

L'essentiel de la rentrée* : la balle est dans le camp politique



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

22 août 2014

Les bonnes nouvelles récentes en provenance de l'économie américaine finiront-elles par l'emporter sur la montée des crispations géopolitiques et commerciales internationales et les évidences de l'enlisement des économies de la zone euro et du Japon ? C'est bien en ces termes que se résument les enjeux de cette rentrée 2014 pour les marchés financiers et, au-delà, les responsables de politique économique à travers la planète. Si l'écrasement généralisé du niveau des taux d'intérêt à long terme depuis le début de l'été donne une idée du degré d'inquiétude en présence, le message renvoyé par les marchés boursiers reste à ce jour plus confiant, malgré un sérieux coup de froid durant la première semaine du mois d'août. Il est toutefois peu probable que de telles distorsions entre les marchés obligataires, d'une part, et les marchés d'actions, de l'autre, puissent perdurer...

L'Économie américaine revigorée, la Fed tempère

Les mois à venir s'annoncent compliqués du côté de la Fed. Doit-elle céder aux évidences d'une meilleure situation conjoncturelle et accélérer le processus de normalisation monétaire ou continuer à soutenir à bout de bras une économie fragilisée par ses insuffisances structurelles ?

Janet Yellen ne peut assurément être sur tous les fronts et certains ne manquent pas de s'interroger sur la justesse de son combat en faveur des délaissés de la reprise du marché de l'emploi. La Présidente n'a pour autant guère le choix car derrière ces stigmates de la crise se dissimule une fragilité de la situation économique que pourrait révéler sans délai une éventuelle remontée des taux de financement de l'économie suscitée par la perspective d'un cycle de hausse des taux directeurs. La stabilisation du marché immobilier depuis le début de l'été n'est évidemment pas étrangère au reflux du niveau des taux de financement de ces derniers

*Voir également

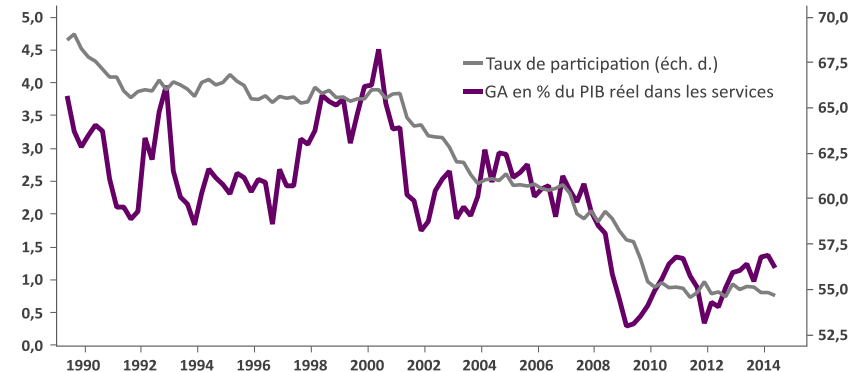
« *Sell the Dip* », mise à jour de notre stratégie d'investissement du 10 août.

mois et la situation pourrait redevenir rapidement plus incertaine si les taux venaient à remonter.

Deux éléments manquent encore à l'appel pour réduire la sensibilité de l'économie américaine à une hausse des taux et pouvoir, ainsi, enclencher un processus de normalisation des conditions monétaires :

- La récupération du secteur tertiaire, seule à même de recréer un volant d'emplois peu qualifiés suffisant pour donner plus de profondeur à la reprise du marché de l'emploi et faire remonter le taux de participation, notamment parmi les plus jeunes.

