

Le CAC 40 à 4 000 ou 5 500 dans douze mois ?

La différence est de taille : 37 % ! C'est pourtant bien en ces termes que se pose le débat.

Autrement dit :

- soit la chute des marchés des quinze derniers jours est effectivement une réaction à la dévaluation chinoise ; il s'agirait dans ce cas d'une évidente sur-réaction à même d'être rapidement corrigée, sans conséquence durable sur le degré d'aversion au risque et encourageant les investisseurs à se repositionner dans l'optique d'un cycle haussier de long terme. C'est le scénario d'un CAC 40 à potentiellement 5 500 points dans 12 mois, à peine supérieur de 4 % au plus haut de cette année et dorénavant permis par l'amélioration des perspectives de croissance française.

- soit la réaction à la dévaluation chinoise n'est qu'un prétexte dans un contexte de marchés surachetés et dorénavant baissiers, auquel cas les catalyseurs de nouvelles baisses à venir se multiplieront inexorablement, entrecoupés de tentatives de rattrapage, insuffisantes toutefois pour enrayer le mouvement correctif en place. C'est le scénario d'un CAC 40 à 4 000 points, voire en-deçà, cohérent avec celui d'un S&P 500 aux environs de 1 700 points contre près de 2 000 aujourd'hui.

La probabilité que les marchés soient ballottés entre ces deux extrêmes avant de trouver leur voie est assez forte. Comment envisager que ces deux scénarios finissent par se départager ?

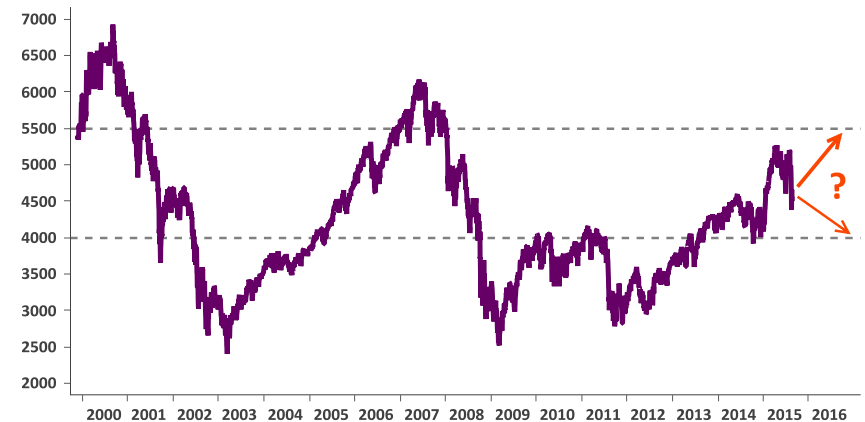


V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

28 août 2015

Indice CAC 40

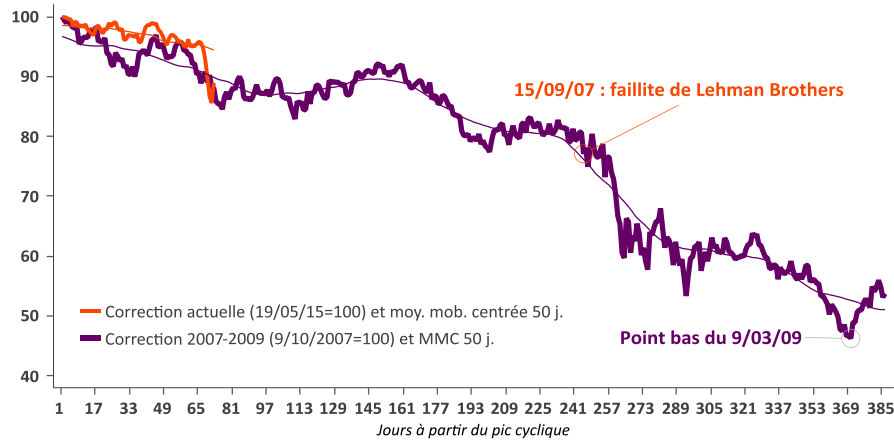


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le rebond en cours, une respiration, pas un signal

Les corrections les plus importantes des marchés financiers ne se font jamais d'une traite. À la veille du week-end du 15 septembre 2008 durant lequel les autorités américaines signèrent la faillite de Lehman Brothers, l'indice Dow Jones américain avait déjà cédé 20 % de sa valeur par rapport à son plus haut de cycle du 9 octobre 2007. Presqu'une année s'était donc écoulée depuis les premiers signaux de retournement du marché d'octobre-novembre 2007, durant laquelle le déclin du marché s'était articulé autour de trois vagues successives et autant de tentatives de rebond sans succès.

