

Synopsis de rentrée



V. Riches-Flores

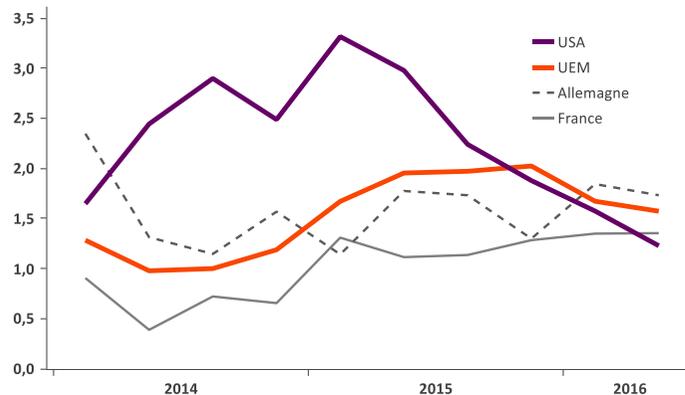
Retrouvez nous sur :
www.richesflores.com

19 août 2016

Le mois d'août aura finalement été calme, même relativement porteur pour les marchés financiers internationaux. Dans le sillage d'une progression toujours solide des indices américains, malgré la prudence qu'inspire une surévaluation patente, les marchés mondiaux ont pour la plupart enregistré de belles performances sur fond qui plus est de rebond des cours des matières premières. Sur le front économique, les nouvelles ont généralement été réconfortantes : aux États-Unis où les bonnes statistiques d'emploi ont été confortées par celles de l'activité industrielle et immobilière ; en zone euro où la croissance du PIB a été sauvée par l'Allemagne ; au Royaume-Uni où, pour l'instant, les stigmates du Brexit sont quasiment absents, en Chine, enfin, où si la situation ne s'améliore pas véritablement, elle cesse de se détériorer.

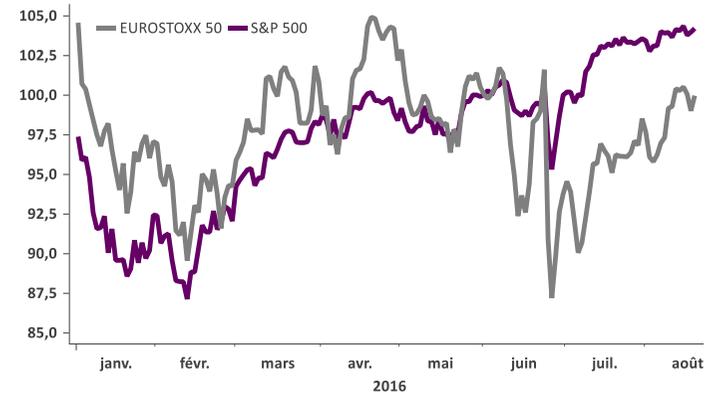
Avec une croissance dorénavant supérieure à celle des États-Unis, la zone euro redevient plus attractive pour les investisseurs. Ainsi malgré le rebond de l'euro face au dollar, l'Eurostoxx a surperformé les grands indices américains depuis début août, une tendance susceptible de perdurer si l'Europe parvient à prendre les mesures nécessaires pour gérer la crise bancaire...

La croissance américaine inférieure à celle de l'UEM



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

S&P 500 et EUROSTOXX 50, 1er juin 2016=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

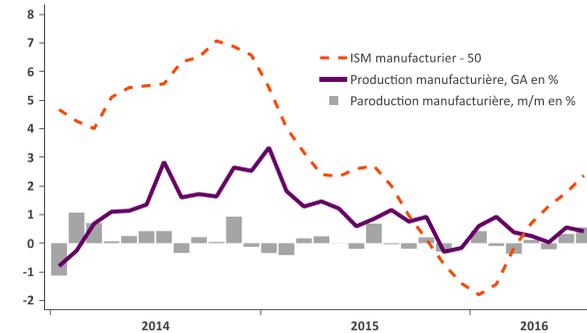
Sommaire

- La Fed a raté le coche en juillet, pas sure qu'elle puisse rattraper le coup d'ici décembre p.2
- La BCE tempore ; les bancaires restent sur leur faim p.3
- Brexit, rira bien qui rira le dernier p.4
- Japon, refuge malgré lui p.5
- La situation chinoise se stabilise sur un matelas de dettes de plus en plus préoccupant ; les pays émergents respirent. p.6
- Les marchés se ressaisissent p.7

