celle de 2008, aucune zone économique n'a pu échapper à la récession. Aujourd'hui la production industrielle est en baisse en glissement

annuel aux Etats-Unis (-0.8%). Elle s'essouffle partout ailleurs.

Les exportations mondiales, absorbées en grande partie par les Etats-Unis, baissent en glissement annuel (-3.8%). Le mouvement de repli s'est engagé au second semestre 2014 au moment où les marges commençaient à s'infléchir.

L'indice mondial des PMI manufacturiers et des services est proche de 50 entre récession et croissance. Là encore la situation s'est dégradée depuis 2014 (indice 54).

Malgré un récent sursaut, la masse monétaire mondiale est en zone basse depuis 2000, preuve que les demandes de crédit restent faibles.

En somme beaucoup d'indicateurs d'activité dans le monde semblent poser les mêmes questions que celles que posent l'évolution des marges et, plus généralement, la conjoncture américaine.

## Conclusion

Aujourd'hui, les marchés actions pensent que le mouvement de baisse des marges est terminé et que les bénéfices publiés par les sociétés vont arrêter de diminuer après plus d'un an de recul.

L'éclaircissement de l'horizon pourrait alors permettre une reprise de l'investissement et un restockage favorisant la reprise économique. Si c'est le cas les marchés considéreront que le repli des résultats ou de la production industrielle n'auront généré qu'un ralentissement économique et non une récession. C'est le pari que font beaucoup d'investisseurs en cette fin d'année.

Si ce n'est pas le cas ils se raviseront, ouvrant la voie à un mouvement du type de celui intervenu entre fin 2015 début 2016, mais affichant plus d'amplitude.

A cet égard les prochaines semaines seront cruciales.

## Que retenir ?

- Les marges comme indicateur de récession mais aussi comme mesure de l'amélioration des structures.
- Les marges prêtes à rebondir ?
- Les taux directeurs proches de 0 ne facilitent pas la politique monétaire.
- Peu d'appuis extérieurs dans le monde
- Marchés chers = risques de surréaction sur toute déception dans le comportement du cycle en cours



**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.*

## Platinum Gestion - Contacts



**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



**Boris MICHEL**

**Responsable développement**

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

Tel : 01 82 83 81 48 / 06 71 44 03 29

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