

Game Over - Scénario macro-économique et stratégie d'investissement



V. Riches-Flores

Le meilleur des marchés actions semble bel et bien derrière nous. Le cycle mondial est mature et soumis à des risques significatifs de correction à la baisse dans un contexte économique mondial toujours très compliqué. Malgré les turbulences de ces dernières semaines, les taux d'intérêt à long terme conservent une marge significative de détente. Une surexposition aux marchés obligataires semble, par conséquent, la meilleure stratégie à adopter pour le futur proche. Sauf issue extrême sur le dossier grec, l'absence de remontée des taux directeurs de la Fed suggère, par ailleurs, une remontée persistante de l'euro, jusqu'à 1,20 USD d'ici décembre.

Allocation d'actifs au 16 juin 2015 (voir détails dans la [présentation jointe](#))

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

Source: RichesFlores Research

Une révision à la baisse de nos perspectives de croissance mondiale

Le contrechoc pétrolier dont on attendait qu'il crée les conditions d'un rebond généralisé de la consommation à travers le monde n'a pas produit les effets escomptés.

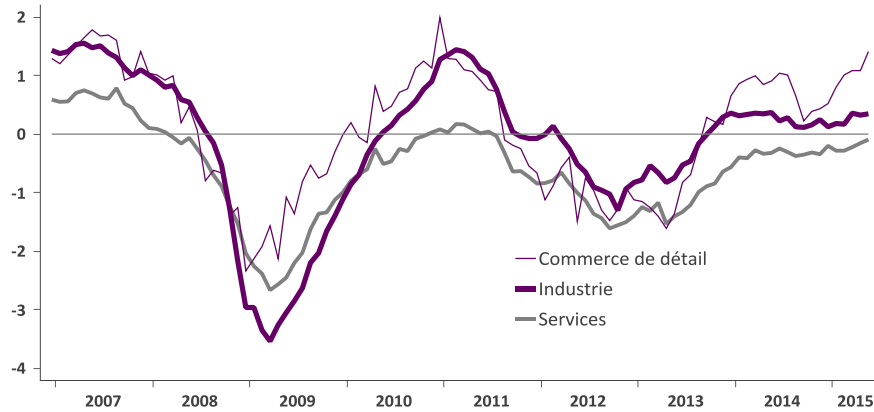
- Les consommateurs américains ont épargné une large partie des gains de pouvoir d'achat procurés par la chute de leur facture énergétique et leur consommation a largement déçu.
- Ceux du monde émergent, globalement moins exposés aux fluctuations des prix de l'énergie, ont, par ailleurs, été confrontés à la détérioration persistante de leur contexte économique.
- L'Europe est finalement la seule région au monde ayant tiré profit de la chute des cours de l'énergie. Il en est résulté une amélioration significative des tendances sur le front de la consommation profitant en premier lieu au marché automobile et progressivement aux activités de services.

Par ailleurs, l'environnement sur le front de l'investissement est resté décevant. La chute des cours du pétrole a fortement impacté les dépenses en équipement du secteur aux États-Unis tandis que l'excès de capacités productives continue à plomber l'investissement des entreprises asiatiques. Dans un tel contexte, les échanges mondiaux ont eu tendance à ralentir depuis la fin de l'année dernière, sanctionnant systématiquement les grands exportateurs mondiaux. Malgré les effets positifs de la chute de l'euro sur les marges à l'exportation, l'activité exportatrice a, en conséquence, largement déçu en Europe, les échanges intra-européens n'étant guère plus dynamiques que ceux avec le reste du monde. L'industrie a accusé le contrecoup de cet environnement, ne progressant que très modestement depuis la fin de l'année dernière, les résultats de l'industrie allemande ayant particulièrement déçu.

19 juin 2015

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

Climat de confiance dans la Zone Euro

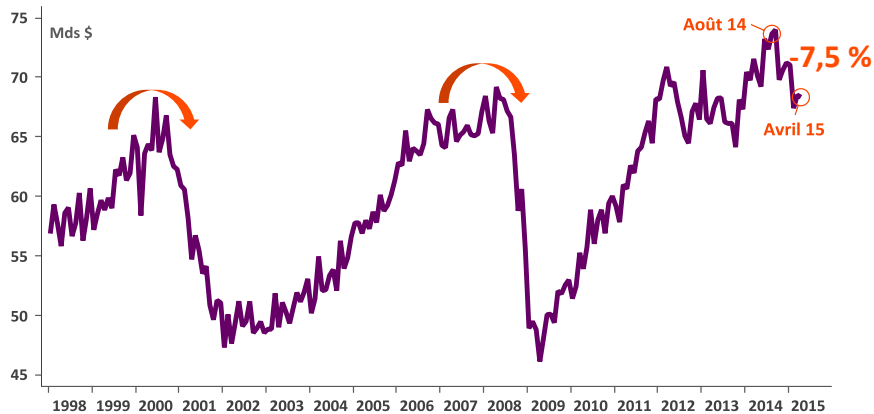


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les trimestres à venir risquent de ne pas être plus porteurs.

