

## **PRÉVISIONS**

## « Sell The Dip » - Actualisation de notre scénario d'investissement\*

(\*cf. « Actifs à risque : le temps se gâte »)

L'accumulation de mauvaises nouvelles a fini par l'emporter la semaine passée avec de lourdes corrections des indices boursiers internationaux et un retranchement généralisé des investisseurs vers les compartiments d'actifs les moins risqués. Alors que certains observateurs voient déjà dans la correction de ces derniers jours une opportunité d'investissement, notre analyse de la situation macro-économique et géopolitique internationale continue à nous faire préférer une stratégie très protectrice à court terme. Il y a quatre raisons principales à cette conclusion :

- 1- Aucun des conflits géopolitiques en cours, en Irak, dans la Bande de Gaza, en Ukraine-Russie ou en Mer de Chine ne semble à même de trouver une issue rapide. Les multiples foyers de crise et l'extrême complexité de la situation présente ont toutes les chances de continuer à alimenter un comportement d'aversion au risque.
- 2- La conjoncture européenne prend mauvaise tournure. Le manque de moteur de la croissance domestique, dans un contexte de léthargie du commerce mondial, a fini par prendre le pas sur la reprise. Les prévisions actuelles ne sont plus tenables et les nouvelles des prochains mois ne pourront que conduire à une nette révision à la baisse du consensus pour la croissance à venir.
- 3- La BCE est derrière la courbe en matière de lutte contre la déflation. Son action, si tant est qu'elle finisse par voir le jour..., n'aura pas la même influence sur les marchés que celle menée par la FED ces dernières années, en particulier à l'égard du secteur bancaire dont tout porte à croire qu'il ait entamé une sous-performance durable.
- 4- Les anticipations de hausse des taux de la Fed ont souffert des développements internationaux récents, contribuant à limiter le choc sur les indices boursiers américains. Toutefois, l'absence de normalisation possible de la politique de la Fed ne pourra pas être perpétuellement perçue comme une bonne nouvelle.

La probabilité que la correction entamée ces derniers jours se poursuive est donc, à l'évidence, élevée. Nous continuons à privilégier :

- Une mise à l'écart des marchés d'actions, y compris des marchés émergents.
- Une plus forte exposition aux marchés obligataires souverains (la configuration du marché des T-Bonds renforce notre scénario d'une chute vers 2,25 % des taux à 10 ans), y compris aux périphériques du sud de l'Europe.
- > Une plus forte exposition en faveur des métaux précieux.
- > Une exposition graduellement moins forte à l'euro vis-à-vis du dollar.



## Géopolitique internationale : un nouveau coup porté aux échanges internationaux et donc aux résultats des entreprises

Après des mois de conflits latents, à peine considérés par les marchés financiers, les développements de la semaine passée révèlent une situation géopolitique extrêmement tendue, où se multiplient les foyers de crispations et de crises potentiellement durables.

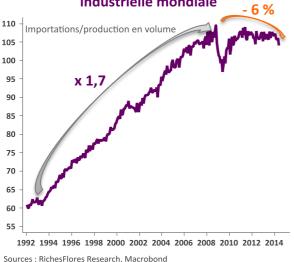
- Deux ans, presque jours pour jours, après son adhésion à l'OMC, l'embargo décrété par la Russie à l'égard des produits alimentaires en provenance de l'Union européenne, d'Amérique du nord et d'Australie est naturellement très grave. Sans équivalent depuis la guerre froide, ces mesures révèlent un degré de crispation extrême qui ne pourra pas rester sans réplique de la part des européens. Difficile dans de telles conditions de tenter de chiffrer l'impact des décisions russes sur la conjoncture européenne. Relativement limité si l'on s'en tient au décompte des ventes à destination de ce pays, il est évident que les risques d'escalade, les effets en chaîne sur les flux commerciaux de tous ordres et sur la confiance, pourraient avoir des conséquences bien supérieures à ce qui est aujourd'hui chiffrable.
- L'évolution de la situation en Irak depuis le printemps ne laissait guère d'espoirs d'éviter des interventions dans le pays. C'est chose faite avec la décision américaine de mener des frappes aériennes sur les bases de l'organisation armée sunnite EIIL. Rien ne permet à ce stade de préjuger de la durée, de l'étendue ni de la tournure du conflit dans la région. Jusqu'alors insensibles, les cours du pétrole sont bien évidemment exposés à un risque majeur, là encore difficilement prévisible au quantifiable.
- La poursuite des combats entre Israël et la bande de Gaza est un autre foyer de crise susceptible de s'étendre et d'avoir à terme des répercussions beaucoup plus importantes que jusqu'alors en matière géopolitique et économique.
- Enfin, les crispations entre la Chine et ses partenaires du sud de l'Asie ne faiblissent pas et semblent déjà avoir des répercussions notables sur les flux commerciaux régionaux. La probabilité d'une accélération des tensions dans la région est indéniable.