La Fed a raté le coche en juillet, pas sûre qu'elle puisse rattraper le coup d'ici décembre

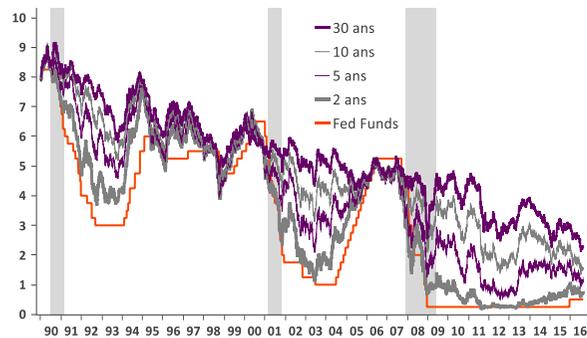
La conjoncture américaine s'est indiscutablement améliorée ces deux derniers mois. Non seulement les créations d'emplois se sont redressées, progressant de plus de 274 000 en moyenne en juin et juillet au lieu de 84 000 au cours des deux mois précédents, mais les indices de confiance des professionnels et la production industrielle sont nettement plus favorablement orientés aujourd'hui que depuis le début de l'année. Dans un contexte de relative accalmie des marchés financiers internationaux, la FED aurait pu saisir la balle au bond fin juillet et préparer le terrain pour une remontée de ses taux directeurs. Le timing du dernier FOMC, trop proche des mauvaises nouvelles du printemps, ne le lui a pas permis. A en juger par les bons résultats économiques de ces derniers jours elle pourrait déjà le regretter et, sauf nouvelle source d'inquiétude imprévisible, tenter de rattraper le coup en rouvrant la porte à une hausse des taux dès son prochain comité de septembre.

Production manufacturière américaine



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux des Fed Funds et principales échéances de LT



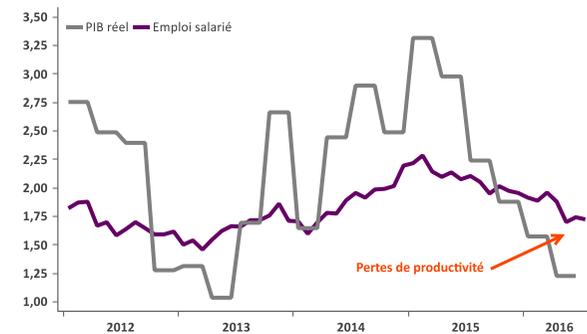
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Difficile, toutefois, d'imaginer que la FED parvienne à modifier radicalement les anticipations des marchés qui, aujourd'hui, chiffrent à peine à cinquante pourcent la probabilité de hausse des taux cette année :

- sauf à modifier radicalement sa communication dans les tout prochains jours, la FED prendrait un risque considérable à relever le niveau de ses taux directeurs le 21 septembre
- Préparer le terrain pour une hausse le 2 novembre, six jours avant l'élection présidentielle, lors d'un FOMC pour lequel il n'est pas prévu de conférence de presse ne serait pas moins périlleux.
- Enfin, s'engager dès à présent en faveur d'un mouvement en décembre, dans un contexte post-électoral très incertain, paraîtrait pour le moins kamikaze... En somme une remontée des taux avant la fin de l'année sera incontestablement difficile.

Pas sûr d'ailleurs que la situation économique encourage bien longtemps un tel passage à l'acte. Car si le climat conjoncturel est meilleur aujourd'hui qu'il ne l'était précédemment, c'est essentiellement au prix de nouvelles pertes de productivité que reflète ci-contre l'écart grandissant entre la croissance annuelle de l'emploi salarié et celle du PIB réel. Le coût de cette situation est élevé en matière de rentabilité des entreprises, expliquant dans une large mesure l'érosion de la croissance des profits et celle de l'investissement productif. Cette faiblesse persistante justifie dans une large mesure la difficulté de l'économie à maintenir le cap d'une croissance solide plusieurs trimestres d'affilée. Il ne serait pas surprenant, dès lors, que l'activité ralentisse de nouveau d'ici à l'hiver dans un contexte, par ailleurs, potentiellement exposé à un risque d'attentisme pré ou post électoral.