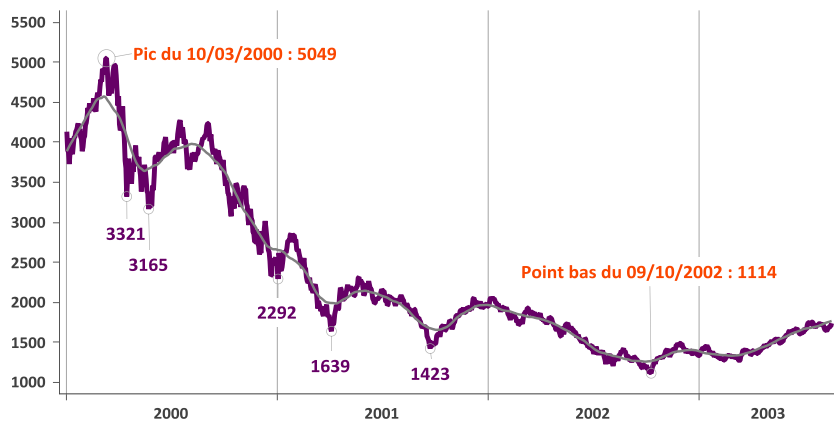
Correction 2007-2009 du Dow Jones



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'éclatement de la bulle du Nasdaq s'est également fait par étapes successives, avec, dans ce cas, des tentatives de reprise de 20 % au minimum chacune et de près de 45 % pour la dernière, sans que l'indice parvienne, pour autant, à retrouver une tendance durablement positive avant d'avoir touché son point bas, en octobre 2002, à un niveau inférieur de 80 % à son pic de mars 2000.

Processus d'ajustement du Nasdaq entre le pic et le creux de l'indice

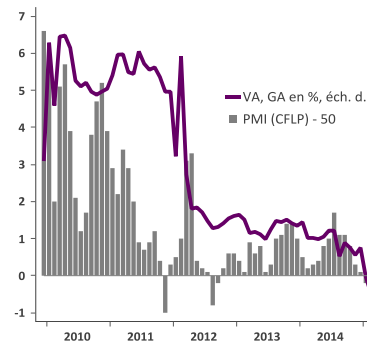


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

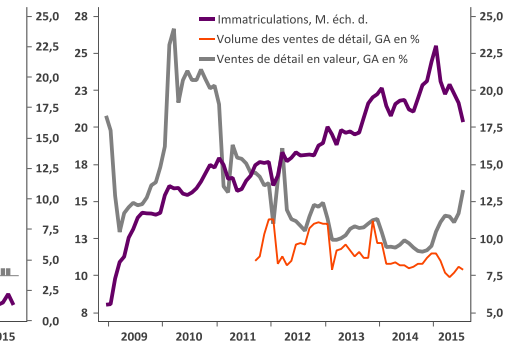
Le rebond qui s'est enclenché ces deux derniers jours ne constitue donc ni une anomalie, dans le cas d'un cycle de baisse durable, ni la preuve que la correction est derrière nous. Il ne peut, à ce stade, être interprété que comme une phase de digestion après un ajustement déjà très significatif au regard des multiples doutes en présence sur :

1 - La réalité de la situation chinoise et les conséquences de l'éclatement de la bulle du marché de Shanghai pour l'économie du pays, pour l'heure encore floues. À ce stade, les indicateurs n'ont pas donné de signes considérablement plus inquiétants que ceux qui prévalaient ces derniers mois, à l'exception des ventes automobiles et, curieusement à en juger par la forte progression des données en valeur, de médiocres tendances sur le front du commerce de détail en volume...

