2 septembre 2013

CONJONCTURE

L'essentiel de la rentrée

Après une période estivale globalement calme, la rentrée se présente sous un jour beaucoup plus instable pour les marchés financiers. Les incertitudes relatives à un changement possible de la politique de la Fed se sont intensifiées dans le sillage de statistiques américaines décevantes et de la crise des devises des pays émergents, quand s'ajoutent maintenant à la nervosité ambiante, les craintes d'une possible intervention armée en Syrie. Nous passons ici en revue les principaux sujets d'importance pour cette rentrée.

- **Risque de frappes aériennes en Syrie.** L'éventualité d'une intervention imminente a reculé durant le week-end avec la décision du Président Obama de porter le débat devant le Congrès américain, dont les travaux ne reprendront pas avant 9 septembre. Le sujet, vu son importance, ne quittera pas pour autant le devant de la scène internationale. Pétrole, croissance, devises, taux… Nous revenons sur les risques économiques et financiers associés, à ce stade, à une éventuelle intervention.

- **Pays émergents : situation de plus en plus critique.** Les mesures d'urgence adoptées par les pays en crise peuvent calmer les tensions un temps. Elles ne constituent pas, néanmoins, des réponses durables aux problèmes rencontrés par les pays en déséquilibre. Le risque de change est particulièrement élevé au Brésil, où l'appréciation de 100 % du taux de change réel en 10 ans, est un handicap aujourd'hui insupportable. La Chine, protégée des turbulences actuelles, n'est pas à l'abri des conséquences défavorables, à terme, de cette crise sur ses exportations.

- **Etats-Unis : un ensemble bien fragile pour envisager un « exit ».** Frilosité des consommateurs, retournement immobilier, manque de visibilité du côté des entreprises… L'ensemble semble bien fragile à la veille de nouvelles tractations budgétaires, de la mise en place de la réforme de la santé et d'une possible intervention en Syrie, pour ne pas influencer la décision de la Fed. Nous continuons à privilégier la voie de la temporisation lors du prochain FOMC des 17 et 18 septembre.

- **Zone euro : place aux bonnes nouvelles, pour un temps.** L'amélioration de la situation conjoncturelle prend le pas sur les inquiétudes structurelles. Sous l'impulsion domestique, 2013 est bien partie pour donner des résultats meilleurs qu'attendu. L'absence de relais international pose cependant question. Sans reprise de la demande mondiale, la croissance de la zone euro s'essoufflera rapidement.

Risque d'intervention armée en Syrie

Remise à plat des scénarii en cas de confirmation de frappe aérienne.

Quelles que soient la justesse des prévisions passées, celles-ci seront remises à plat, au moins temporairement, en cas de confirmation d'une intervention armée en Syrie. Les développements de la journée de mercredi dernier donnent une idée de ce que pourrait provoquer une telle évolution de la situation, mais ne nous leurrons pas, les conséquences d'une intervention sont largement du domaine de l'imprévisible. Ci-dessous, ce que l'on peut dire à ce stade.

Pétrole, de loin, le risque économique et financier le plus important.

A l'instar des réactions de la semaine dernière, les marchés ne réagissent pas au manque à gagner de la production syrienne, insignifiante et déjà à l'arrêt, mais au risque de diffusion régionale du conflit (Iran, Irak), à ceux liés à l'acheminement du pétrole (Détroit d'Ormuz, Canal de Suez) et aux conditions relativement tendues sur le front de l'offre des pays de l'OPEP. Une envolée des cours est donc certaine en cas de confirmation de frappes aériennes, l**e niveau de 120-125 sur le Brent étant le « ticket d'entrée » susceptible d'être enfoncé à la moindre complication ou riposte des pays belligérants.**

L'effet économique et financier associé à une remontée des cours du pétrole, étant avant tout fonction de l'ampleur et de la durée de la hausse, il est, à ce stade, impossible de prévoir ce que pourrait être l'impact d'un conflit. A titre indicatif, la facture pétrolière mondiale est aujourd'hui de l'ordre 5,2 % du PIB pour un prix mondial moyen de 105 USD en juillet. En d'autres termes, une hausse de 20 dollars des cours équivaudrait à une ponction d'un point de PIB mondial. **Il ne fait aucun doute, au vu de la fragilité économique présente, qu'un mouvement de cette ampleur, un tant soit peu durable, aurait des conséquences significatives sur l'activité internationale.** La capacité des consommateurs à absorber un renchérissement de l'énergie est quasiment inexistante en Europe et aux États-Unis. La situation pourrait être plus préoccupante encore pour les pays émergents importateurs de pétrole qui sont pour la plupart en pleine crise de changes (cf. infra).