Croissance du PIB et de l'emploi américains, GA en %

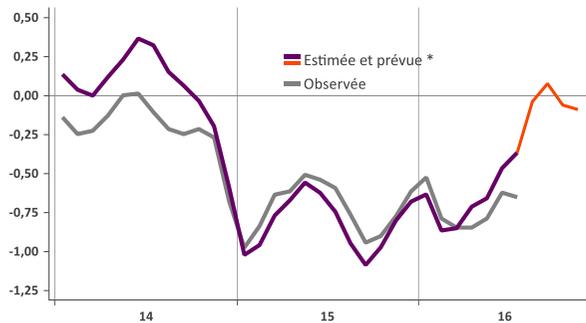


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La BCE tempore ; les bancaires restent sur leur faim

La conjoncture européenne parvient à satisfaire, en dépit d'une croissance nettement ralentie au deuxième trimestre, de 0,3 % après 0,6 %, retombée à 1,6 % sur un an après respectivement 1,7 % au premier trimestre et 2 % à la fin de l'année dernière. L'économie allemande est parvenue à conserver une progression honorable de son PIB, de 0,4 % après 0,7 %, malgré des indicateurs mitigés et un repli de 1 % de la production industrielle durant le trimestre. L'économie française a stagné, sans toutefois préoccuper outre mesure compte-tenu des événements exceptionnels susceptibles d'avoir impacté l'activité -grèves, inondations -, de la forte croissance du premier trimestre et de la résistance des indicateurs INSEE du climat des affaires et de la confiance des ménages. La stagnation de l'économie italienne préoccupe davantage après un premier trimestre en hausse de seulement 0,3 % et sur fond de crise bancaire aux effets de plus en plus visibles sur la situation domestique.

Zone euro - contribution de l'énergie à l'inflation annuelle



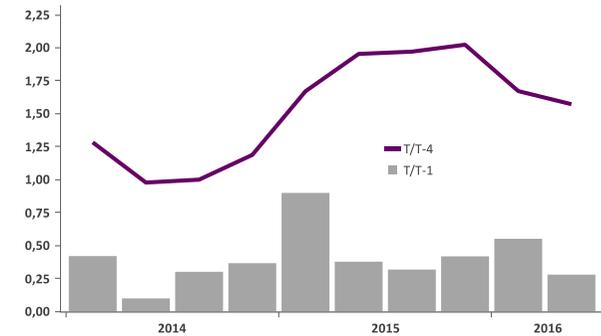
Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* Aux prix du pétrole et EURUSD inchangés jusqu'au 31/12/2016

Dans un contexte de regain d'appétit pour le risque des marchés financiers, les craintes relatives au contrecoup du référendum britannique se sont estompées durant l'été. La BCE n'a donc pas jugé utile d'actionner de nouvelles mesures préventives en juillet et, sauf à imaginer un prolongement de son quantitative easing, on voit mal ce qui pourrait la pousser à faire davantage à brève échéance. Les minutes de sa dernière réunion témoignent d'une relative confiance, en effet, tandis que les tendances inflationnistes sont plutôt à l'amélioration malgré le repli des cours du pétrole en début d'été. La probabilité de voir l'inflation s'accélérer dans un avenir proche est, en outre, relativement forte compte-tenu du retournement à la hausse des cours du pétrole et autres matières premières depuis le début du mois d'août. La BCE devrait donc maintenir le statu quo à brève échéance.

De telles perspectives, alors que s'amenuisent les probabilités de hausse des taux de la FED, ont sans surprise, soutenu le cours de l'euro, revenu au-dessus de 1,13 USD ces derniers jours. Sauf précipitation de la part de la Fed, ce mouvement d'appréciation graduelle devrait être amené à se poursuivre, tandis que la croissance de l'UEM excède dorénavant celle des États-Unis.