- Aux États-Unis, la chute de la productivité de ces derniers mois ne va guère dans le sens d'une amélioration des dépenses d'équipement. Ces dernières ont reflué de plus de 7 % depuis leur point haut d'août 2014 et pourraient rester léthargiques à en juger par la dégradation du climat de confiance et le repli du taux d'utilisation des capacités, après six mois de recul de la production.

Commandes de biens d'équipement hors défense et aviation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- En Asie, la faible croissance de l'activité industrielle, la situation de déflation latente et l'instabilité des taux de changes pèsent simultanément sur les dépenses

d'équipement dans un nombre croissant d'économie. En Chine, l'effritement de l'investissement touche désormais l'ensemble des secteurs de la vie économique, y compris ceux censés bénéficier de la transition vers une économie de services.

- En Europe, la reprise trop récente, doit encore faire ses preuves en matière d'investissement. Si les éléments domestiques semblent en place pour l'amorce d'une reprise, la détérioration de l'environnement international et la remontée des cours de l'euro sont à même d'en retarder la concrétisation.

Nos prévisions de croissance mondiale ont, au total, été révisées à la baisse pour cette année, avec une progression du PIB réel attendue à 3,2 % en moyenne (contre 3,8 % en janvier), après 3,4 % l'an dernier. De telles conditions ne sont pas propices à une normalisation rapide de l'inflation qui, selon nos estimations restera exceptionnellement faible cette année, à 2,2 % en moyenne à l'échelle mondiale. Nos perspectives de croissance nominale restent donc particulièrement faibles, avec pour 2015 le plus faible taux jamais enregistré au cours des cinquante dernières années, à peine 5,5 %.

Scénario de croissance et d'inflation - juin 2015

	2014		2015		2016	
	PIB réel	CPI	PIB réel	CPI	PIB réel	CPI
Moyenne mondiale*	3.4%	2.8%	3.2%	2.2%	3.3%	2.6%
Pays industrialisés	1.7%	1.4%	1.7%	0.3%	1.7%	1.4%
États-Unis	2.4%	1.5%	2.0%	0.1%	2.0%	1.8%
UEM, dont :	0.9%	0.4%	1.3%	0.2%	1.5%	1.0%
- Allemagne	1.6%	0.8%	1.5%	0.4%	1.5%	1.5%
- France	0.2%	0.4%	1.2%	0.2%	1.5%	1.3%
- Italie	-0.4%	0.1%	0.6%	0.7%	1.1%	0.7%
- Espagne	1.3%	1.4%	2.8%	-0.2%	2.3%	1.0%
Royaume-Uni	3.0%	1.5%	2.5%	0.2%	2.2%	1.7%
Japon	-0.1%	2.7%	1.3%	1.0%	1.0%	0.5%
BRICS	5.3%	4.4%	4.9%	4.4%	5.1%	4.1%
Chine	7.4%	2.2%	6.8%	1.1%	6.7%	2.0%
Brésil	-0.3%	6.0%	-0.5%	8.5%	0.5%	7.5%
Inde	5.2%	7.2%	6.3%	5.0%	5.8%	5.0%
Russie	0.7%	7.5%	-2.0%	15.0%	0.5%	9.0%

* Sur la base des pays ci-dessous listés, aux taux de changes de PPA de 2013 du FMI
Source : RichesFlores Research

Malgré les bons résultats de ces derniers mois, les perspectives d'amélioration de la situation économique en zone euro sont donc relativement contenues. En l'absence de relais international, la dynamique de reprise sera forcément limitée ainsi que le suggère déjà le retournement des indicateurs avancés allemands depuis le début du printemps. Si les conditions domestiques restent porteuses, le