Le décompte du coût économique des développements en cours est quasiment impossible tant sont incertaines les évolutions envisageables et tant sont élevés les risques de propagation. Une chose est sure cependant, la dégradation de la situation géopolitique internationale est éminemment négative pour les échanges mondiaux et, par là-même, pour la croissance. L'arrêt du processus de globalisation intervenu depuis la crise de 2008 prend de plus en plus nettement l'allure d'un mouvement de déglobalisation aux implications considérables pour la croissance mondiale et l'évolution du contexte géopolitique de moyen terme.

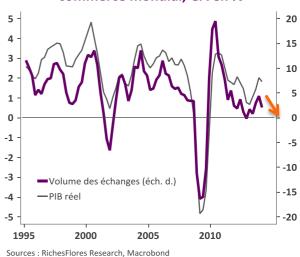
Les marchés ne pourront ignorer durablement les conséquences de ce changement d'environnement mondial sur la valorisation d'entreprises très largement internationalisées dont les résultats seront, quoi qu'il en soit, affectés.



### Contenu en importations de la production industrielle mondiale



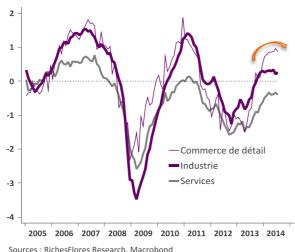
## Croissance du PIB de l'OCDE et croissance du commerce mondial, GA en %



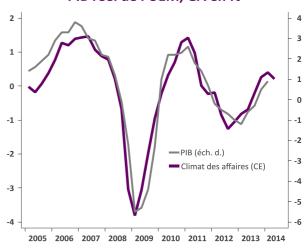
## La zone euro, engluée, ne tiendra pas ses engagements

Déjà avant l'épisode russe de ces derniers jours, les indicateurs économiques de la zone euro n'étaient pas brillants, décrivant une situation de plus en plus préoccupante d'affaiblissement de la reprise et de manque de forces de rappel. Les chiffres de croissance du deuxième trimestre publiés dans les jours à venir ne laissent guère d'illusion à en juger par la dégradation des indicateurs les plus fiables au cours de la période, l'allure de la production industrielle ou des exportations. Si le commerce de détail semble avoir mieux résisté, les ventes automobiles ont du plomb dans l'aile, annonçant déjà une pause dans le processus de récupération de la demande des ménages dans la plupart des pays.

## Climat de confiance dans la Zone Euro (données centrées et normées)



## Climat des affaires et croissance annuelle du PIB réel de l'UEM, GA en %



Sources: RichesFlores Research, Macrobond





#### GA en %, MM2 15,0 12,5 - - Espagne 10,0 Allemagne -Italie 7,5 France 5,0 2,5 -2,5 -5.0 -7,5 2013 2010 2011 2012 2014

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Commerce intra et extra UEM, GA en %



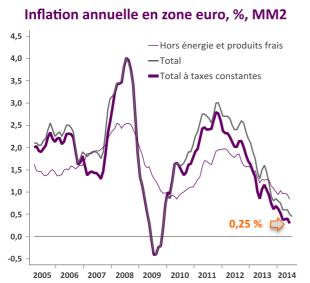
Les crispations en cours viendront, c'est certain, amplifier la détérioration et il suffit de peu pour que cette dernière entraine la zone euro dans un nouvel épisode de récession ou vienne tout au moins confisquer les chances d'amélioration de la conjoncture qu'imprimaient jusqu'alors les prévisions du consensus.