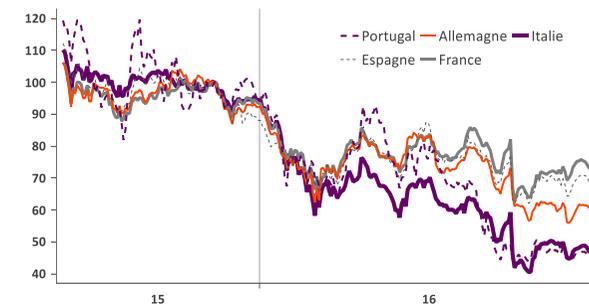
Les vents se réorientent donc en faveur des marchés européens, comme en témoigne depuis le début de l'été la surperformance de l'Eurostoxx 50 par rapport au S&P 500. Un mouvement que l'on serait tenté de voir de poursuivre si la situation bancaire n'était pas aussi préoccupante, la publication des stress tests fin juillet n'ayant, pour l'instant, été suivie d'aucune mesure à la hauteur des attentes s'agissant en particulier des banques italiennes.

Croissance du PIB réel en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indices boursiers* des banques européennes, 1er dec. 2015=100

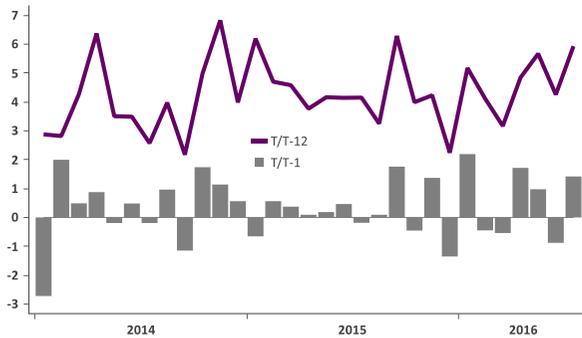


Sources : RichesFlores Research, Macrobond * Russell toutes capitalisations

Brexit, rira bien qui rira le dernier

L'économie britannique semble surprendre par sa résistance depuis le référendum du 24 juin. Si les indicateurs du climat des affaires ainsi que la confiance des ménages ont amplement marqué le contrecoup du vote en faveur d'un Brexit, les indicateurs d'activité sont à ce stade nettement moins préoccupants. La production industrielle est restée inchangée en juin quand, par ailleurs, les dépenses de consommation ont continué de progresser fortement, les ventes de détail affichant une augmentation de 1,4 % en juillet, comparable à celle d'avril et mai, après une contraction de 0,9 % en juin. Enfin, les craintes d'un krach immobilier ne sont, à ce stade guère visible, seul le repli des prix des loyers de 0,5 % l'an à Londres en juillet -le premier depuis la crise de 2009- témoignant pour l'instant de l'impact négatif du référendum.

Croissance des ventes au détail



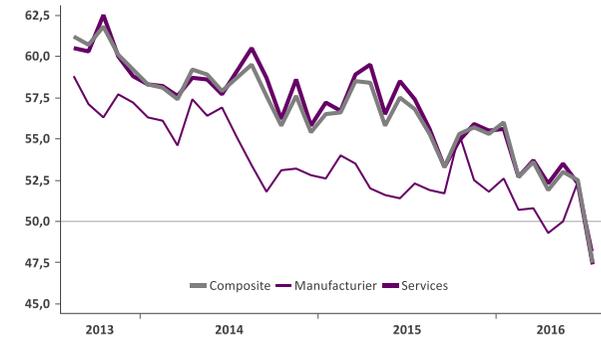
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Au total, à ce stade, le Brexit est presque gagnant-gagnant pour l'économie britannique. Le choc du référendum risque, en effet, surtout de pénaliser les projets d'investissement et les développements sur le front de l'immobilier dont les effets en retour, dès lors qu'ils s'accompagnent d'une politique contra-cyclique significative, pourraient être dilués dans le temps. Les négociations effectives de sortie de l'UE seront, selon toute vraisemblance, plus compliquées et de longue haleine, ces dernières risquant de s'éterniser et/ou de ne débuter que bien plus tard qu'initialement envisagé. C'est bien de ce processus que l'on peut redouter un affaiblissement structurel de l'économie britannique et des relents de pressions baissières sur la Livre susceptibles de créer les conditions d'une instabilité structurelle dommageable.

Il y a plusieurs raisons à cette absence d'impact du vote sur l'activité.