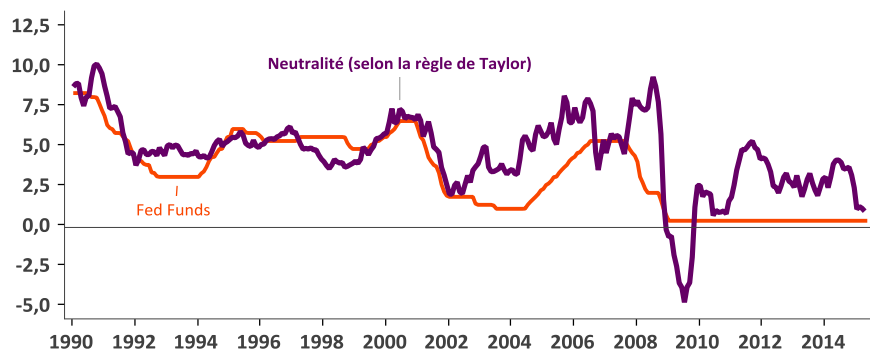
manque de soutien à l'exportation empêche d'envisager une croissance supérieure à 1,5 % en moyenne l'an prochain. L'impact de la crise de ces dernières années sera donc incontestablement long à résorber et, malgré un reflux vraisemblable du taux de chômage, l'amélioration du marché de l'emploi sera, selon toute évidence, très graduelle.

Bas niveau persistant des taux d'intérêt

Notre scénario ne laisse, au total, guère de place à une normalisation des taux d'intérêt à l'échelle mondiale.

Aux États-Unis, les distorsions régionales et sectorielles de croissance compliquent l'exercice de la politique monétaire. À ce stade du cycle, la détérioration de bon nombre d'indicateurs constitue autant d'avertissements sur la fragilité de la situation que la Fed ne pourra ignorer. Sauf à prendre le risque de provoquer une récession, la Fed ne devrait pas relever le niveau de ses taux directeurs à horizon des douze prochains mois.

La nécessité d'une remontée des taux n'a jamais été aussi faible depuis 4 ans selon la règle de Taylor



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

En zone euro, la BCE devrait conduire sa politique de quantitative easing à son terme, soit jusqu'au mois de septembre 2016. Difficile de dire à ce stade dans quelles conditions ces opérations pourront s'interrompre, ou non, à partir de cette date. La révision des anticipations sur la politique de la Fed devrait néanmoins conduire à une correction à la hausse du taux de change de l'euro qui, sauf échec

fatal des négociations avec la Grèce, devrait converger dans la zone de 1,20 USD d'ici la fin de l'année.

Au Japon, la politique monétaire a tout lieu de se poursuivre. Malgré les avancées sur le front structurel, l'absence de reprise des exportations constitue un handicap difficilement surmontable pour cette économie. Avec un retour de l'inflation dans la région de zéro, la Banque du Japon pourrait encore accroître les montants de ses achats d'actifs malgré les prises de position récentes du Ministre des Finances.

Prévisions au 16 juin 2015

	Niveau au 15/06/2015	déc-15	juin-16
Taux à 10 ans des emprunts d'Etats			
Etats-Unis	2.32%	1.8-2.0%	1.5-2.0%
Allemagne	0.82%	0.4-0.8%	0.4-0.8%
France	1.27%	0.8-1.2%	0.8-1.2%
Italie	2.32%	1.7-2.1%	1.6-2.0%
Espagne	2.36%	1.7-2.1%	1.6-2.0%
Royaume-Uni	2.02%	1.5-1.9%	1.5-2.0%
Japon	0.48%	0.2-0.4%	0.2-0.4%
Taux directeurs			
FED	0-0.25%	0-0.25%	0-0.50%
BCE	0.05%	0.05%	0.05%
BOE	0.50%	0.50%	0.5-1.0%
BOJ	0-0.1%	0-0.1%	0-0.1%
Taux de changes			
...\$/ EUR	1.12	1.15-1.20	1.18-1.22
...JPY/\$	123	120-125	125-130
...GBP/EUR	0.72	0.70-0.73	0.75-0.78
Pétrole (brent)			
\$/b	63	60-65	60-70

Source : RichesFlores Research

Enfin, dans les pays émergents, la surévaluation des monnaies présidera vraisemblablement aux décisions de politique monétaire de nombreux pays d'Asie. Le risque d'une dépréciation du yuan semble élevé au regard des difficultés persistantes du pays. Une telle hypothèse signifierait un nouveau round

d'assouplissement monétaire au niveau régional sur fond de ce qui pourrait rapidement prendre l'allure d'une guerre des changes.

