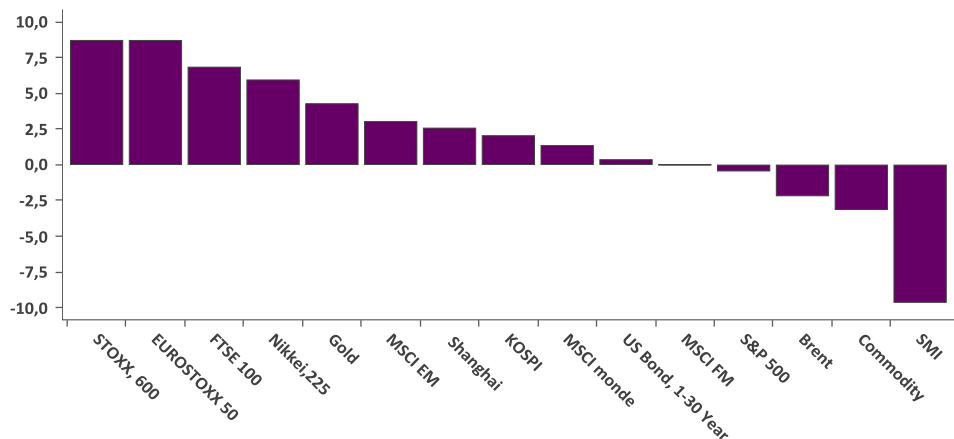


Scénario 2015. 3

L'allocation d'actifs en mode zéro inflation

Depuis la première publication de notre série de trois articles sur le scénario 2015, il y a deux semaines, les marchés financiers n'ont guère connu de répit. L'Eurostoxx a bondi de quelques 8,5 %, le MIB italien s'est envolé de plus de 11%, l'indice suisse s'est replié de 9 % ; la valeur moyenne de l'euro s'est affaïssée de 5 % quand le franc suisse s'est apprécié de 16 %, enfin, l'or s'est redressé de quelques 4 %...

Prix des principaux actifs entre le 14 et le 28 janvier 2015, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Conséquence d'une très grande complexité de l'environnement économique et financier sur fond d'hyper abondance de liquidités, la nervosité ne semble pas prête de nous quitter. Car, si la simultanéité de la chute des prix du pétrole, de l'euro et de l'inflation mondiale est indiscutablement porteuse d'espoirs, notamment dans le cas de la zone euro, les signes de fatigue du marché américain et l'instabilité grandissante des marchés des changes internationaux ne sont pas engageants.

Dès lors, si l'abondance de liquidités entretient l'appétit pour le risque, il faudra une certaine agilité pour passer entre les portes de saloons que les déplacements intempestifs des flux ne manqueront pas d'huiler.

Points clés de notre stratégie d'investissement

- L'euro stoxx franchit le cap de 3 550 points rapidement, s'essouffle ensuite
- Les facteurs de fragilité se multiplient aux États-Unis
- L'instabilité des pays émergents tire les indices mondiaux à la baisse
- Le marché européen surperforme
 - Une préférence pour les valeurs « domestiques », prudence sur les industrielles, réticence persistante sur les valeurs bancaires
- Le pétrole approche ses points bas mais remonte lentement
- Les risques déflationnistes perdurent au moins jusqu'en milieu d'année
 - La Fed ne remonte pas ses taux en 2015
 - Les taux d'intérêt refluent partout, les spreads européens se resserrent
- L'euro se stabilise au-dessus de 1,15 USD

Allocation d'actifs au 28 janvier 2015

		Sous-pondérer		Neutre	Surpondérer	
		--	-	0	+	++
ACTIONS	US			- /		
	EURO Core					
	Périphériques					
	JAP			/ +		
SOVERAINS	EM					
	US					
	EURO Core			/ +		
	Périphériques					
CREDIT	JAP			- /		
	EM					
	US			/ +		
	EUR					
MP	JAP					
	Pétrole			/ +		
CHANGES	MP industrielles					
	Or			/ +		
	USD					
	EUR			/ +		
	JPY			- /		
	CHF					
CASH	GBP			- /		
	CNY					
	EM					
	EUR					

Source: RichesFlores Research

Pétrole, euro, inflation : un environnement d'une rare complexité

Au cours des dernières semaines, les évolutions combinées du pétrole, de l'euro et des perspectives d'inflation ont considérablement complexifié l'environnement des marchés financiers. En premier lieu parce que les ruptures ont été particulièrement marquées et rapides, en second lieu parce que les effets de second tour de ces différents chocs restent assez largement incertains.