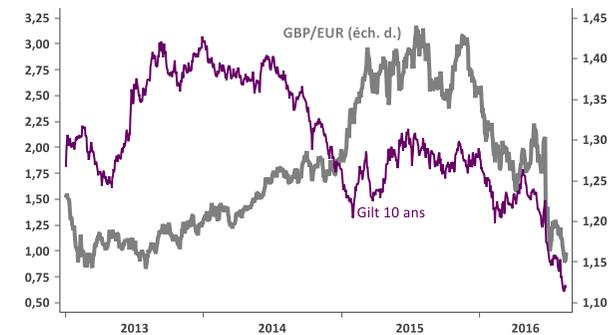
- La première vient, à l'évidence, du fait que les données couvrant la période post-référendum sont encore très peu fournies, la plupart des statistiques mensuelles disponibles s'arrêtant en juin.
- La deuxième vient du fait que le Royaume-Uni n'a pas encore quitté l'UE, ni même d'ailleurs actionné l'article 50 du traité de Lisbonne à partir duquel les négociations sur les conditions de sa sortie débuteront. Le pays est donc en mesure de profiter du regain de compétitivité d'une Livre très affaiblie.
- Enfin, La formation rapide d'un nouveau gouvernement, les promesses d'actions de soutien économique et l'assouplissement monétaire enclenché par la Banque d'Angleterre sont autant d'éléments à même, non seulement, de rassurer à court terme mais également de soutenir l'activité et les revenus de ménages très lourdement endettés.

Enquêtes PMI Royaume-Uni



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

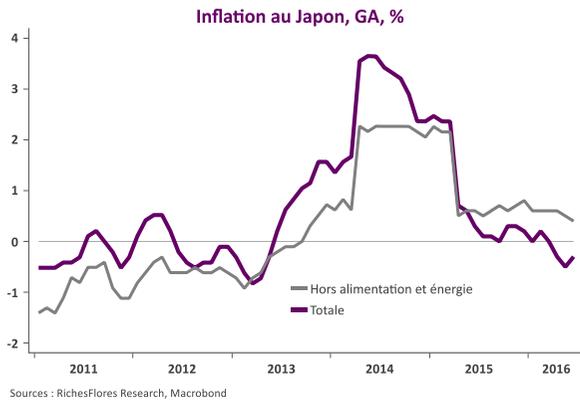
Taux longs et taux de change de la Livre contre euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

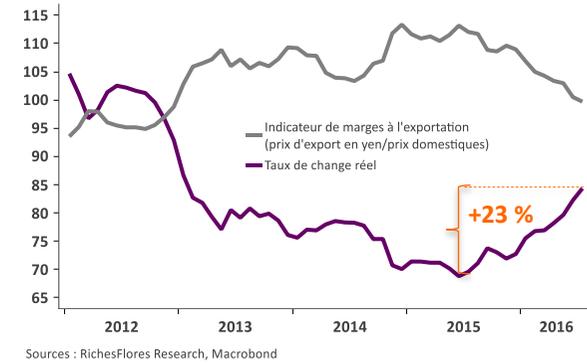
Japon, refuge malgré lui

L'économie japonaise inquiète, sinon les investisseurs, du moins ses responsables, à la manœuvre pour contrer les effets pervers et périlleux de la montée du yen. La devise japonaise s'est appréciée de 23 % en termes réels depuis son point bas de juin 2015, un choc d'ampleur que la seule politique monétaire ne parvient à contrer dans un contexte d'aversion persistante pour le risque. Si l'impact sur l'économie nipponne est encore relativement ténue, grâce en particulier au regain de croissance de la demande domestique des consommateurs, le risque encouru par le pays est considérable à terme, le Japon s'exposant non seulement au contrecoup boursier du rétrécissement des marges de ses entreprises exportatrices mais également à l'érosion de ses revenus extérieurs, principale source d'excédent courant.



L'inaction de la BoJ en juillet a été reçue comme un signal d'importance par les marchés qui semblent avoir vu dans cette décision l'expression d'une arrivée en bout de course de ses marges d'action quand la BoJ n'a pas manqué d'exprimer ses doutes quant à la faible efficacité des moyens jusqu'alors mis en place pour parvenir à son objectif d'inflation. Tandis que le yen a modérément réagi à l'absence de mesures additionnelles de soutien monétaire, les marchés obligataires ont, à l'inverse, fortement baissé, les taux à terme effaçant l'intégralité de la baisse alimentée par le regain de spéculation sur l'adoption de nouvelles mesures d'assouplissement monétaire depuis le début juin.