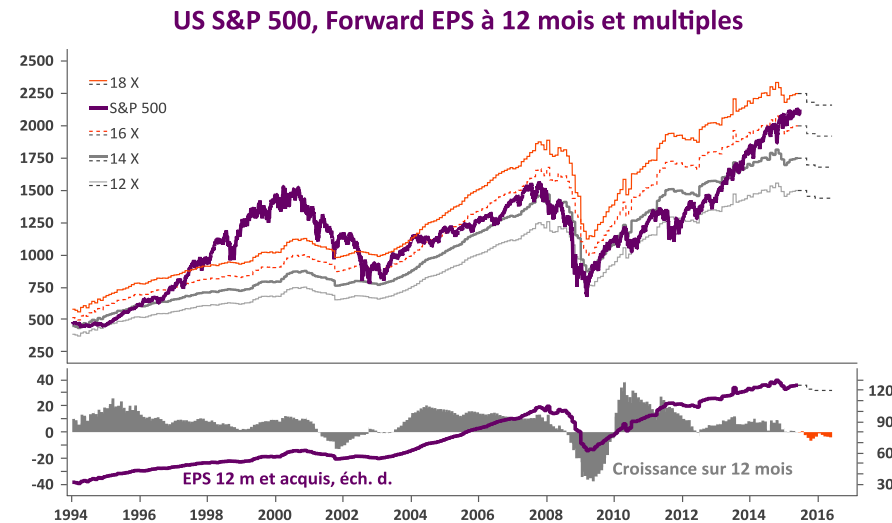
Malgré la volatilité de ces dernières semaines, notre scénario de taux d'intérêt est peu modifié, privilégiant un repli généralisé des taux à long terme dans la plupart des pays industrialisés sous les effets combinés d'une stabilisation des taux d'intérêt réels implicites autour de leurs niveaux présents et d'une légère décreue des anticipations d'inflation. Les taux à 10 ans américains devraient ainsi refluer sous la zone de 2 % et les taux allemands rester inférieurs à 80 points de base, sans revenir toutefois vers les points extrêmes du mois de mars.

Le meilleur des marchés d'actions est derrière nous

L'ensemble de ces éléments nous conduit à privilégier les obligations dans notre allocation d'actifs, y compris, sous réserve d'une résolution du dossier grec, les obligations des pays du sud de la zone euro.

Les marchés d'actions nous semblent, en revanche, concentrer les risques de déconvenues :

- aux États-Unis, alors que l'avancée du cycle risque de conduire à des révisions en cascade des attentes de bénéfices,



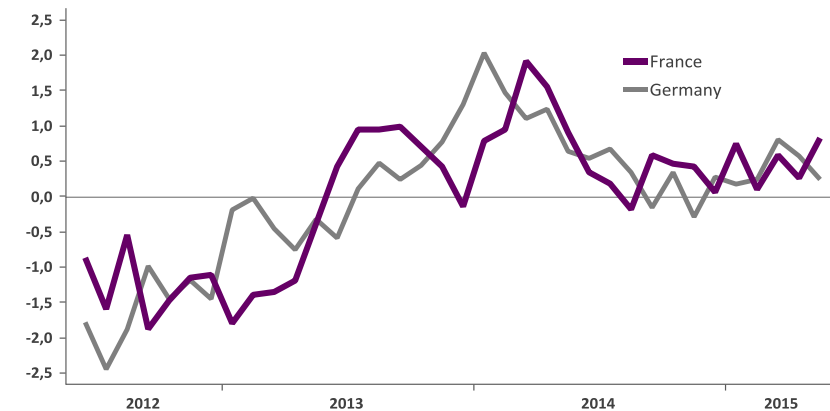
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- en zone euro où les déceptions allemandes suggèrent une correction supplémentaire de 10 % de l'indice Dax,
- au Japon, où, en l'absence de possibilité de faire dévisser le yen, les marges des entreprises ne seront pas à la hauteur des espoirs aujourd'hui en place,
- dans les pays émergents, enfin, où la menace d'éclatement de la bulle chinoise suffit à se mettre à l'écart du risque de propagation qu'il représente.

Nous privilégions par conséquent une sous-pondération marquée sur l'ensemble des marchés d'actions avec, toutefois, une préférence pour les marchés américain et français par rapport au marché allemand, fruit :

- dans le premier cas de l'absence de hausse des taux de la Fed et du repli du dollar,
- dans le second de momentum divergents redevenus plus favorables à la France depuis le début du printemps.

PMI manufacturier normalisés



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. **Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).**

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