- Notre dernière estimation de la croissance allemande qui s'établissait à 1,5 % pour cette année semble encore trop ambitieuse au vu des informations récentes, quand le consensus du mois de juillet tablait sur un chiffre de 2 %.
- La France, c'est acquis, n'a aucune chance de satisfaire notre prévision de 0,7 % cette année et sans doute faut-il d'ores et déjà envisager un scénario inférieur à 0,5 %, sous réserve toutefois d'un rebond passager de la consommation en réponse aux allègements fiscaux annoncés.
- L'Italie qui a renoué avec la récession ces deux derniers trimestres, risque fort de ne pas parvenir à se hisser en territoire positif cette année. Une nouvelle contraction de son PIB annuel, pour la troisième année consécutive, semble aujourd'hui le scénario le plus probable (-0,2 % selon nos estimations).
- Enfin, l'Espagne dont les résultats ont été encourageants jusqu'alors commence également à montrer des signes d'essoufflement sur le front industriel. Si la croissance 2014 semble avoir de bonnes chances d'excéder 1 %, le profil des trimestres à venir est, lui, beaucoup plus aléatoire.
- ➤ L'ensemble réduit sensiblement les chances que la zone euro atteigne ses objectifs cette année. Après avoir légèrement reflué ces trois derniers mois, les prévisions du consensus s'établissaient encore à 1,1 % en juillet, en ligne avec le scénario de la BCE, quand notre propre estimation avoisine à peine 0,7 % dans ce qui pourrait être le meilleur des cas.

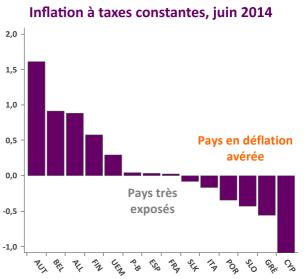


## La BCE est derrière la courbe de la déflation, non devant comme l'était la Fed

La perception d'une action de la banque centrale européenne aux effets comparables à celle de la Fed s'est largement répandue depuis l'annonce de mesures additionnelles début juin. Notre perception est assez éloignée de celle-ci. En premier lieu parce que la force de frappe que s'offre la BCE est sans comparaison avec ce qu'a fait la Fed, qu'il s'agisse des montants injectés dans l'économie ou de la nature de ceux-ci. La deuxième raison tient au retard pris à l'égard de la progression de la déflation en zone euro. Non seulement en effet, le diagnostic déflationniste est alarmant mais, à en juger par les propos tenus par M. Draghi lors de sa dernière conférence de presse mensuelle, la BCE n'est pas prête pour l'achat d'ABS. L'information selon laquelle elle recruterait un expert chargé de travailler sur ce dossier, laisse peu d'espoirs d'avoir un dispositif opérationnel avant le milieu du quatrième trimestre, en effet. Or, avec six économies en déflation avérée, en témoignent les évolutions en territoire négatif des prix à taxes constantes, et trois économies avec une inflation nulle, le temps presse.



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

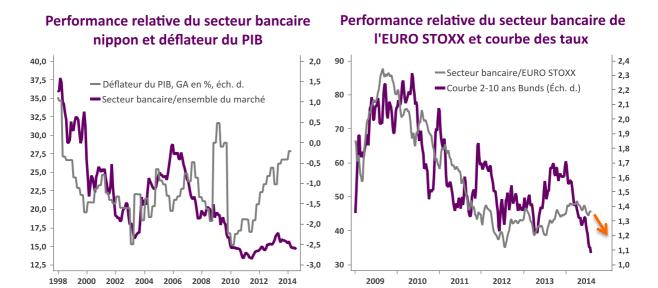


> Dans de telles conditions, les espoirs attendus des initiatives de la BCE risquent fort d'être largement décus. Les manifestations déflationnistes en place et l'aplatissement accéléré de la courbe des taux ne vont guère dans le sens d'une amélioration du crédit en zone euro, que ce soit du côté de la demande ou de celui de l'offre. Les chances que les mesures initiées soient efficaces semblent dès lors bien réduites et les espoirs qu'elles constituent une source de revalorisation du secteur bancaire européen très largement à la traine de ses homologues américains, apparaissent, en ce sens, très largement surfaits. La déflation, en témoigne l'expérience japonaise, n'est guère propice au secteur bancaire.