Taux de change réel du yen et marges à l'exportation du Japon



Fort du succès du Premier Ministre Abe lors des élections sénatoriales de juin, le gouvernement prend dès lors le relais de la politique monétaire avec, à l'appui, une amplification des efforts de relance concentrés sur les deux ans à venir, le paquet révisé totalisant 28Trn de yens, l'équivalent de 246 Mds d'euros ou de 5,3 % du PIB), fait de programmes d'infrastructures et de la mise à l'écart du projet d'augmentation de la TVA censé intervenir en 2017. Si l'on peut attendre de ce dispositif qu'il dope l'activité domestique à court terme, difficile de dire s'il sera *in fine* plus efficace que le triptyque des Abenomics de 2012 tant, on le comprend, son impact dépendra *en définitive* probablement davantage de la tournure de la conjoncture internationale que des seules initiatives locales. Quoi qu'il en soit, le pari du Premier Ministre Shinzo Abe d'une augmentation du PIB de 20 % d'ici 2020, paraît pour le moins fantaisiste.

Rendements des emprunts d'Etat japonais

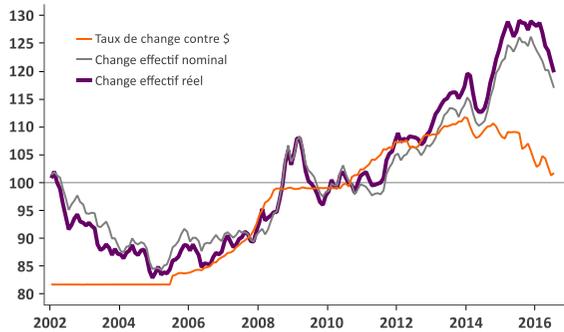


La situation chinoise se stabilise sur un matelas de dettes de plus en plus préoccupant ; les pays émergents respirent.

L'économie chinoise a délivré des indicateurs réconfortants depuis le début de l'été, qu'il s'agisse des tendances de la production industrielle, des ventes de détail et d'automobiles ou des indicateurs du climat des affaires ci-contre illustrés par le indices PMI Markit. Par ailleurs, les pressions déflationnistes encore très fortes en début de printemps semblent céder du terrain sous le double jeu de la remontée des cours des matières premières et des effets de la dépréciation du yuan, dont le taux de change effectif, réel comme nominal, a reflué de quelques 7 % depuis le début de l'hiver 2015.

Grand absent de ces signaux d'amélioration, le commerce extérieur reste la lanterne rouge de la conjoncture de ces derniers mois, ni les exportations ni les importations ne parvenant à retrouver des couleurs.

Taux de change du yuan, 2010=100

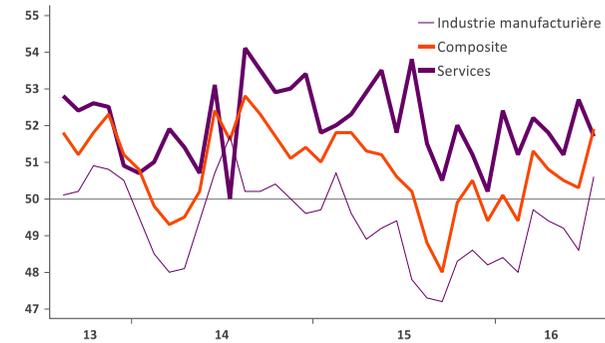


Sources: RichesFlores Research, Indices J.P. Morgan, Macrobond

Les cours ont ensuite été soutenus par la publication de bons chiffres de l'emploi américain ; un dollar faible dans un contexte d'incertitudes sur les intentions de la FED et les stocks américains de pétrole ressortis en recul la semaine dernière. À court-terme, cette progression permet sans doute de mettre à l'écart le scénario d'une rechute des cours sous les quarante dollars. Les éléments manquent toutefois pour convaincre de l'amorce d'un mouvement de hausse durable.

Le rebond du marché pétrolier s'est diffusé à la plupart des matières premières. Les produits agricoles ont rebondi de 3 % depuis le début du mois, après une baisse de 8 % (S&P GSCI), notamment porté par le blé ; les métaux industriels ont moins profité de ce mouvement haussier mais n'avaient pas subi de baisse en juillet ; enfin, l'or a continué de bénéficier du contexte de bas niveau des taux longs.