Valeur ajoutée à prix constants* et PMI en Chine



Croissance annuelle des ventes au détail et immatriculations automobiles en Chine

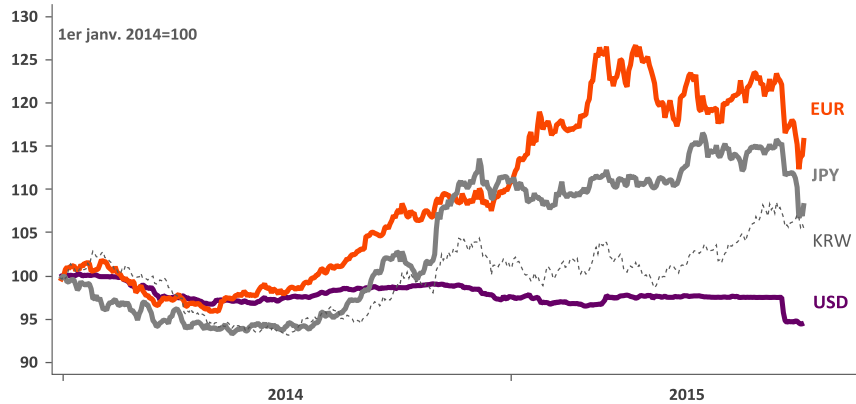


La tendance des exportations, susceptible d'avoir provoqué la décision de dévaluer le yuan le 11 août, n'est pas non plus nettement plus alarmante qu'au cours des trois dernières années durant lesquelles le commerce extérieur de produits manufacturés chinois a quasiment stagné.

Au total, si la situation fondamentale de l'économie chinoise est, à ne pas douter, très détériorée, l'évidence d'une accentuation imminente des risques que cette économie ferait encourir au reste du monde reste à prouver.

2- Les conséquences de la dévaluation du yuan, également assez largement incertaines, le mouvement étant pour l'instant relativement modeste au regard des fluctuations intenses des marchés des changes internationaux de ces dernières années, malgré la correction d'un tiers de l'appréciation du yuan contre l'euro par rapport au chemin parcouru depuis l'été 2014.

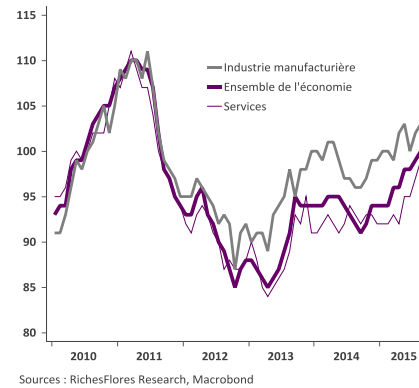
Taux de change du yuan contre les principales devises concurrentes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

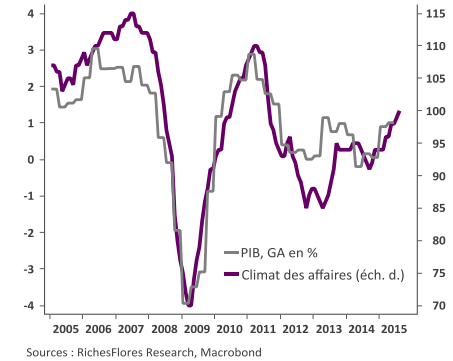
3- **Les perspectives de croissance du monde développé** qui, pour l'instant, ne sont guère différentes de celles qui prévalaient avant la chute des marchés. Aux États-Unis, la révision à la hausse des chiffres de croissance du deuxième trimestre (à 3,7% au lieu de 2,3% en première estimation) et le raffermissement des commandes de biens durables sont de bonnes nouvelles quand, en zone euro les perspectives d'amélioration conjoncturelle ne sont pas démenties et plutôt soutenues par les effets positifs escomptés de la nouvelle baisse des cours du pétrole. À ce titre, les résultats des enquêtes mensuelles de l'INSEE sont incontestablement bienvenus après la publication d'une croissance zéro au deuxième trimestre et le repli des PMI en début de mois ; conformément à l'analyse que nous faisons en début d'été (voir à ce sujet « [Économie française, Piano ma sano !](#) »), l'économie française s'extirpe peu à peu du marécage dans lequel elle était enlisée depuis l'hiver 2011.

Climat des affaires par secteur selon l'INSEE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice INSEE du climat des affaires et croissance du PIB



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

4- **Enfin, les banquiers centraux pourraient ne pas avoir dit leur dernier mot.** Alors qu'il est assez clair que la Fed redoublera de prudence dans le contexte présent, la BCE a jugé utile de communiquer sur l'éventualité d'une extension de son quantitative easing si nécessaire, de quoi assurément avoir un effet, au moins temporairement positif sur la confiance.