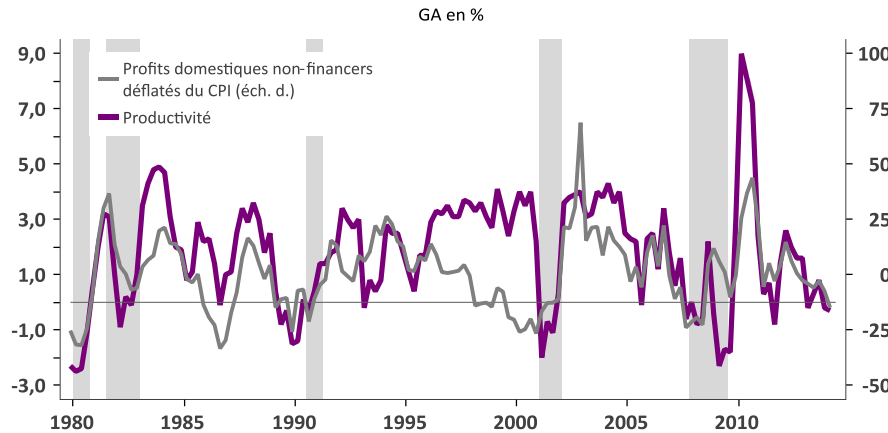
Croissance du PIB dans les services et taux de participation des jeunes de 16 à 24 ans aux États-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Un regain de l'investissement des entreprises sans lequel l'amélioration de la productivité, nécessaire à l'entretien d'une reprise durablement solide ne pourra être acquise ; cette deuxième condition étant largement conditionnée par la première et allant de pair avec une vigueur retrouvée dans les PME, aujourd'hui toujours manquante.

Productivité horaire et profits réels domestiques après impôts



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

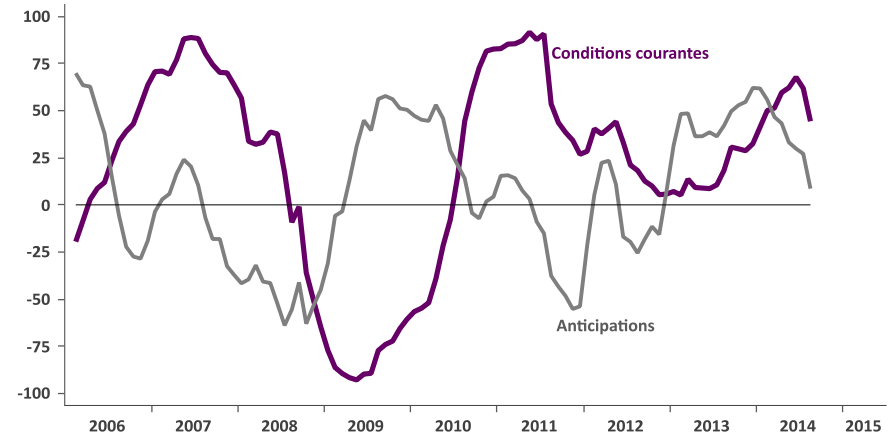
En l'attente de ces améliorations, la Fed ne peut que jouer la montre face à l'impatience des marchés, justifiant son attentisme par le caractère insuffisant des progrès réalisés. L'ensemble devrait permettre de contenir les anticipations et laissera vraisemblablement peu de place pour une remontée des taux d'intérêt à long terme d'ici la fin de l'année, ceci d'autant plus que les développements internationaux n'incitent guère à envisager un retour rapide de l'appétit pour le risque du côté des investisseurs.

En zone euro, l'échec de la stratégie de sortie de crise est retentissant, la BCE peut-elle faire quoique ce soit ?

En zone euro, les espoirs de début d'année ont été rincés durant l'été. Non seulement les chiffres d'activité du deuxième trimestre ont été plus mauvais que généralement escompté (croissance zéro pour l'ensemble de la zone euro, à raison d'une contraction de 0,2 % des PIB allemand et italien et d'un deuxième trimestre consécutif de stagnation en France), mais les indicateurs de l'été n'augurent guère d'un ressaisissement rapide. L'Allemagne, en proie depuis plus de deux ans maintenant à l'anémie de ses exportations en dehors de la zone euro est particulièrement exposée à l'essoufflement de la reprise chez ses partenaires immédiats et au contrecoup économique de la crise russo-ukrainienne. Les corrections enregistrées sur la plupart des indicateurs de sentiment réduisent dès

lors considérablement les chances que la première économie de la zone puisse satisfaire les attentes en matière de croissance au deuxième semestre. Selon nos estimations, la croissance allemande n'excéderait pas 1,3 % à 1,5 % cette année, soit un niveau nettement inférieur à celui de 2 % attendu par le consensus du mois de juillet.