Les anticipations sur la Fed à même de reconsidérées.

La recherche de protection en cas de conflit armé a été par le passé presque systématiquement favorable au dollar et aux marchés américains –obligataire et boursier. La situation présente pourrait toutefois constituer un schéma assez différent. **Alors que les marchés attendent de la Fed l'annonce d'une réduction de ses achats d'actifs le 18 septembre, la qualité de valeur refuge des actifs américains est mise à mal**. Ainsi, malgré la panique d'une intervention imminente mercredi dernier, les taux longs américains n'ont quasiment pas baissé et le dollar a tout juste frémi. Ces distorsions pourraient inciter à la recherche de nouveaux refuges en dehors Etats-Unis : principalement l'or, mais également les Gilts, JGB et le Yen.

Le scénario le plus probable, en cas de confirmation d'une intervention armée, est toutefois celui d'un report des anticipations relatives à une réduction des interventions de la Fed. Il faudra toutefois vraisemblablement attendre les conclusions du prochain FOMC, le 18 septembre, pour cela.

Cours spots du pétrole brut, USD/baril

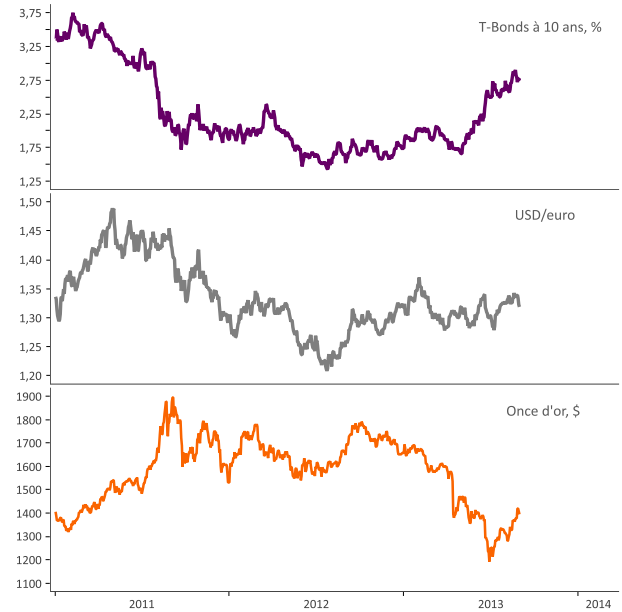
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Facture pétrolière mondiale

Sur la base de la consommation mondiale et des cours moyens des Brent, Dubai et WTI

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'or, premier refuge



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Pays émergents : situation de plus en plus critique

Les bas niveaux de 2008 cassés pour la plupart des devises des pays émergents en déséquilibre.

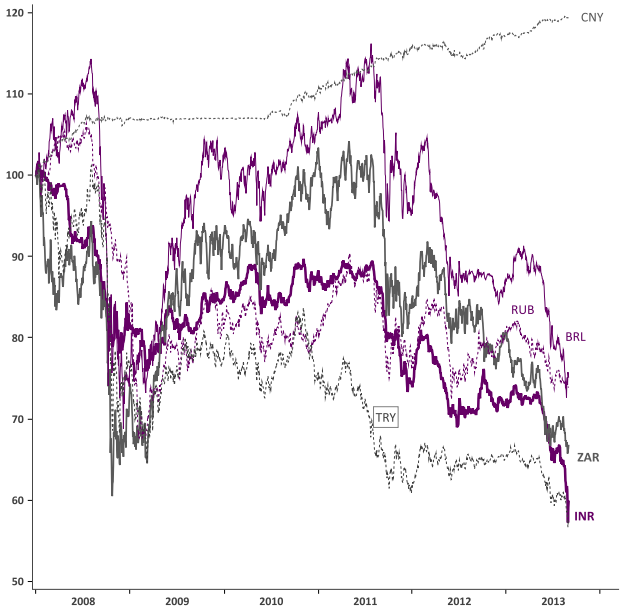
Le mouvement de défiance à l'égard des pays émergents de ces derniers trimestres s'est exacerbé avec la remontée des taux longs américains depuis le mois de juin, conduisant de nombreux pays à multiplier leurs interventions sur les marchés des changes et à remonter leurs taux d'intérêt en dépit d'un contexte économique souvent très fragile. La perspective d'un conflit en Syrie et la montée consécutive des cours du pétrole a encore aggravé la situation la semaine dernière, propulsant les devises sur de nouveaux plus bas, rouble excepté. Face à l'urgence de la situation, la plupart des banques centrales des pays concernés ont dû prendre des mesures exceptionnelles : hausses des taux, interventions sur les marchés des changes, swaps de devises en Inde, notamment pour l'approvisionnement en dollars des sociétés importatrices de pétrole.