- La chute des cours du pétrole, que l'on peut assurément considérer comme une aubaine pour les pays importateurs, a très vite éveillé l'inquiétude quant à ses retombées potentiellement nocives pour les producteurs du monde émergent et, par là-même, l'environnement financier international.
- L'accélération du mouvement de baisse de l'euro, indiscutablement bienvenue pour les pays de l'union monétaire, comporte le risque d'une diffusion de la déflation dans le reste du monde et d'exacerbation de la surévaluation de nombreuses devises des pays partenaires de la zone euro, en Asie notamment. Elle pourrait donc avoir ouvert la porte à une multiplication des perturbations sur les marchés des changes internationaux.
- La baisse généralisée de l'inflation, garante de pouvoir d'achat en même temps que de taux d'intérêt durablement faibles, inquiète sur ses retombées sur l'investissement et sur la réalité du risque de déflation mondiale. Il en résulte une grande incertitude sur les réponses de politiques monétaires qui pourraient s'ensuivre à l'échelle mondiale.

Il faudra, à l'évidence, du temps avant que ne soient levées ces incertitudes.

Revenons sur chacun de ces points.

➤ *Les cours du pétrole pourraient avoir atteint leur point bas ces dernières semaines mais à quel niveau peut-on envisager le prix du baril pour les prochains trimestres ?*

L'amélioration des perspectives de croissance mondiale et l'effet graduel de la chute des prix sur l'offre de pétrole semblent simultanément en mesure de stabiliser les cours dans les prochaines semaines. Nous n'envisageons cependant pas de retour vers les niveaux de 100 \$ le baril à horizon prévisible, ceci pour trois raisons principales :

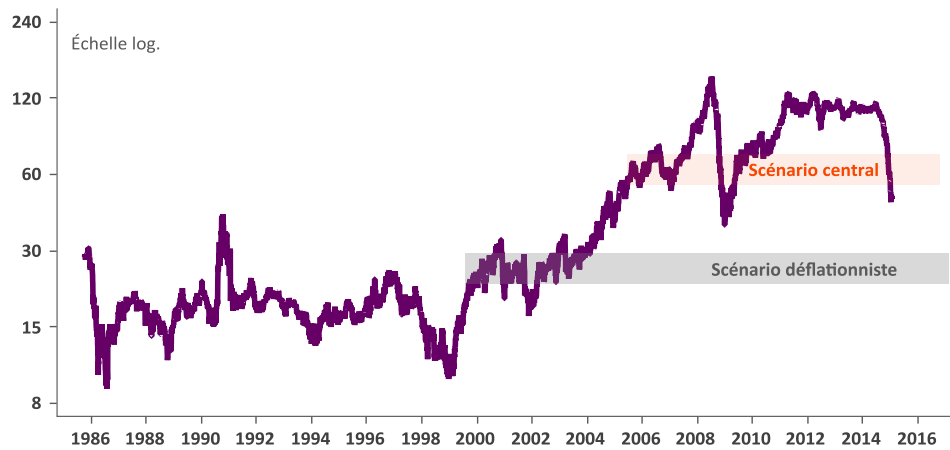
- L'environnement de très faible inflation persistante à l'échelle mondiale,
- L'absence d'amélioration dans les pays émergents les plus influents,
- La reconsidération des perspectives de long terme de demande mondiale impactées par les moindres performances attendues du monde émergent.

Une stabilisation des cours du Brent dans un canal compris entre 50 et 65 dollars, contre 46 \$ aujourd'hui, nous semble, à ce stade, le scénario le plus vraisemblable. Le pétrole retrouverait ainsi des prix comparables à ceux du milieu des années deux mille.

Un scénario de baisse supplémentaire ne peut toutefois pas être exclu. Nous estimons sa probabilité à quasiment 25 % en cas d'absence de redressement des anticipations d'inflation d'ici l'été. Les prix pourraient dans ce cas refluer sous les 30 \$ le baril.

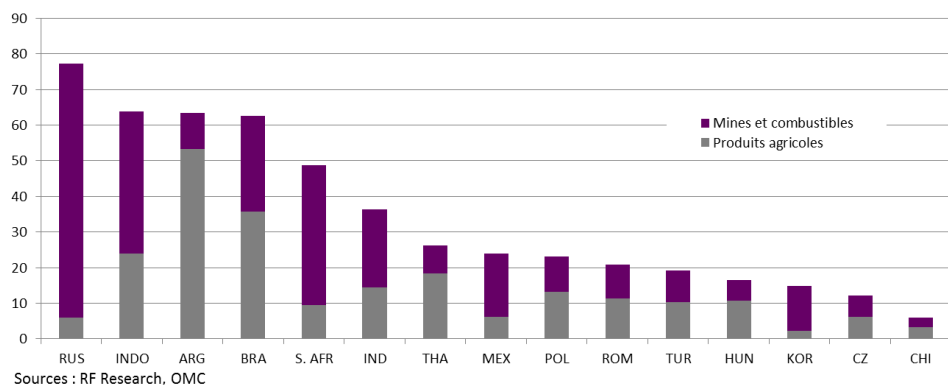
Dans un tel contexte, la probabilité d'une remontée intempestive des cours semble faible. Nous tablons sur un objectif de 50 \$ à 60 \$ au premier semestre, avant, le cas échéant, de dépasser le cap des 60 \$ une fois les craintes déflationnistes évacuées.