ZEW : situation courante et perspectives



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

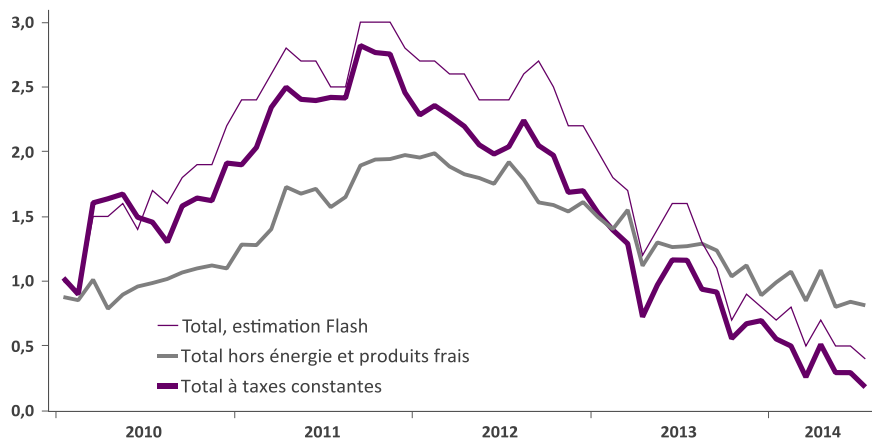
La locomotive allemande à l'arrêt, l'ensemble du scénario de sortie de crise de la zone euro est fragilisé.

- L'économie française, dépourvue de moteur domestique, n'a guère de chance de rebondir. Selon les derniers éléments d'enquêtes, les risques de contraction de l'activité industrielle sont relativement élevés, un frémissement de la consommation, en réponse aux mesures de soutien aux ménages modestes, constituant le seul espoir de « sauver » la croissance du troisième trimestre et celle de cette année qui n'excèdera vraisemblablement pas 0,3 %.
- L'Italie est, quant à elle, bien engagée pour enregistrer une nouvelle contraction de son PIB cette année, après avoir enregistré la onzième baisse de son PIB réel en trois ans au deuxième trimestre. L'effet Renzi, n'aura été que brièvement porteur et faute d'un environnement international plus favorable, l'économie pourrait bien être vouée à un déclin prolongé jusqu'à la fin de cette année.

- Reste l'Espagne dont le regain d'activité, pour l'instant intact, fait espérer une sortie de crise plus durable dont on voit cependant difficilement comment il pourrait se concrétiser dans le contexte régional et international présent (voir à ce sujet « [L'Espagne mieux lotie ? Gare à la myopie.](#) » publié en début de semaine).

Tandis que la BCE n'a pas encore engagé son programme de financement conditionnel à long terme (T-LTRO), la médiocrité des chiffres récents alimente déjà des anticipations d'une action de plus grande envergure susceptible de prendre la forme d'un véritable programme d'assouplissement quantitatif, c'est-à-dire d'achat d'obligations publiques. Un tel programme a-t-il effectivement des chances de voir le jour et d'être plus efficace que ce qu'a tenté la BCE jusqu'alors? Des achats massifs de titres de la dette publique auraient bien peu de sens à ce stade, compte tenu de l'appétit des investisseurs pour les obligations européennes, qui plus est celles des pays périphériques à haut rendement. Quant aux chances de réussite d'une telle action, elles semblent également très réduites, tant que l'orientation de la politique budgétaire ne change pas radicalement. Force est donc de constater que la capacité de la BCE à rétablir des conditions de croissance en zone euro et à éradiquer la déflation rampante est quasiment inexistante.