Des mesures d'urgence peu à même de porter leurs fruits. Ces interventions, bien que susceptibles de calmer le jeu à court terme si, par ailleurs, les craintes relatives à une intervention en Syrie s'apaisent et/ou que les anticipations sur la Fed évoluent, ont toutefois peu de chances de porter durablement leurs fruits. Les pays concernés sont pour la plupart dans une situation rendue très difficile par le ralentissement du commerce mondial et l'assèchement de leurs débouchés à destination de la Chine. Inde, Brésil, Afrique du Sud, Turquie, Indonésie ont ainsi vu leurs déficits courants se creuser considérablement ces derniers trimestres.

Le real brésilien dans la ligne de mire. Alors que les yeux sont rivés sur la situation inextricable de l'Inde, le cas du Brésil nous paraît également comme l'un des plus critiques : croissance anémique (1,5 % au deuxième trimestre 2013 par rapport à l'an dernier), inflation et déficit courant en effet un besoin d'ajustement très significatif du taux de change. Malgré les annonces faites la semaine dernière selon lesquelles la Banque centrale devrait consacrer plus de 50 Mds de dollars à des interventions de soutien du real jusqu'à la fin de l'année, le pays pourra difficilement se passer d'une remise à niveau de son taux de change réel, dont l'appréciation exubérante des dix dernières années est aujourd'hui un handicap insupportable. Le risque sur la devise reste dans un tel contexte très conséquent.

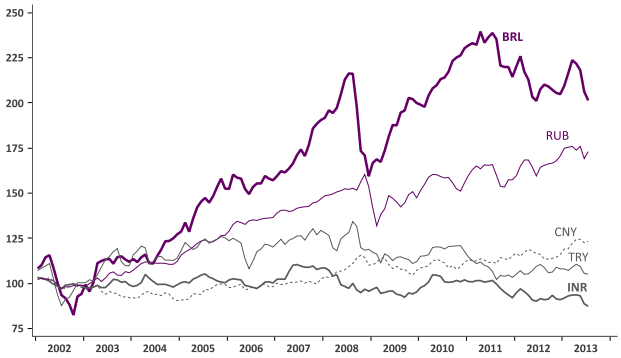
La Chine, à l'abri des turbulences... L'économie chinoise, qui faisait en début d'été l'objet de toutes les inquiétudes, apparaît relativement à l'abri dans un tel contexte. Les mesures prises en juillet pour réduire les tensions sur le marché monétaire domestique et soutenir la croissance, ainsi que les premiers signes d'une amélioration des exportations, à destination en particulier de l'Europe, ont atténué les craintes qui prévalaient il y a encore peu. **La crise des autres pays émergents est toutefois source de fragilité pour les exportateurs chinois qui trouvent dans le monde en développement le tiers de leurs débouchés et une concurrence croissante.** L'appréciation du taux de change de ces dernières années pourrait dès lors toucher ses limites.

