

Le spectre de 1987

Les similitudes avec 1987 n'ont jamais été aussi nombreuses. Une grille de lecture s'impose.

« Celui qui ne connaît pas l'histoire est condamné à la revivre ». La phrase de Karl Marx est toujours aussi actuelle, surtout lorsqu'elle s'applique aux marchés boursiers. Lors du lundi noir du 19 octobre 1987, l'indice Dow Jones perdait 22.6%. Le contexte qui prévalait à l'époque a de nombreux points communs avec aujourd'hui, à tel point que le spectre d'un krach à la 1987 commence à refaire surface. La correction de 10% enregistrée début février serait de ce point de vue un avertissement pour un ajustement plus prononcé à venir. Fin janvier 2018, la valorisation des Actions américaines affichait un P/E de 23x, soit exactement le niveau de fin septembre 1987. De même, la volatilité, traduisant le coût implicite du risque, s'était fortement compressée à l'époque, reflétant une complaisance extrême de la part des investisseurs, basé sur un scénario économique très favorable, combinant plein emploi et croissance économique forte. Le taux de chômage actuel est à 4.1% de la population active, et pourrait s'approcher du seuil de 3% à horizon 2019, soit 1.5 point en dessous du taux de chômage non inflationniste. Comme en 1987, les tensions sur le marché du travail commencent à ranimer les anticipations d'inflation. Notons toutefois qu'en 1987, le régime d'inflation était tout autre, 4.5% en octobre 1987 contre 2.1% actuellement.

Aujourd'hui, il y a peu d'excès dans la sphère économique, contrairement à 1987. Il s'agit d'abord de normaliser le cycle, comme l'atteste le resserrement très graduel de la Fed. Le taux des Fed Funds, actuellement à 1.50%, demeure en territoire accommodant, toujours bien en dessous de la neutralité monétaire. Mais l'enjeu est dans la vitesse de l'ajustement monétaire. Les anticipations des marchés restent pour l'instant solidement ancrées dans le contexte post crise financière, avec un taux anticipé à 2.6% en 2020. Or, un changement de rythme pourrait créer de l'instabilité, avec une économie mondiale qui s'est considérablement ré-endettée. En 1987, la Fed avait relevé ses taux directeurs de 6 à 7.25% en six mois, au moment même où le dollar était engagé dans un cycle de dépréciation piloté par le Trésor américain (-40% entre 1985 et octobre 1987). Cette dévaluation implicite avait déclenché un mouvement de défiance sur la dette publique des Etats-Unis, reflété par une remontée violente des taux d'intérêt à 10 ans de 7% à plus de 10% sur l'année 1987. La volonté de D. Trump de s'engager dans une politique budgétaire expansionniste en situation de plein emploi est déjà considérée comme une erreur de politique économique. Les projections budgétaires indiquent des déficits supérieurs à 6% du PIB à partir de 2019. Le retour des déficits jumeaux (interne et externe) met le dollar sous pression, ce qui confirme la problématique de financement des déséquilibres. La Fed n'aura d'autres choix que d'intégrer ces éléments dans sa fonction de réaction. Elle pourrait alors appuyer sur le frein monétaire pour compenser l'accélérateur budgétaire.

Enfin, l'ingénierie financière avait été un facteur aggravant lors du krach de 1987 : importance des opérations à effet de levier (LBO), technique généralisée d'assurance de portefeuilles (stop loss). Aujourd'hui, les entreprises rachètent massivement leurs actions et les flux sont dominés par la gestion passive et des stratégies pilotées par la volatilité. Le risque d'un épisode baissier de forte amplitude est donc élevé aujourd'hui, même si on entend déjà la phrase la plus coûteuse de l'histoire financière, « cette fois c'est différent ».

Emmanuel Ferry
Banque Pâris Bertrand Sturdza
Directeur des Investissements
+41/22/316.02.16
emmanuel.ferry@bkpbs.com



**BANQUE
PÂRIS BERTRAND STURDZA**

Suisse

Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A.
19, rue de Candolle
PO-Box 340
CH-1211 Genève 12
Tél.: +41 (0) 22 316 02 00

Luxembourg

Pâris Bertrand Sturdza (Europe) S.A.
41, Avenue de la Liberté
L-1931 Luxembourg
Tél.: +352 20 60 01 42

www.bkpbs.com

Disclaimer

This material has been prepared by Banque Pâris Bertrand Sturdza S.A., Geneva, Switzerland, hereafter referred to as PBS. This material is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is published solely for information purposes and is not to be construed as a solicitation or related financial instruments or an offer to buy or sell any securities. This document is not intended for persons who are citizens of, domiciled or resident in, or entities registered in a country or a jurisdiction in which its distribution, publication, provision or use would violate current laws and regulations. These materials contain confidential information and should not be circulated or disclosed to any person other than the original recipient. Any unauthorized copying, disclosures or distribution of these materials is strictly prohibited. No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, nor is intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the materials. It should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Any opinions expressed in this material are subject to change without notice or be contrary to opinions expressed by other business areas or entities then, as a result of using different assumptions and criteria. PBS, is under no obligation to update or keep current the information contained herein. PBS, its directors, officers and employees' or clients may have or have had interests or long or short positions in the securities or other financial instruments referred to herein and may at any time make purchases and /or sales in them as principal agent. PBS, may act or have acted as a market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this material. Neither PBS, nor any of its directors, employees, or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or part of this material. The potential investments described in this material are not suitable for all investors and their purchase and holding involves substantial risks. Potential investors should be familiar with instruments having the characteristics of such investments and should fully understand the terms and conditions set out in this documentation relating to them and the nature and extent of their exposure to risk of loss. Prior to entering into a transaction you should consult with your legal, regulatory, tax financial and accounting advisers to the extent you deem necessary to make your own investment, hedging and trading decisions. Any transaction between you and PBS, will be subject to the detailed provisions of the term sheet, confirmation or electronic matching systems relating to that transaction. In addition, potential investors must determine, based on their own independent review and such legal, business, tax and other advice as they deem appropriate under the circumstances, that the acquisition of such investments (i) is fully consistent with their financial needs, objectives and conditions, (ii) complies and is fully consistent with all constituents documents, investments policies, guidelines, authorizations and restrictions (including as to its capacity) applicable to them, (iii) has been duly approved in accordance with all applicable laws and procedures and (IV) is a fit, proper and suitable instrument for them. Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this presentation.