RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

L'HUMEUR DU VENDREDI

Regain de réalisme sur les marchés financiers, il est encore temps de vendre !

V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

21 août 2015

Ne cherchons pas dans les développements économiques récents les raisons de la correction des marchés. La situation économique n'a guère changé ces derniers temps, elle est seulement restée médiocre, à l'instar de ce qu'elle est depuis près de trois ans maintenant, caractérisée par cinq faiblesses persistantes jusqu'alors superbement ignorées par les marchés :

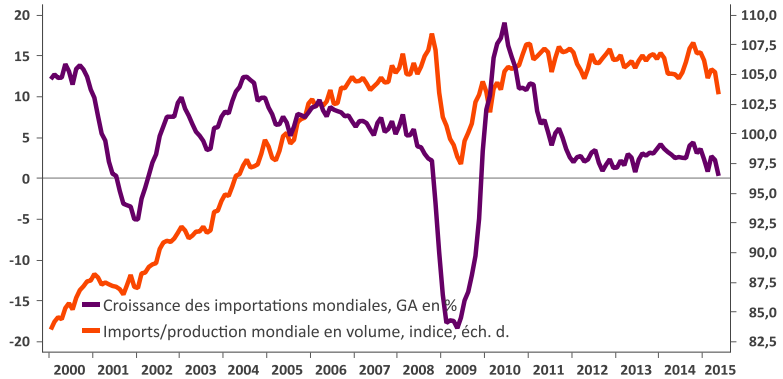
1. L'absence de gains de productivité suffisants pour assurer une reprise de l'investissement nécessaire au prolongement du cycle en cours.

2. L'absence d'impulsion du monde émergent sur lequel reposaient les principaux espoirs de croissance future à l'échelle internationale.

3. Des excès de capacités de production industrielles disséminés à travers le monde émergent et développé ayant pour conséquence la persistance de pressions déflationnistes et l'effondrement des cours des matières premières.

4. Le repli du contenu en importations de la croissance mondiale allant de pair avec une disparition de la courroie de transmission internationale qu'a constitué par le passé la dynamique des échanges commerciaux sans le soutien desquels les tentatives de reprise ne parviennent à se transformer en croissance auto-entretenue et équilibrée.

Importations et contenu en importations de la production mondiale



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

5. Enfin, l'explosion des dettes et la formation de bulles en tout genre, fruits de politiques économiques unijambistes ne reposant que sur la seule action de politiques monétaires, *de facto*, poussées à la démesure.

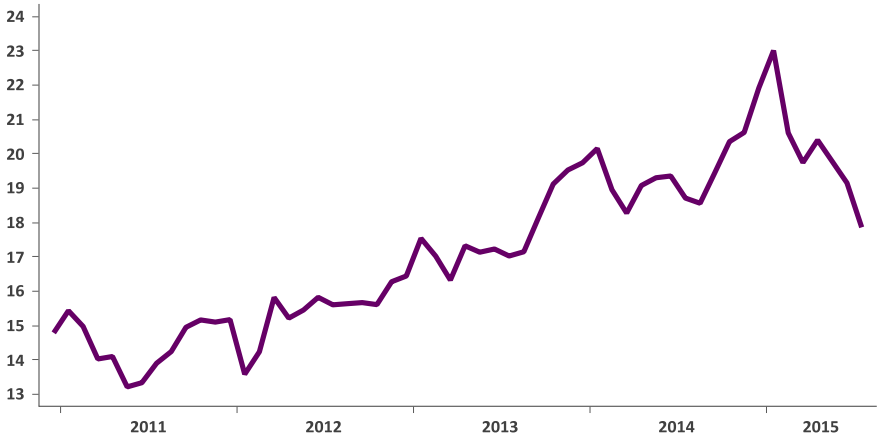
Nul besoin que la situation ne s'aggrave pour finir par forcer à se rendre à l'évidence : l'histoire escomptée par les marchés de capitaux ces dernières années n'est pas celle que pourra délivrer l'économie mondiale à horizon prévisible. Encore fallait-il les catalyseurs de cette prise de conscience pour que la correction s'enclenche, c'est bien ce rôle qu'ont successivement joué l'annonce de la dévaluation du yuan et la volte-face de la Fed apparue à travers les minutes de son dernier comité. Revenons sur la signification de chacun de ces deux éléments déclencheurs de la panique présente.

Qui croît encore aux chiffres officiels de la croissance chinoise ?