PMI chinois



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

En l'absence de reprise sur le front de l'activité extérieure, les doutes sur les relais de croissance sont importants. L'envolée des dettes des entreprises et des ménages, y compris depuis de début de l'année a conduit le FMI à adresser un avertissement au pays la semaine dernière sur l'effet du surendettement sur la croissance future. Si la conjoncture va mieux, les perspectives restent entachées de grandes incertitudes quant à la capacité du pays à renouer avec un contexte de croissance stable.

Les résultats récents en provenance de l'Empire du Milieu ont toutefois constitué un soulagement pour l'ensemble du monde émergent sur fond, qui plus est, de redressement des marchés des matières premières, après un début d'été particulièrement chahuté. Ainsi, les cours du pétrole qui avaient reperdu 10 \$ en juin-juillet se sont vivement ressaisis en août après l'annonce par l'Arabie Saoudite d'une réunion de l'OPEP courant septembre pour parvenir à une stabilisation de la production.

Cours spots du pétrole brut (Brent), USD/baril



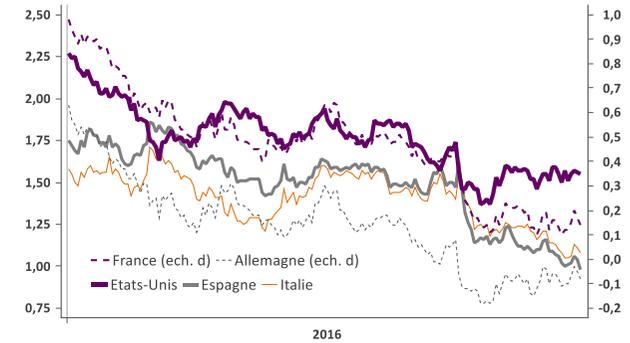
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les marchés se ressaisissent

Après un début d'été très agité, marqué par une forte instabilité, les trois premières semaines du mois d'août ont finalement été porteuses pour les marchés, le renfort des politiques monétaires et budgétaires à travers le monde l'emportant sur les craintes persistantes à l'égard de la situation économique fondamentale.

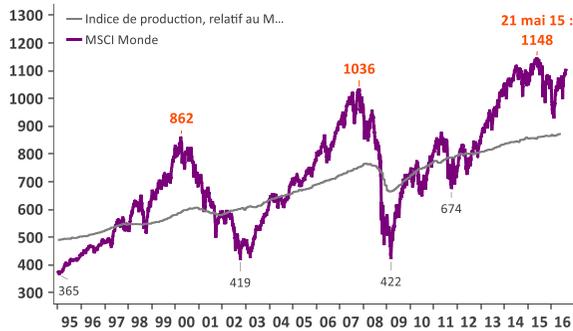
Les taux à long terme sont restés faibles, plombés par l'annonce d'un renouvellement du quantitative easing de la Banque d'Angleterre et une nouvelle dissipation des anticipations de hausse des taux de la Fed. Les anticipations d'inflation des marchés de taux sont restées faibles, insensibles à la remontée des cours du pétrole. En zone euro, les spreads de taux se sont notablement réduits, notamment dans les cas espagnol et italiens où les taux à dix ans flirtent avec des plus bas de 1 % début août.

Rendement des emprunts d'État à 10 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

MSCI Monde et production industrielle



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'ensemble a porté les marchés mondiaux, l'indice MSCI monde renouant avec un plus haut depuis son pic de mai 2015 sous l'impulsion tout à la fois de la bonne tenue des indices américains allant de records en records, du ressaisissement des places émergentes et d'un réveil européen.

En l'absence de hausse des taux de la FED, les perspectives économiques plus encourageantes, dopées par les initiatives de politique monétaire et budgétaire à travers le monde, devraient être en mesure de continuer à soutenir les marchés mondiaux, quand bien même, les fondamentaux économiques de piètre qualité et la valorisation élevée du marché américain, limitent le potentiel d'appréciation des marchés actions. Une avancée sur les questions fâcheuses, en particulier celle des banques italiennes, serait assurément nécessaire pour renouer avec un scénario véritablement plus optimiste.

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