Cours du Brent de mer du Nord, \$/baril



Les pertes sur les pays producteurs ont donc tout lieu d'être durables. Alors que la rigidité de l'offre a permis de dissimuler l'impact de la chute des cours ces derniers mois, à l'exception toutefois du cas russe, les effets négatifs devraient être plus visibles au fil de l'année 2015, notamment dans les pays émergents.

Exportations de matières premières en % des exportations totales



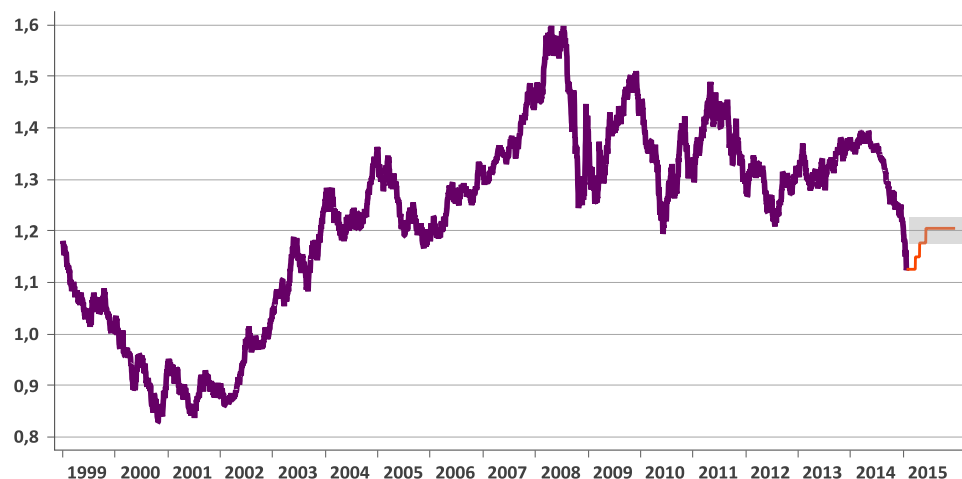
➤ **L'euro à la croisée des chemins**

Après une chute exceptionnelle déclenchée par la perspective d'un assouplissement quantitatif de la part de la BCE, plusieurs éléments militent en faveur d'une stabilisation de la devise européenne.

- Le premier, tient à l'ampleur de la baisse déjà enregistrée, soit 20 % au cours des neuf derniers mois face au dollar américain et 11 % en termes effectifs contre un panier de 38 devises. Un tel mouvement de dépréciation est considérable pour une région dont l'excédent courant dépasse 250 milliards d'euros par an (2,5 % du PIB).
- Le deuxième, vient de l'amélioration des perspectives de la zone euro qui, bien que sans effet sur les anticipations de politique monétaire de la BCE dont on connaît dorénavant l'évolution minimum du bilan pour les prochains six prochains trimestres, est susceptible de stimuler quelque peu les entrées de capitaux.
- Le troisième, tient à l'instabilité des changes que préfigure l'environnement des pays émergents et dont on peut envisager qu'il s'accompagne à un moment donné d'un report sur la devise européenne.
- Le dernier, enfin, vient de la correction des anticipations sur les politiques monétaires des pays industrialisés, la Fed et la BCE en particulier, dont on voit mal comment elles pourront procéder à l'enclenchement d'un cycle de resserrement monétaire d'ici la fin de l'année, comme les marchés continuent de l'envisager (voir à ce sujet « [Scénario 2015-2. Plus de croissance réelle, pas forcément nominale](#) »).

L'ensemble plaide plutôt pour une stabilisation de l'euro sur des niveaux légèrement supérieurs à ceux atteints ces derniers jours, dans une fourchette de 1,15 USD à 1,20 USD d'ici au milieu d'année, potentiellement légèrement supérieur au second semestre, le principal risque assorti à ce scénario semblant concentré, à brève échéance, sur la tournure que prendra la gestion du dossier grec.