Taux de changes contre USD, 01/01/2008=100



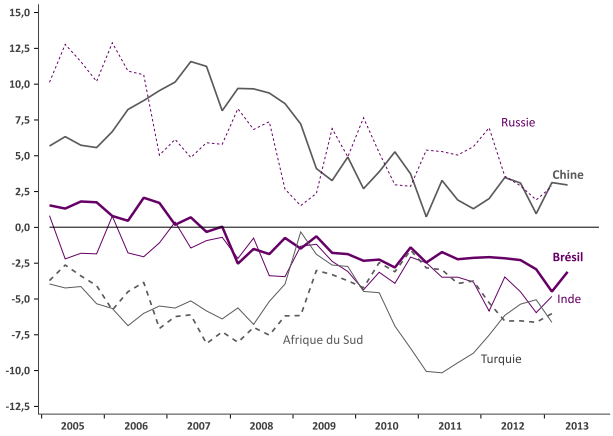
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de changes réels des principales devises émergentes, 2002=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Solde courant en % du PIB



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Etats-Unis : un ensemble bien fragile pour envisager un « exit »

La situation de l'économie américaine est toujours très incertaine.

Les commentaires encourageants qui ont jalonné l'été et accompagnés la hausse des taux longs ne se retrouvent guère dans l'analyse des indicateurs. Malgré une révision à la hausse de la croissance du PIB du deuxième trimestre, à un rythme annualisé de 2,5 % au lieu de 1,7 % en première lecture, la situation reste très largement incertaine. Au troisième trimestre, la croissance sera vraisemblablement une nouvelle fois en repli quand s'accumulent, par ailleurs, les incertitudes pour la fin de l'année.

Frilosité du côté des consommateurs. La consommation américaine n'a guère donné les résultats escomptés ces derniers temps. Au cours des trois derniers mois à fin juillet, les dépenses des ménages n'ont augmenté que de 0,3 % en volume, après 0,8 % au cours des trois mois précédents. En hausse de 0,8 % l'an, les gains de pouvoir d'achat ne sollicitent guère l'exubérance quand, malgré le repli des inscriptions au chômage, les créations d'emploi ne montrent pas de signe d'amélioration : à 162 000 en juillet, les derniers chiffres sont en léger retrait de la moyenne de 175 000 des trois derniers mois.

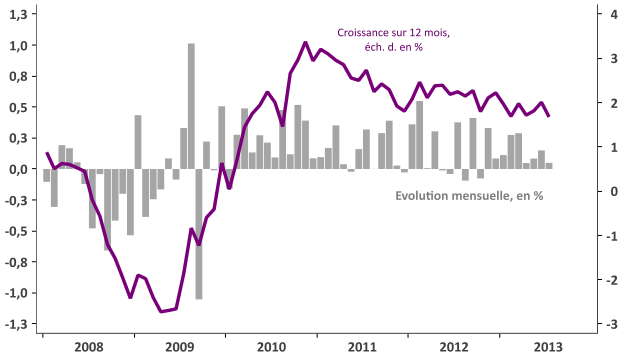
Retournement immobilier. Plus préoccupante est toutefois la détérioration observée sur le front de l'immobilier ces derniers mois. Alors que la hausse des taux d'intérêt pouvait être perçue comme un facteur de déclenchement d'une vague acheteuse, l'inverse s'est produit. Le déclin des ventes, déjà notable avant la hausse des taux, s'est accéléré, comme l'ont fait les permis de construire et les promesses de ventes (« *pending* »). S'il est assez concevable que le rythme d'augmentation des ventes se normalise après une année de rattrapage, les données récentes suggèrent davantage qu'une seule normalisation. Pour la première fois depuis le troisième trimestre 2010, l'investissement immobilier pèsera négativement sur la croissance du PIB du troisième trimestre et peut-être l'emploi.

Manque de visibilité du côté des entreprises. Les données en provenance des entreprises, bien que généralement plus encourageantes, ne sont pas suffisantes pour lever les inquiétudes en place. L'amélioration des indices ISM et des commandes de biens durables en juin-juillet, ne semble pas se poursuivre quand la production industrielle a marqué le pas cet été. Le climat des affaires dans les PME/PMI, s'est ressaisi, sans toutefois parvenir à se hisser en dehors du canal étroit dans lequel il navigue depuis trois ans.