Les arguments plaidant en faveur d'une récupération des indices à brève échéance sont donc assez nombreux et ne disparaîtront pas tous d'un jour à l'autre. D'où viendront donc les signaux susceptibles de permettre d'anticiper la tendance de fond des marchés ?

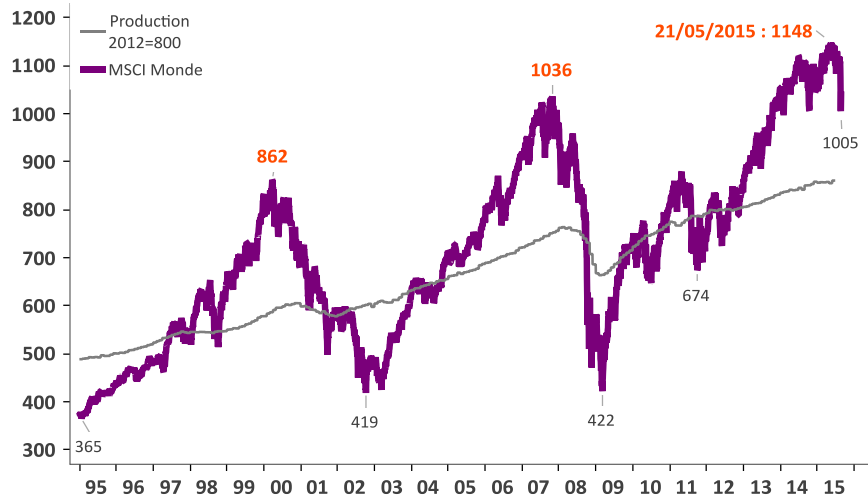
L'inaccessible retour vers les plus hauts de marché

C'est sans doute du comportement même des marchés que nous viendront les informations les plus fiables : l'évolution de la volatilité durant la phase de rebond ; la rapidité avec laquelle se poursuivra la baisse de l'indice de Shanghai, dont nous anticipons un repli aux environs de 2 000 points au terme de sa correction ; la résistance de l'indice Nikkei ; la capacité de rebond du DAX, enfin et surtout, le point d'arrivée du rattrapage en cours sont autant d'indicateurs susceptibles de venir valider ou, au contraire, invalider notre scénario de fin de cycle boursier mondial.

Après avoir baissé de 12,5% depuis son point haut du 21 mai, l'indice MSCI Monde pourrait renouer avec des niveaux à peine inférieurs à ceux-ci dans un scénario optimiste de court terme. Tant que le pic de juillet 2014 ne sera pas dépassé, il restera toutefois difficile de remettre en cause le scénario baissier de moyen terme

qui est le nôtre. Or, de nombreux facteurs sont susceptibles de constituer une limite au franchissement de ces niveaux.

MSCI Monde et production industrielle



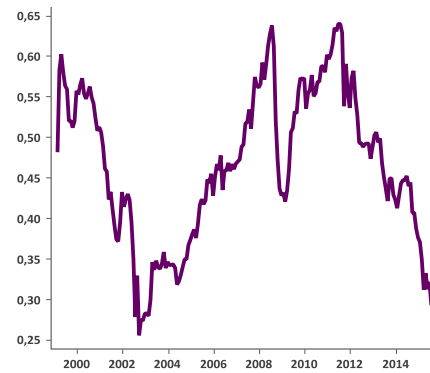
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'économie mondiale n'ira pas bien loin sans le monde émergent

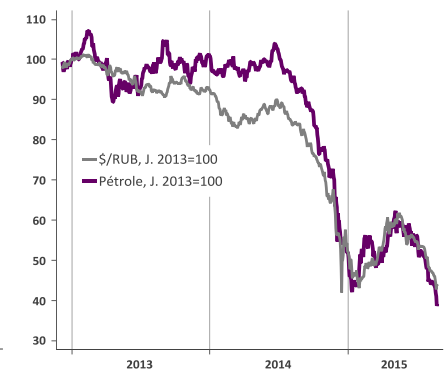
La situation du monde émergent, dans un contexte de baisse additionnelle des prix des matières premières, pose assurément question. Déjà soumis à d'intenses difficultés depuis l'hiver dernier, les pays exportateurs de matières premières risquent pour la plupart d'être profondément fragilisés par le nouveau repli généralisé des cours de ces dernières semaines et de voir leur situation largement empirer au cours des prochains mois. On notera, à ce titre, que la Chine qui a amplement développé son secteur minier ces dix dernières années n'est pas immunisée contre ces effets négatifs, c'est peut-être là, d'ailleurs, que se trouve aujourd'hui le point de fragilité immédiate le plus sensible de l'économie chinoise, à en juger par la chute importante des profits du secteur révélée ce matin.