Taux de change de l'euro contre dollar



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

➤ **La chute de l'inflation mondiale durera jusqu'à l'été**

Nous avons largement détaillé ce dernier point dans notre première publication du scénario 2015 (voir à ce sujet : [Scénario 2015. 1- Place aux consommateurs](#)). On rappellera ici que selon nos estimations, la chute des cours du pétrole devrait faire refluer les taux d'inflation des plus grands pays de la planète tout au long du premier semestre de cette année, les points bas, le plus souvent en territoire négatif, n'étant guère envisageables avant le troisième trimestre. Ces prévisions ont plusieurs conséquences.

1- La persistance des craintes déflationnistes pendant une bonne partie de l'année dont on peut redouter qu'elles alimentent durablement l'incertitude sur les perspectives économiques mondiales.

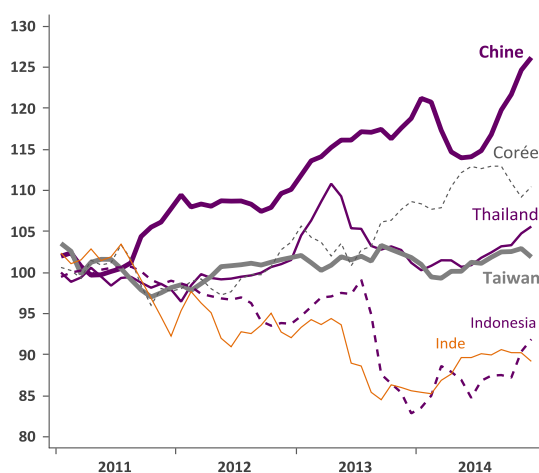
2- Des risques de déceptions sur les résultats des entreprises amputés par l'étroitesse des évolutions de prix, susceptibles de fragiliser les marchés.

3- La correction généralisée des anticipations sur l'éventualité de hausses possibles des taux directeurs dans lesquels celles-ci s'étaient développées ces derniers mois (États-Unis, Royaume-Uni mais également l'Australie, Nouvelle-Zélande...).

4- Un assouplissement des conditions monétaires dans la plupart des autres pays de la planète à l'exception des cas de menaces sur les changes notamment dues aux effets du contre choc pétrolier sur les revenus de pays exportateurs (Brésil, Indonésie et Russie).

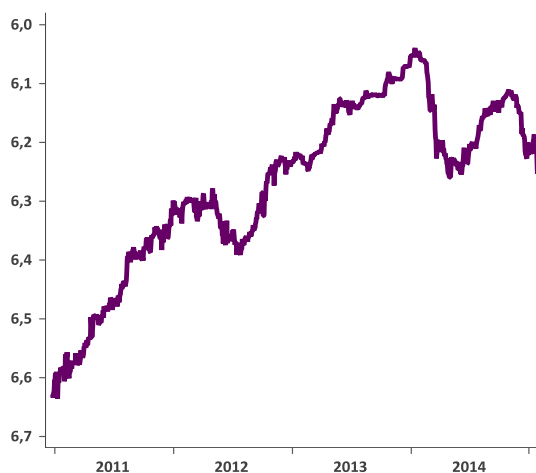
5- Une tentation de mener des politiques de dépréciation du change susceptibles de survenir par surprise dans les cas d'appréciation réelle jugée pénalisante. Ceci concerne en premier lieu les pays d'Asie du sud-est qui, dans la foulée de l'appréciation de leur devise vis-à-vis du yen auront du mal à faire face au choc additionnel que constitue la baisse de l'euro, surtout si la Chine poursuit sur la voie de la dépréciation du yuan, comme nous l'envisageons.

Taux de changes réels en Asie



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de change du yuan contre dollar



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

De l'appétit latent pour le risque à la prise de risque...

Dès lors, si l'abondance de liquidités, le bas niveau persistant des taux de rendements et l'amélioration des perspectives de croissance ont incontestablement pour effet de réveiller l'appétit pour le risque, force est de reconnaître que la mise en pratique de stratégies d'investissement plus exposées sera compliquée dans l'environnement qui se profile pour 2015. L'appétit pour le risque ne s'exercera-t-il dès lors que par à-coups intempestifs, à l'image des développements de ces dernières semaines, pour s'éroder au fil des mois ? Notre lecture de l'environnement présent nous incite indiscutablement à le penser. Une telle conclusion n'est pas incompatible avec une amélioration de nos perspectives sur les marchés d'actions, au moins européens. Elle suggère cependant un environnement haut en rebondissements.