La nouvelle d'une économie chinoise en difficultés n'en est pas une. Voilà trois ans, au moins, que l'économie chinoise vivote au rythme des impulsions de politique économique puis, plus récemment, de celui de la spéculation financière. Les pertes de compétitivité, les excès de capacités, la faiblesse de l'investissement, les pressions déflationnistes, la crise immobilière… chacune de ces faiblesses était bien connue. Malgré tout, la robustesse de la consommation parvenait à entretenir l'espoir d'une transition effective du régime vers un modèle de croissance plus endogène, *in fine* porteur pour le reste du monde. Ainsi, si les ventes de biens d'équipement vers la Chine en progressaient plus, celles du secteur automobile continuaient à avoir le vent en poupe, tirant dans leur sillage les résultats de bon nombre d'entreprises à travers le monde. Bien que sans conviction, la plupart des observateurs se contentaient dès lors du garde-fou que constituaient les chiffres officiels d'une croissance de 7 % l'an nécessaires pour entretenir l'illusion d'une économie sur la voie effective d'une croissance plus domestique…

La détérioration du contexte des consommateurs à partir du printemps et la chute des ventes de voitures qui s'en est suivie puis le recours à la dévaluation du yuan début août ont donc sonné comme un brutal rappel à l'ordre (voir à ce sujet *« Dévaluation du yuan, un sérieux rappel à l'ordre »*. Non seulement la Chine perdait l'un des rares attraits qu'elle avait pu préserver ces derniers temps, sa consommation, mais opérait un changement brutal de stratégie. Après avoir supprimé les subventions à l'exportation et laissé s'apprécier sa devise dans des proportions que seule une confiance démesurée dans sa stratégie de transition domestique pouvait expliquer, la dévaluation surprise du yuan sonnait comme l'évidence d'un échec de cette dernière se soldant par la tentative d'un retour en force des exportateurs chinois sur un marché mondial déjà saturé par une extrême concurrence.

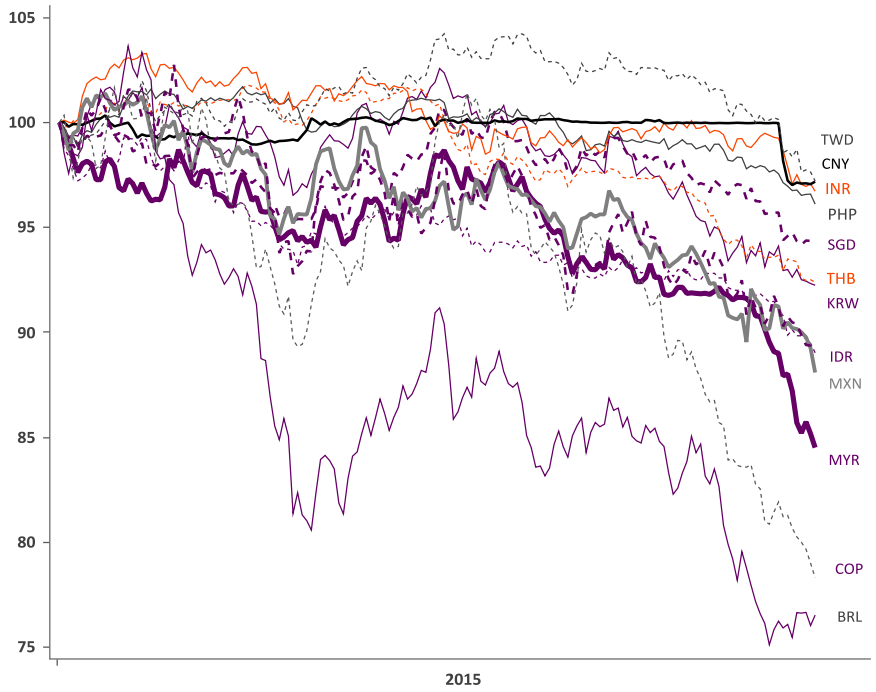
Immatriculations automobiles en Chine, Mls d'unité ann.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

On comprend, outre les risques de perturbations croissantes sur les marchés des changes internationaux représenté par la dévaluation du yuan, la portée de ce changement de stratégie, symbolique d'une remise en cause en profondeur des anticipations qui prédominaient jusqu'alors sur les développements à venir de l'économie chinoise.

Taux de changes vis-à-vis du $, 01/01/2015=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le scénario virtuel chassé par l'impossible normalisation de la politique de la Fed

L'épisode chinois aurait sans doute été digéré avec moins de dommages si la Fed avait pu conserver le scénario privilégié par les marchés d'une normalisation de sa politique. C'est bien du côté de la Fed que se trouve, en effet, le catalyseur le plus puissant des crispations actuelles. Jusqu'alors perçu comme une bonne nouvelle, le nouveau décalage dans le temps de la remontée des taux directeurs de la Reserve Fédérale américaine semble avoir pris toute sa signification avec la publication cette semaine des minutes du dernier FOMC de fin juillet.