Plus généralement, l'effondrement des recettes à l'exportation de produits de base a engendré des situations d'extrême instabilité des devises, source tout à la fois de tensions sur les taux d'intérêt, d'inflation importée et le plus souvent de récessions, dont souffrent aujourd'hui une proportion croissante de pays en développement.

Taux de change du real brésilien contre dollar Cours du pétrole et taux de change du rouble



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



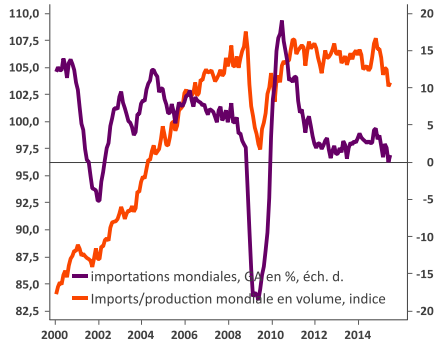
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les retombées de cette situation sont de plus en plus notables sur les rouages internationaux, avec notamment pour effet de peser sur la dynamique du commerce mondial.

Ainsi, à l'instar de ce que nous avons souligné comme un risque majeur à la même période de l'an dernier, la tendance à la démondialisation s'est singulièrement accélérée ces derniers temps, au fur et à mesure de la chute du taux de croissance de la demande mondiale, aujourd'hui retombé à zéro. Largement alimenté par l'anémie de croissance des pays émergents dernièrement, ce mouvement a fait refluer le contenu en importations de la production mondiale de près de 5 % depuis l'automne dernier, un repli sans équivalent depuis la récession de 2008, aux conséquences largement pénalisantes pour l'économie mondiale, notamment les plus grands exportateurs.

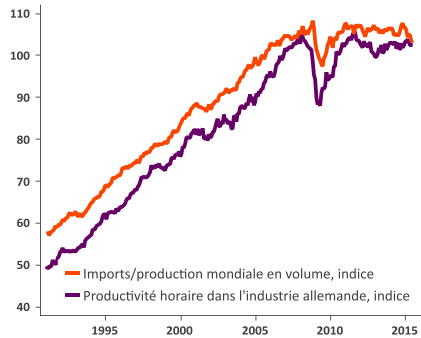
À titre d'illustration, le graphique de droite ci-dessous rappelle à quel point la productivité de l'industrie allemande est corrélée à l'intensité des échanges internationaux et donne la mesure de l'enjeu que représente ce changement structurel pour l'Allemagne et bien d'autres bénéficiaires de la montée en puissance des échanges mondiaux qui a marqué les années quatre-vingt-dix et deux mille.

Importations en volume et contenu en importations de la production mondiale



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Contenu en importations de la production mondiale et productivité allemande



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

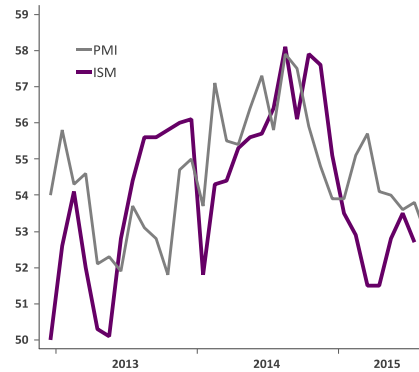
Difficile d'imaginer que les entreprises allemandes ressortent indemnes d'une telle configuration et puissent satisfaire une valorisation bien supérieure à ce que vaut le marché après la correction de ces derniers mois. Bien que la forte baisse du Dax que nous avons anticipée depuis le printemps soit maintenant derrière nous, il est ainsi probablement trop tôt pour envisager un rattrapage substantiel et durable de l'indice allemand, s'agissant notamment de ses secteurs les plus exposés à la demande internationale, industriels en particulier.

Une réalité de l'économie américaine moins favorable que celle généralement perçue

Malgré les bonnes nouvelles récentes sur la situation américaine, sa capacité à rebondir est assez largement écornée à en juger par la tournure du climat des affaires dans l'industrie manufacturière et les difficultés des PME à retrouver un niveau de confiance conforme à celui des cycles passés.