Inflation en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

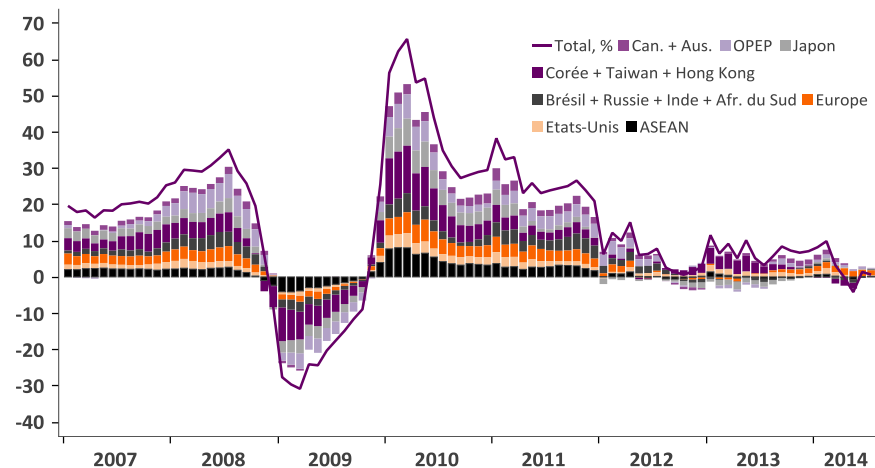
Une telle conclusion n'est pas particulièrement réconfortante pour les marchés financiers européens dont tout porte à croire qu'ils seront encore à la peine dans les mois à venir, poussant les investisseurs un peu plus massivement vers les obligations souveraines malgré les très faibles rendements déjà présents.

Les pays émergents font illusion

Le satisfecit ambiant à l'égard des pays émergents est plutôt surprenant. Si la Chine a effectivement échappé au pire redouté en début d'année par de nombreux observateurs, sa situation n'est certainement pas tirée d'affaires. Qu'il s'agisse de son commerce extérieur, de sa consommation domestique ou de son activité industrielle, l'économie chinoise continue d'évoluer au ralenti avec pour conséquence persistante de rester, au mieux, une variable muette sur le front des échanges internationaux. Ses importations piétinent, en effet, ce qui continue à pénaliser nombreux de ses fournisseurs étrangers parmi les pays émergents et le reste du monde. Malgré les initiatives de soutien monétaire prise par de nombreux pays émergents ces derniers temps, l'équilibre apparent est le plus souvent précaire, exposé au risque permanent de rétrécissement des échanges mondiaux.

Contributions à la croissance annuelle des importations chinoises

Selon l'origine, à prix courants, GA

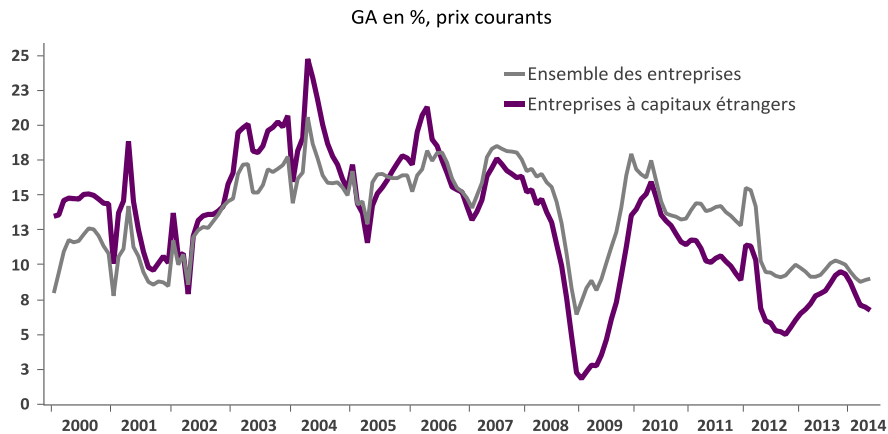


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Mais c'est peut-être davantage par ses agissements que la Chine préoccupe, tant sur le front géopolitique (Mer de Chine) que sur le front commercial sur lequel la multiplication des mesures de rétorsion à l'égard des entreprises étrangères prend un tour de plus en plus suspect ces dernières semaines. Outre le fait que le pays n'offre plus les débouchés escomptés il y a encore peu, les crispations récurrentes à l'égard de nombreux secteurs stratégiques créent un climat d'instabilité et d'incertitude aux retombées potentiellement dommageables sur les entreprises installées dans le pays ou fortement exportatrice.

Difficile en cette rentrée 2014, de faire fi du politique et du géopolitique dont les crispations s'expriment bien au-delà des conflits les plus retentissants de ces derniers mois et dont le coût économique transite par une réduction des échanges mondiaux, forcément pénalisante pour la croissance.

Valeur ajoutée des entreprises industrielles en Chine



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