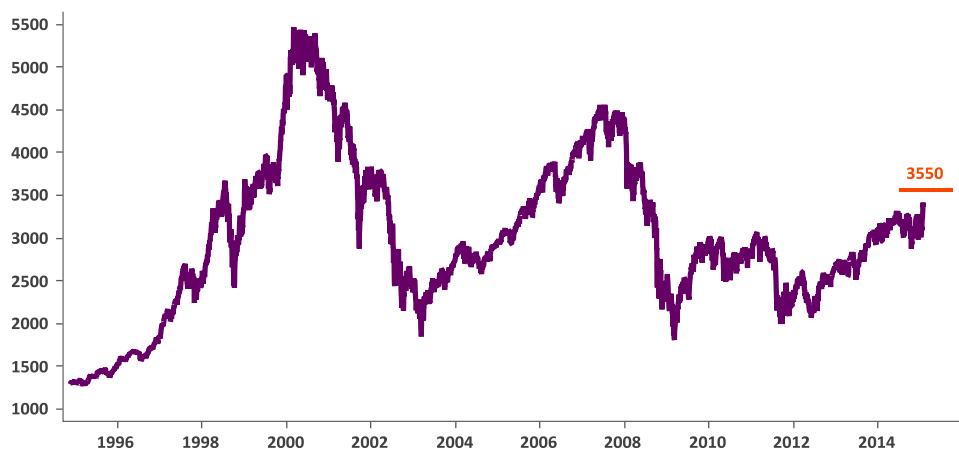
Un début d'année favorable aux marchés européens

Les changements intervenus ces dernières semaines seraient en mesure de modifier assez sensiblement la donne pour les marchés financiers de la zone euro.

- Les achats de titre par la BCE équivaldront à des injections massives de liquidités à partir du mois de mars dont on peut légitimement attendre un report sur d'autres actifs.
- La baisse de l'euro aura mécaniquement pour effet, si ce n'est d'augmenter les volumes exportés, tout au moins de regonfler les marges des entreprises, ceci essentiellement par trois mécanismes : 1- un effet comptable lié à la conversion en euros du chiffre d'affaire réalisé en dehors de la zone euro, 2- une élévation des prix des exportations que s'autoriseront certaines entreprises dès lors que ces hausses seront compensées par l'effet change, 3- une moindre concurrence sur le marché domestique susceptible de redonner un certain pouvoir de fixation de prix.
- Enfin, les perspectives de croissance sont pour tous les pays de la zone euro revues à la hausse.

Le mini-rallye enregistré ces derniers jours est donc légitime, ceci d'autant plus que le marché européen n'est pas excessivement cher en comparaison de ses pairs.

Euro Stoxx 50 : les 3550 points à portée de mains



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

À brève échéance, l'Eurostoxx 50 pourrait repasser la barre de 3 550 points pour la première fois depuis mars 2008, correspondant à une hausse additionnelle de 5 % par rapport à aujourd'hui et de 13 % depuis le 1^{er} janvier. Mais au-delà, l'indice parviendra-t-il à poursuivre sa tendance ? La réponse à la question est assurément incertaine, relevant dans une très large part des développements économiques et financiers du reste monde. Or, les perspectives ne sont guère engageantes.

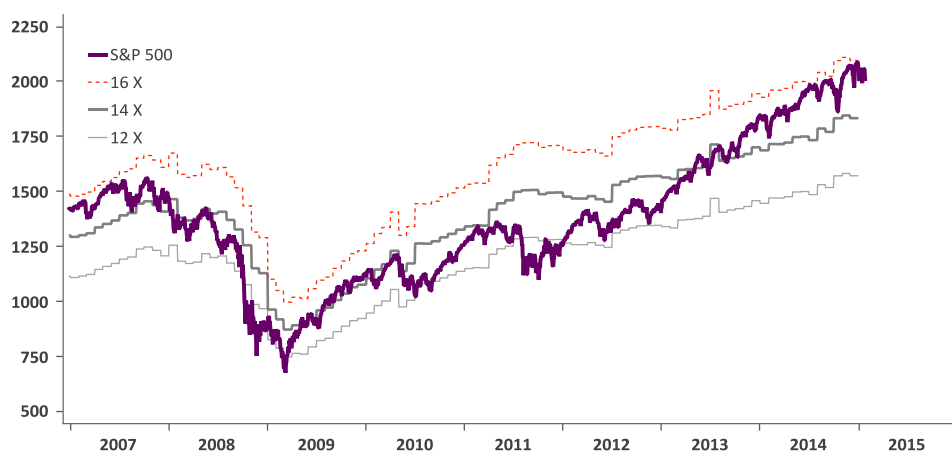
Les facteurs de fragilité se multiplient aux États-Unis

La confiance des investisseurs américains s'est érodée ces derniers temps et pourrait bien finir par flancher. Non seulement, en effet, les perspectives bénéficiaires des entreprises sont, comme partout, impactées par l'environnement hautement désinflationniste actuel, mais s'ajoutent des facteurs négatifs spécifiques à la situation des États-Unis dont la liste n'a cessé de s'allonger ces derniers temps :

- les pertes attendues dans le secteur énergétique,
- les effets négatifs de la hausse du dollar,
- l'inquiétude renouvelée à l'égard du secteur bancaire,
- enfin, une valorisation, sinon exubérante, du moins peu attractive.