Un ensemble bien fragile à la veille de nouvelles tractations budgétaires et de la mise en place de la réforme de la santé. La réouverture des négociations budgétaires sur le plafond de la dette – qui sera selon toutes vraisemblances franchi courant octobre- n'intervient pas au meilleur moment. Les souvenirs du *fiscal cliff* et des séquestres de début d'année sont encore suffisamment présents dans les esprits pour instiller une nouvelle vague de frilosité. A ceci s'ajoute le coût de la réforme de la santé qui se traduit par l'obligation pour tout américain de souscrire une assurance santé d'ici la fin de l'année et viendra encore assécher la capacité d'achat des ménages….

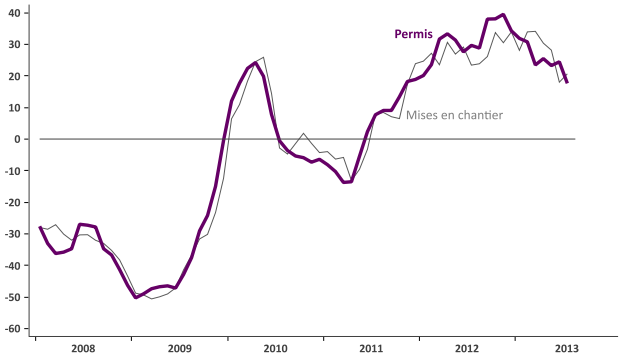
La Fed peut-elle vraiment faire fi de l'ensemble de ces risques ? Nous continuons à en douter et à anticiper qu'elle privilégie de temporiser les anticipations en place et parvienne à faire refluer le niveau des taux longs. Voir à ce sujet « *L'enjeu de la prochaine réunion de la Fed : temporiser* ».

Consommation des ménages aux Etats-Unis, à prix constants



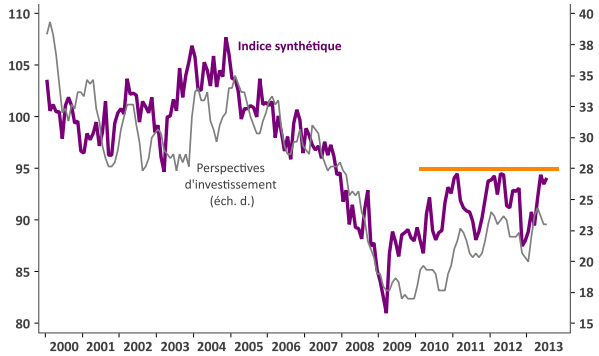
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Mises en chantier de logement et permis de construire, GA en %, mm3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Climat des affaires dans les PME, mm3



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Zone euro : place aux bonnes nouvelles, pour un temps

Les questions structurelles passent au second plan dans un contexte de reprise généralisée.

La zone euro n'a guère progressé. L'union monétaire n'est pas plus cohérente aujourd'hui qu'il y a un an et les perspectives sur les dettes souveraines offrent peu d'espoir d'une inversion de tendance à horizon prévisible. **Deux choses ont néanmoins changé la donne : l'arrêt des politiques d'austérité à l'aveugle et l'assurance d'une cohésion entre les pays membres.** En l'absence de durcissement additionnel de la politique budgétaire ou de choc externe, la situation économique n'a aucune raison de continuer à se détériorer. Cela ne préjuge pas d'un retour durable de la croissance ni de la fin des mauvaises nouvelles sur le front des finances publiques mais est suffisant pour laisser place à des effets de rattrapage typiques des périodes de sortie de récession qui ont toutes les chances de prendre l'allure de bonnes surprises, un temps au moins. Voir à ce sujet « *Les pochettes surprises d'une reprise sans conviction* ».