Sources: RichesFlores Research, Macrobond



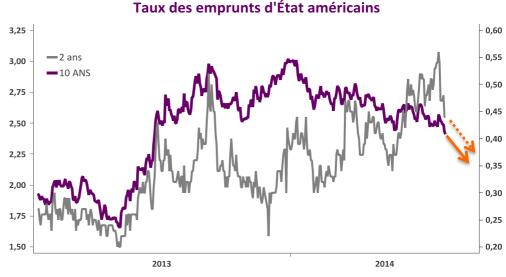
Sources : RichesFlores Research, Macrobond



# L'absence de normalisation possible de la politique de la Fed finira par constituer une mauvaise nouvelle

Sources: RichesFlores Research, Macrobond

Notre scepticisme à l'égard du scénario consensuel d'une remontée prévisible des taux directeurs de la Fed est évidemment renforcé par les développements internationaux de ces dernières semaines (voir sur ce point nos nombreuses publications dont le dernier « <u>Yellen résiste...</u> » du 30 juillet), quand, par ailleurs, la probabilité que la Fed n'aille pas tout à fait au bout de son exercice de tapering comme nous l'avions envisagé au mois de mai, revient dans le champ des possibles. De fait, la correction des anticipations de hausse des taux s'est accélérée ces derniers jours, faisant refluer les taux à deux ans à 0,44 % vendredi, soit un plus bas depuis le début du mois de juin. Or, si notre diagnostic est le bon, le mouvement devrait se poursuivre. Nos prévisions d'une baisse des taux à deux ans dans la région de 0,35 %, à même de propulser les taux à 10 ans vers 2,25 %, soit le niveau qu'ils avaient avant que l'ex-président de la Fed, Ben Bernanke, fasse état d'un possible tapering, reste de mise.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Bienvenue dans un premier temps, cette correction des anticipations risque d'être de plus en plus mal vécue au fur et à mesure de la prise de conscience de ce qu'elle signifie, à savoir, l'évacuation d'un scénario jusqu'alors largement privilégié d'un retour possible vers une certaine norme cyclique à laquelle les marchés aspirent très nettement depuis le milieu de l'an dernier.

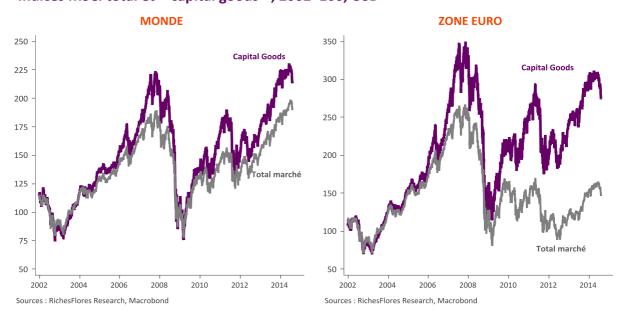
> L'espoir d'une normalisation de la situation économique et des taux d'intérêt constitue la seule justification aux valorisations présentes du marché américain, lesquelles sont fortement exposées à une révision du scénario plébiscité. La reconsidération des anticipations sur la politique de la Fed, dans un contexte de fort repli des taux longs, a dès lors toutes les chances à se révéler dommageable au marché d'actions.

## Une prudence de facto renforcée

Très largement défensives, nos recommandations d'investissement du mois de mai, ont en définitive peu de raisons d'être modifiées, sinon dans le sens d'une protection encore plus accrue.

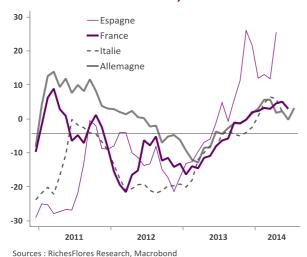
> Les actions mondiales restent à risque. L'ampleur des bouleversements à l'œuvre ne permet guère de se réfugier sur de quelconques marchés. La relative résistance des marchés émergents, notamment des marchés frontières, a peu de chances de perdurer face à la dégradation en place et à la tournure vraisemblable des résultats économiques à venir. Nous conservons notre objectif à 1600 points sur le S&P à horizon du printemps 2015 et de 300 sur l'EURO STOXX. Malgré leur sous-performance récente, les industrielles cycliques, par nature particulièrement exposées au risque ambiant, restent à éviter. Parmi celles-ci, les valeurs de l'industrie des biens d'équipement, à propos desquelles nous avions déjà exprimé un sentiment très négatif au mois de mai, conservent un potentiel de correction significatif dans le contexte présent. À celles-ci s'ajoutent aujourd'hui les valeurs du secteur de l'automobile, malgré une valorisation moins exubérante.