Dans de telles conditions, la capacité du marché à faire face à une quelconque déception est probablement assez réduite. Or, ces dernières pourraient ne pas manquer que ce soit sur le plan domestique -faiblesse des gains de productivité et de l'investissement, patience trop prolongée de la Fed- ou, plus encore, extérieur dans un contexte d'extrême instabilité internationale.

US S&P 500 et multiples sur Forward EPS à 12 mois



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Si l'amélioration des perspectives de croissance réduit le risque d'une correction de grande ampleur du marché à ce stade, les conditions ne semblent assurément pas réunies pour une hausse des indices en début d'année quand les chances de rattrapage en deuxième moitié d'année semblent encore très aléatoires. C'est

donc à un marché, au mieux, stagnant sur fond, toutefois, d'exceptionnelle instabilité, que nous nous attendons.

Un environnement à haut risque dans les pays émergents

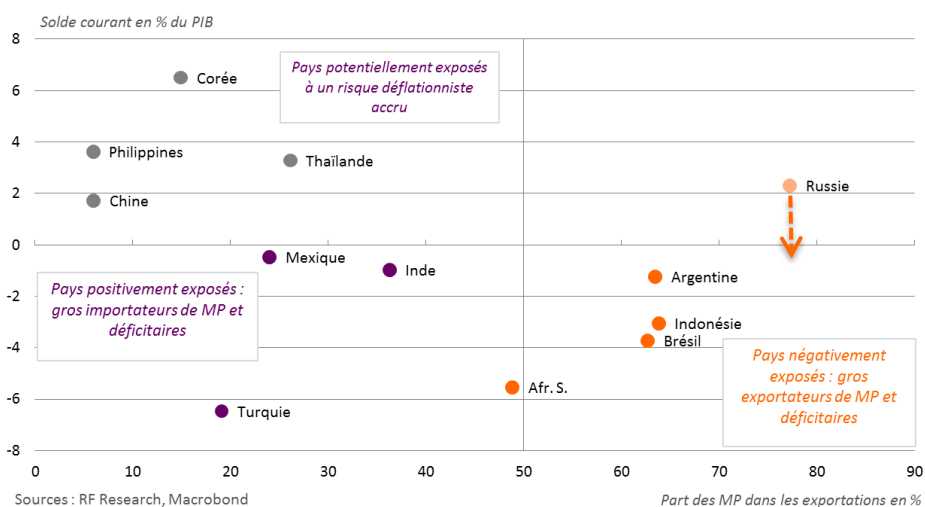
La détérioration du contexte économique et financier du monde émergent explique pour une bonne part les réserves que nous émettons sur les marchés financiers internationaux. Les économies émergentes sont exposées à deux types de risques qui, cumulés, sont susceptibles de créer d'importantes turbulences au cours des trimestres à venir.

- 1- Les effets négatifs de chute des revenus pétroliers d'un grand nombre de pays, d'une part ;
- 2- L'instabilité des marchés des changes que suggère la montée du risque déflationniste dans bon nombre d'économies d'Asie, de l'autre.

Rares sont en définitive les économies susceptibles d'être à l'abri de turbulences récurrentes.

➤ ***Du rouble au real, en passant par la roupie indonésienne et le rand sud-africain, les devises des exportateurs des matières premières sont fortement exposées à des prix durablement affaiblis***

Exposition des principaux émergents à la chute des cours des MP

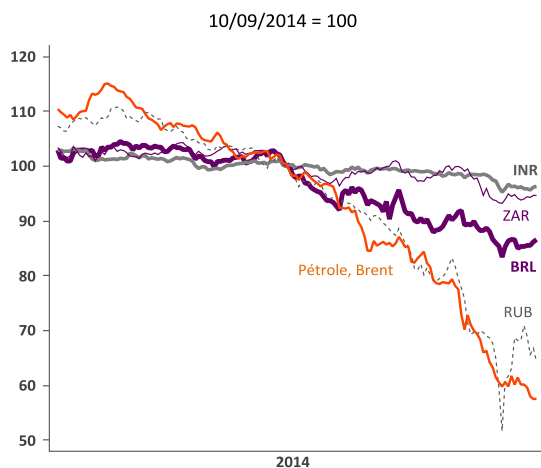


Les effets de la chute des cours du pétrole sur les grands exportateurs hors OPEP sont assez prévisibles. Si la plupart peuvent supporter à une baisse ponctuelle de leurs ressources, les conséquences de cours durablement inférieurs à 60 \$ le baril sur les économies concernées -Russie, Brésil, Indonésie et Afrique du Sud en particulier- sont considérables, synonymes le plus souvent :