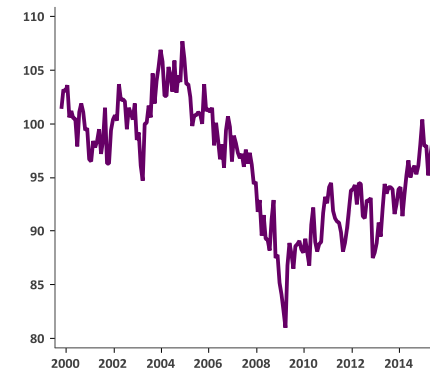
Par ailleurs, dans le contexte de faible inflation persistante qui se profile après la chute des prix du pétrole, l'accélération des salaires qui serait nécessaire pour redonner aux ménages plus de latitude sur leurs dépenses risque fort de ne pas être au rendez-vous. Une situation d'autant plus susceptible de peser sur la croissance de la consommation privée que les effets richesse financiers sont dorénavant négatifs.

ISM et PMI manufacturiers aux États-Unis



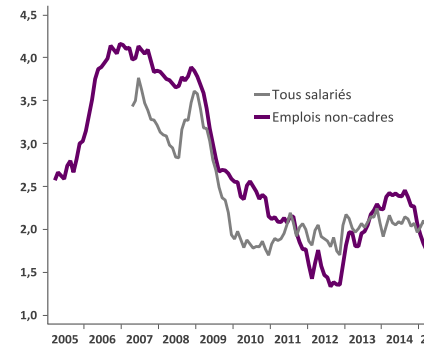
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Climat des affaires dans les PME (NFIB)



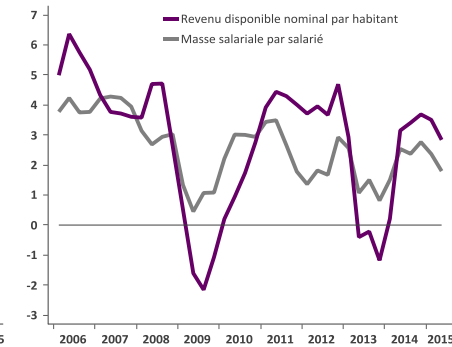
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance annuelle des salaires horaires aux États-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance nominale du revenu disponible et de la masse salariale par tête, GA en %



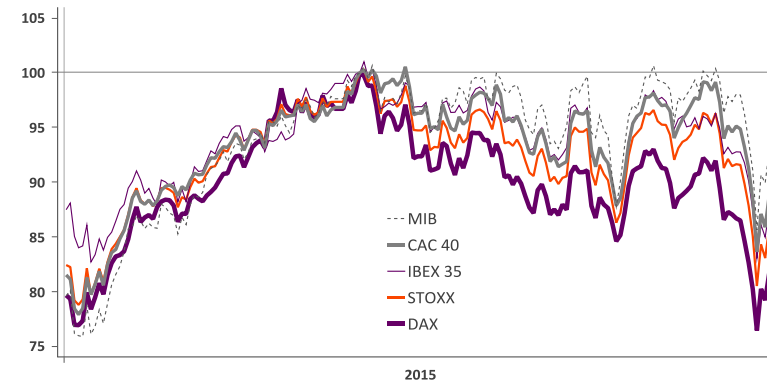
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les tergiversations de la Fed ne sont donc probablement pas terminées. Cette situation, nous l'avons vu ces dernières semaines, est à double tranchant du point de vue des marchés, une normalisation des taux étant indispensable pour valider l'efficacité de la politique menée depuis la crise de 2008 et justifier, par là-même, les valorisations en présence.

CAC 40 à 4 000 ou 5 500, la réponse sera dans l'issue du rebond technique en cours

L'embellie des indices mondiaux et européens est, on l'aura compris, à prendre avec du recul. Susceptible d'être spectaculaire, notamment dans le cas français pour lequel le consensus sur la croissance a le vent en poupe, sans toutefois permettre de retrouver les plus hauts enregistrés cette année sur le CAC. Il s'agirait alors d'une consolidation technique préparant le terrain pour une correction de plus grande ampleur vers des niveaux potentiellement inférieurs aux plus bas franchis ces derniers jours (4 383 pour l'indice CAC 40 le 24 août) ; une configuration que nous continuons à privilégier malgré les signes patents d'amélioration de la situation économique domestique.

Indices européens, point haut du DAX (10/04/15)=100



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