### Indices MSCI total et « capital goods », 2002=100, USD

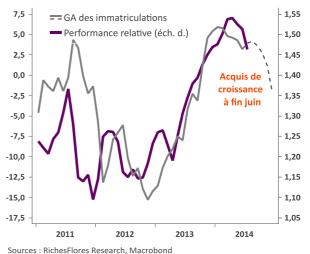




## Croissance annuelle des immatriculations automobiles, MM3



## Immatriculations et performance relative du secteur automobile (EURO STOXX 600)



- ➤ Les marchés obligataires conservent leur qualité de valeur refuge. L'aversion pour le risque devrait continuer à bénéficier aux marchés souverains des pays industrialisés. Aux niveaux de taux actuels, nous privilégions le marché américain, les marges de reflux des taux européens étant dorénavant limitées. La probabilité que le rendement du Bund à 10 ans passe sous le niveau de 1 % est toutefois significative ce qui devrait continuer à soutenir les marchés régionaux. À ce stade une nouvelle baisse des rendements de l'OAT reste le scénario le plus vraisemblable, malgré les médiocres résultats sur le front de la croissance et du budget français. De même, la BCE étant en action, les marchés de la périphérie semblent en mesure de se maintenir malgré un écartement possible des spreads avec les marchés français et allemand. Le mouvement d'aplatissement des courbes de rendement observé dans l'ensemble des pays industrialisés, Royaume-Uni y compris, est donc amené à se poursuivre. Dans ce dernier cas, tout comme dans celui des États-Unis, la dissipation des anticipations de hausse des taux de la part de la BoE, est à même de provoquer un mouvement important de reflux des taux à deux et dix ans.
- ➤ Les marchés émergents sont exposés. Le choc prévisible sur les flux d'échanges et de capitaux mondiaux sur fond de montée de l'aversion au risque fragilisent la situation des pays émergents, notamment les plus exportateurs d'entre eux. Les devises émergentes sont donc exposées, y compris lorsque les tensions géopolitiques ne sont pas source de tensions immédiates. Le réal brésilien, déjà chahuté à la fin de la semaine dernière et la roupie indienne ne seront pas épargnés par une montée des tensions que nous envisageons sur les marchés des changes.
- ➤ L'or plébiscité. L'environnement de crise redevient plus propice aux métaux précieux, l'or en particulier. Le risque de remontée des taux d'intérêt réels, qui constituait selon notre analyse du mois de mai une limite au potentiel de remontée significative des cours à brève échéance, se dissipe peu à peu. Le potentiel de raffermissement des cours redevient donc, potentiellement, substantiel.

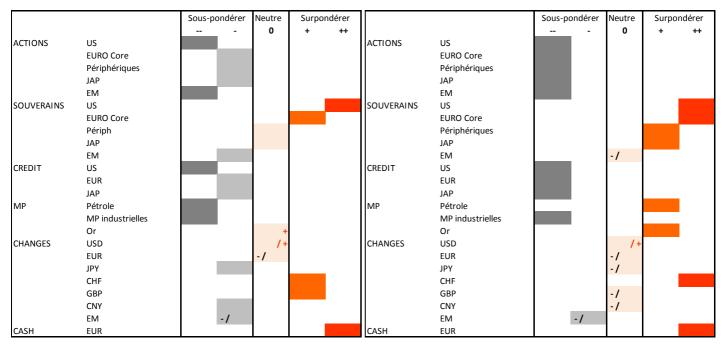


➤ Les perspectives sur l'euro sont entachées d'une plus grande incertitude. La détérioration accélérée de la situation en zone euro et les tensions avec la Russie fragilisent la devise européenne. Toutefois, la perspective d'une baisse rapide de l'euro est contre carrée par le changement vraisemblable des anticipations sur la politique de la Fed. À brève échéance, une stabilisation de l'euro aux alentours de ses niveaux présents, voire légèrement au-dessus, nous semble encore possible. Les perspectives deviennent toutefois nettement plus critiques à horizon 2015.

## Évolution de nos recommandations d'investissement entre la mi-mai et aujourd'hui

### Allocation au 13 mai 2014

#### Allocation au 10 Août 2014



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.

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