- de pertes de revenus à l'exportation à hauteur de la chute des cours mondiaux, avec pour conséquence un ralentissement de l'activité et de l'investissement ;
- des pertes de recettes publiques, impliquant des politiques de restriction budgétaire, c'est déjà le cas au Brésil et en Afrique du Sud ;

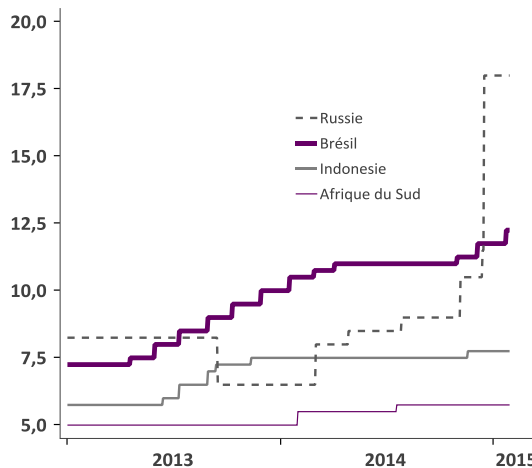
- une détérioration des soldes courants ;
- des pressions à la baisse sur les devises, souvent accompagnées de relèvement des taux d'intérêt.

Taux de changes contre \$ et cours du pétrole



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux d'intérêt directeurs, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Alors que la chute des cours du pétrole a, pour l'instant, surtout sanctionné la Russie (plus exposée que tout autre parmi les pays non-OPEP avec 70 % de ses recettes à l'exportation en provenance de la vente d'hydrocarbures), les autres pays auront assurément du mal à passer à travers les effets négatifs de ces enchaînements. Tenter de défendre sa monnaie comme le fait la Banque du Brésil à coup de hausse des taux d'intérêt n'est pas une stratégie durablement tenable. Aujourd'hui protégé, le real finira vraisemblablement par décrocher, ceci d'autant plus que le taux de change réel du pays est éminemment surévalué. Or, une chute de real a toutes les chances d'entraîner dans son sillage nombre de pays d'Amérique latine, y compris les moins exposés au marché pétrolier. Le risque de contagion en provenance des pays producteurs est donc élevé.

➤ **Bataille des changes en Asie du sud-est**

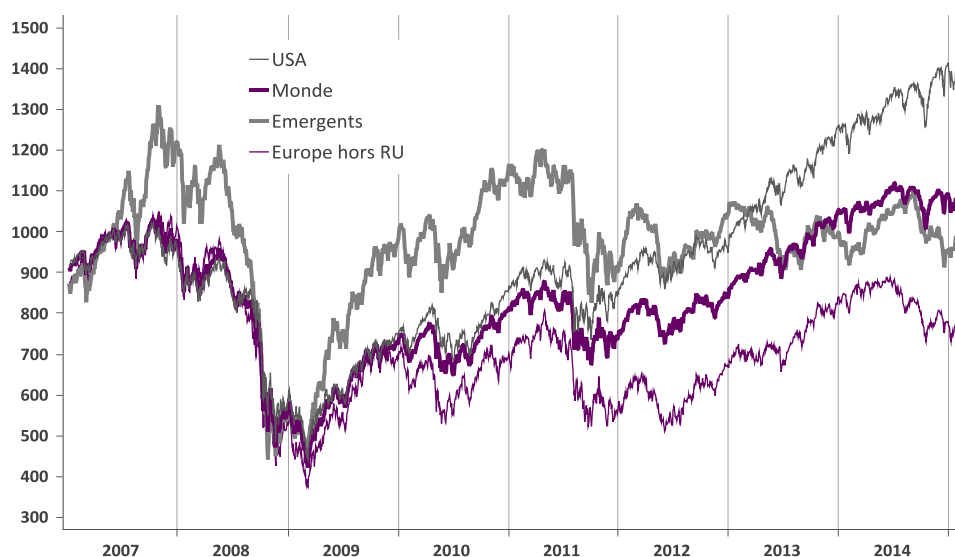
La situation n'est pas comparable en Asie, où le risque vient davantage de la possibilité que les banques centrales orchestrent des baisses de leurs devises par crainte de déflation. La baisse surprise des taux directeurs à Singapour de ce jour pourrait ainsi avoir ouvert le bal d'une bataille régionale dont on voit mal aujourd'hui où et comment elle s'arrêtera. Les ramifications de cette instabilité prévisible des marchés des changes sont multiples.