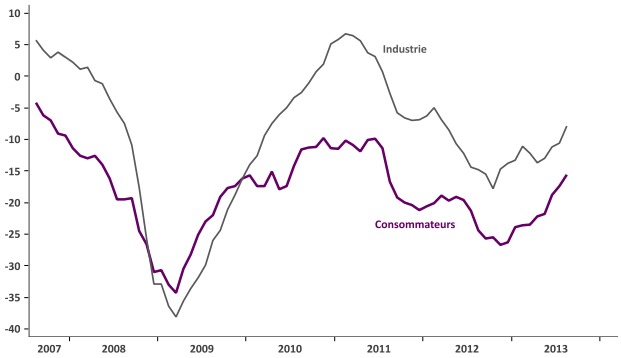
Amélioration de la demande domestique. C'est avant tout du côté domestique que sont venues les bonnes nouvelles de ces derniers mois avec une nette amélioration de la confiance des consommateurs, rapidement suivie d'une réorientation de la plupart des indicateurs de consommation. Les ventes au détail, dont la baisse annuelle atteignait près de 3 % en début d'année, n'affichent qu'un retrait de 0,5 % aujourd'hui et le marché automobile se ressaisit. La hausse du climat des affaires, timide jusqu'au printemps, s'accélère depuis le début de l'été, en même temps que s'estompent les écarts de situation entre les différents pays et secteurs de la région.

2013 sera meilleure que prévu mais les perspectives 2014 restent suspendues à l'environnement international.

Le scepticisme qui a prévalu à la publication des bons chiffres de croissance du PIB du deuxième trimestre (+0,3 %) cède aujourd'hui la place à une plus grande confiance dans les perspectives d'une sortie de récession généralisée. En l'occurrence, l'indicateur du sentiment économique de la Commission est cohérent avec le retour en territoire positif de la croissance annuelle du PIB à la charnière des années 2013-2014. **Si 2013 est bien partie pour donner des résultats meilleurs qu'attendu, l'absence de relais international pose cependant question.** Le réveil du commerce intra régional consécutif à la reprise peut suffire à compenser l'anémie des exportations à destination du reste du monde un certain temps mais en l'absence de rebond de la demande mondiale, la capacité de la zone euro à consolider sa reprise apparaîtra rapidement très réduite. L'issue de la crise des pays émergents, l'évolution des cours du pétrole et de l'euro seront dès lors des éléments déterminants de la tournure de 2014.

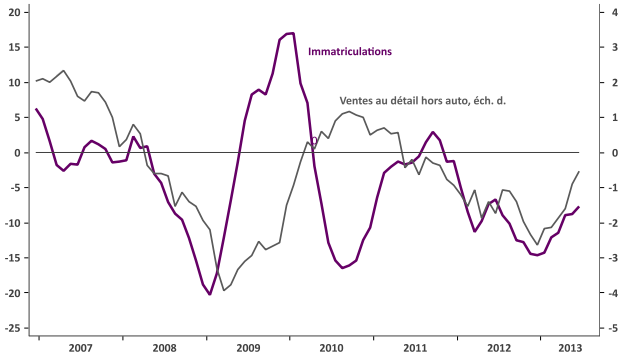
Le non-événement des élections allemandes. Les élections allemandes, considérées comme un événement essentiel du calendrier 2013 en début d'année, ne font quasiment plus parler d'elles. Le pragmatisme dont a finalement fait preuve la Chancelière allemande depuis le début de l'année semble avoir convaincu que telle serait, de toute façon, la voie qu'elle poursuivrait une fois réélue. Il s'agit bien en effet du scénario le plus vraisemblable, ceci d'autant plus que le soutien économique du reste du monde à la croissance allemande a du plomb dans l'aile. Reste à savoir jusqu'où l'Allemagne capitulera. La question pourrait se reposer courant 2014, à l'heure des comptes budgétaires du printemps.

Climat de confiance en zone euro, soldes d'opinions en %



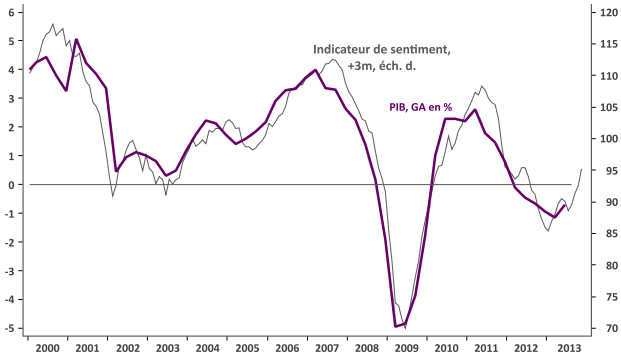
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ventes au détail et immatriculations automobiles en zone euro, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indicateur du sentiment économique et croissance en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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*