De fait, la partie n'a probablement que trop duré et, après s'être engagée comme elle l'a fait ces derniers mois en faveur d'une hausse de ses taux directeurs avant la fin de l'année, la dernière volte-face de Janet Yellen est loin d'avoir rassuré. Non seulement parce que la Fed avoue implicitement qu'elle ne sait pas grand-chose au sujet de la situation économique du pays qu'elle dirige, mais parce que le

calendrier avance, lui. En l'absence de hausse des taux cette année, c'est sur l'an prochain que reposera cet exercice. Or, le cycle économique pourrait continuer à s'essouffler d'ici là tandis que la Fed n'est pas coutumière de changements importants de sa politique en période pré-électorale. Plus que le seul fait de repousser dans le temps l'échéance d'une hausse de ses taux directeurs, c'est la possibilité d'une absence définitive de normalisation qu'ont éveillé ces minutes, un scénario que nul ne peut voir d'un bon œil, ceci pour au moins trois raisons :

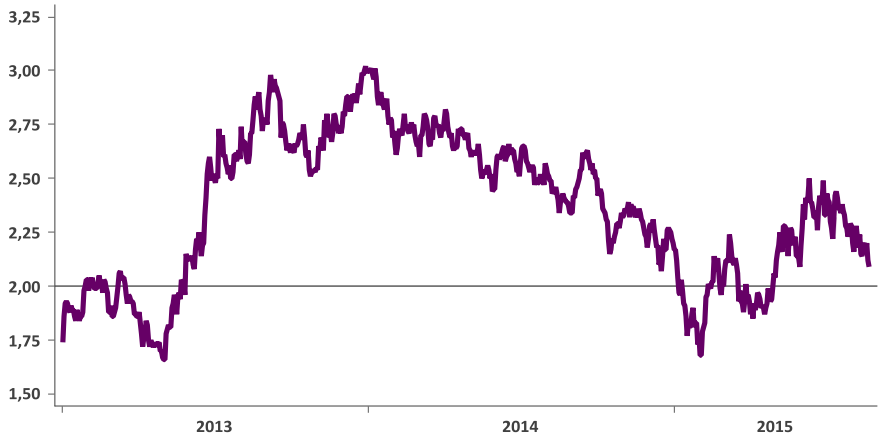
1. L'abandon de la politique de taux zéro est nécessaire pour valider l'efficacité de la politique mise en place par la Fed depuis la crise de 2008 ; l'impossibilité de passer ce cap marque, au contraire, l'échec des pratiques non-conventionnelles jusqu'alors présentées comme transitoires pour faire face à une situation exceptionnelle dont elles viendraient à bout.

2. De là à considérer que la situation américaine prenne le chemin du Japon, il n'y a qu'un pas que l'avancée du cycle incite forcément à considérer : quelles seraient, en effet, les marges de manœuvre de la politique monétaire en cas de panne de croissance, ou au cours de la prochaine récession ? La Fed pourrait-elle se passer d'un nouveau recours à un nouveau programme de quantitative easing ? L'idée d'une économie américaine condamnée à une politique à la japonaise n'est assurément pas en phase avec l'optimisme prévalant traditionnellement sur les États-Unis.

3. Enfin, si la Fed ne peut mettre un terme à sa politique non-conventionnelle, quel pays pourra prétendre être mieux loti pour s'en débarrasser ? Au-delà de l'action ou de l'inaction de la Fed, se pose la question cruciale de l'aboutissement des promesses politiques des plus grandes banques centrales à l'échelle mondiale.

On comprend à quel point, la nouvelle d'un nouveau report de la normalisation des taux directeurs américains est de mauvais augure.

Taux des emprunts d'État américains à 10 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Il n'est pas trop tard pour vendre

La correction des marchés est donc loin de pouvoir être considérée comme un épiphénomène susceptible d'offrir de nouvelles opportunités d'investissement. Nous continuons à la voir comme un regain de réalisme après une trop longue période durant laquelle les valorisations ne trouvaient leur justification que dans la projection d'un monde virtuel que les développements récents forcent aujourd'hui à reconsidérer. En l'absence de marges de manœuvre des politiques économiques et sauf embellie -peu probable- de la situation économique mondiale à brève échéance, la correction en cours a toutes les chances de signer l'amorce d'un processus durable d'ajustement vers des valorisations plus en phase avec la réalité économique du moment. Notre scénario et nos recommandations d'investissement du mois de juin, restent donc de mise (voir le document complet ci-après *« Game Over »* et son actualisation de début août dans *« Game Over – Acte I »*).

Il n'est ainsi pas trop tard pour se délester des actifs les plus exposés et racheter des obligations d'État, les métaux précieux et l'euro.

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