- En premier lieu, parce que la généralisation de telles pratiques risque à l'évidence de faire boule de neige avec pour conséquence, *in fine*, d'annihiler les effets recherchés.
- En second lieu parce qu'un tel environnement a une influence très négative sur les flux de capitaux ce qui représente potentiellement une source de difficultés économiques accrues.

- Enfin parce que les bénéfices escomptés de la baisse de l'euro et du yen, pourraient être compromis, les pays d'Asie du sud étant de loin les plus grands concurrents de ces deux régions.

Difficile dès lors de faire abstraction de ces éléments susceptibles, qui plus est, de se déchaîner très rapidement dans le contexte de chute généralisée de l'inflation des mois à venir. L'année 2015 ne se présente pas sous les meilleurs auspices dans le monde émergent et la probabilité que l'instabilité croissante finisse par se diffuser aux marchés développés est naturellement élevée.

Indices MSCI des principaux marchés mondiaux



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'ensemble ne plaide guère pour une année facile sur les marchés mondiaux dont tout laisse penser qu'ils seront, quoiqu'il en soit, affectés d'une instabilité récurrente et d'un risque croissant au fil du temps.

Lot de consolation pour les marchés européens

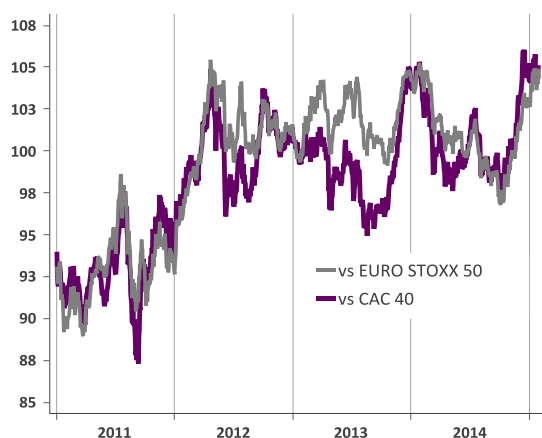
C'est sans doute, dans un tel contexte, d'un lot de consolation que devront se satisfaire les Européens, à savoir, celui d'une vraisemblable surperformance par rapport aux marchés mondiaux plutôt qu'une performance absolue. Le risque que le niveau de 3 550 points pour l'Eurostoxx 50, accessible dans les prochaines semaines, constitue un plus haut de l'année semble, en conséquence, relativement élevé.

L'amélioration des perspectives régionales devrait toutefois jouer le rôle de bouclier de protection pour un certain nombre de secteurs sur lesquels les turbulences internationales auront moins d'impact.

Ainsi, malgré l'amélioration des perspectives de croissance mondiales, et au contraire de ce que suggère la baisse de l'euro, c'est aux secteurs domestiques que vont nos préférences, notamment pour la première partie de l'année :

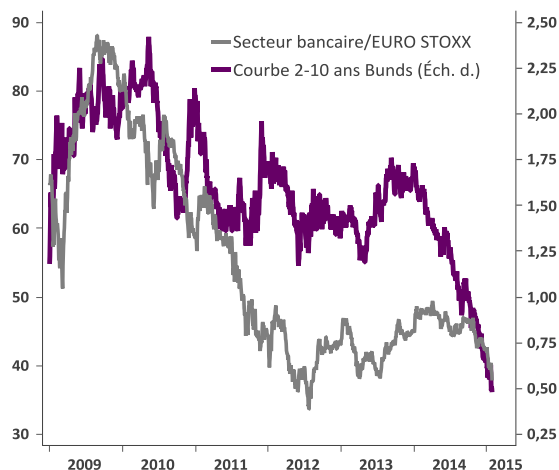
- La distribution, les services aux particuliers et les secteurs des loisirs sont à nos yeux les plus à même de tirer profit de l'amélioration des perspectives de consommation.
- Les cycliques industrielles mériteront sans doute d'être triées sur le volet compte-tenu de leur plus exposition internationale et du risque de change qui y est associé. Le regain de performance relative du Dax occasionné par le cumul des effets positifs de la chute des cours du pétrole et de l'euro sur les valeurs de l'indice allemand, pourrait ainsi devenir plus fragile.
- Nous restons par ailleurs très réservés sur les valeurs bancaires tant que perdureront les menaces déflationnistes, quand bien même les opérations de la BCE pourraient permettre de stabiliser les indices du secteur dans les prochains mois.

Performance relative du DAX, janvier 2013=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les banques toujours à la peine



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.

RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.

Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.

Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.

La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.

Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.

Véronique Riches-Flores, contact@richesflores.com