



Le retour de la volatilité annonce-t-il la fin du « bull market » ?

La croissance allemande s'affaïsse. Rien ne va plus dans la zone euro. Baisse de l'euro et chute du pétrole agiront pourtant comme un choc de compétitivité et de l'offre sur la croissance.

Points clés:

- La progression de l'euro de 1.20 à 1.40 aura finalement eu raison de la croissance allemande
- Les exportations et la production industrielle sont en chute libre (-5.8% et -4%)
- Les marchés paniquent en octobre et s'inquiètent de la contagion possible à la croissance mondiale
- Le taux de change vient au secours des risques déflationnistes et à la baisse de compétitivité
- L'Allemagne ne sera pas la seule à bénéficier de la dévalorisation en cours de l'euro
- La croissance américaine est solide et profitera aussi de la poursuite de la baisse sur les taux longs
- La chute du pétrole et des cours de l'énergie agira comme un choc de l'offre positif sur la demande mondiale
- La volatilité récente annonce-t-elle la fin du « bull market » ?

La faiblesse de la zone euro et la progression de l'euro de 1.20 à 1.40 auront finalement eu raison de la croissance allemande

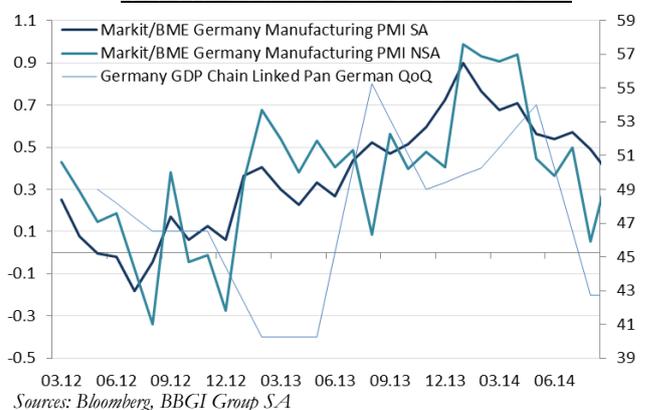
La croissance économique dans la zone euro n'a cessé de décevoir les observateurs en 2014, mais la résistance de l'économie allemande jusqu'au 2^{ème} trimestre constituait encore une des rares sources d'espoir et de réconfort pour les investisseurs.

L'entrée en phase de décroissance de l'économie allemande au 2^{ème} trimestre a donc pris les marchés par surprise et sonné le glas des perspectives de reprise en Europe. En effet, en l'absence de son moteur exclusif de croissance, l'Europe est à nouveau en proie aux incertitudes et aux révisions à la baisse des perspectives pour l'ensemble de l'année 2014 et pour 2015.

La chute de la croissance allemande au 2^{ème} trimestre (-0.2% du PIB) a donc surpris, comme si la 1^{ère} économie de la zone euro pouvait traverser sans encombre les pires adversités sans jamais en subir les moindres effets. La baisse de la demande européenne et la hausse de l'euro de 1.20 à 1.40 - souvent expliquée par l'excédent commercial allemand - auront finalement eu un effet sur la compétitivité et les exportations allemandes qui enregistrent en août leur plus forte chute depuis janvier 2009 (-5.8%) et la plus forte contraction de la production industrielle également (-4%).

Il est vrai que l'économie allemande avait su résister à la faiblesse de l'économie de la zone euro, des économies émergentes et du Japon, avant de devoir céder aux effets négatifs de la dernière hausse de l'euro sur sa compétitivité entre 2012 et 2014. Jusqu'à cette date, l'Allemagne pouvait effectivement être considérée comme une championne invincible de la lutte économique mondiale, car son excédent commercial et sa balance courante, déjà élevés, s'étaient accrus et stabilisés autour de 7% de son PIB.

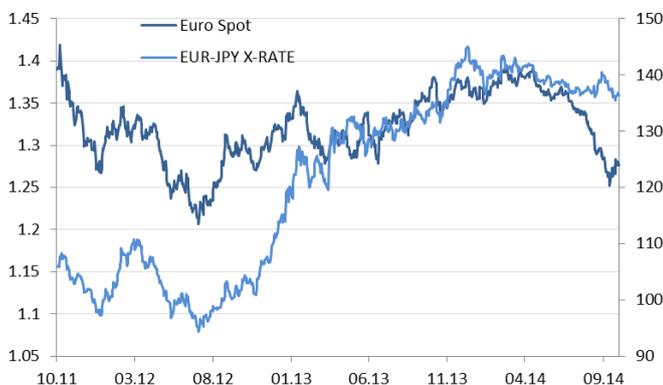
Croissance du PIB allemand et PMI



Elle semblait même être immunisée contre la hausse de la devise européenne, dont les effets sur sa compétitivité ne

se sont pas matérialisés pendant la phase d'appréciation de l'euro. En effet, entre 2012 et 2014, l'euro/yen s'est apprécié de +54%, une hausse bien plus importante que celle observée sur l'euro/dollar pendant la même période (+16%).

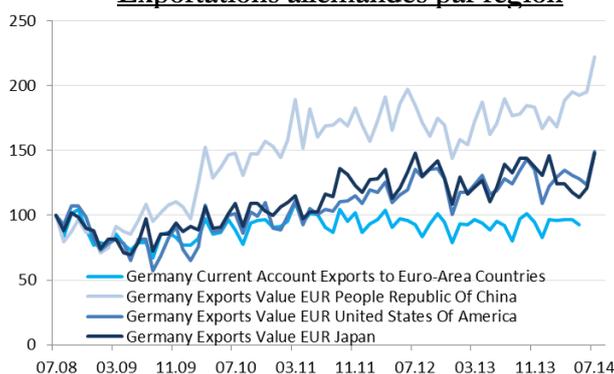
Taux de change euro/dollar et euro/yen



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Depuis le début de la crise en 2008, les exportations allemandes ont tout d'abord subi une contraction avant de progresser à nouveau très régulièrement. Les exportations en direction de la plupart des zones économiques, à l'exception de la zone euro, ont désormais dépassé les niveaux observés avant le début de la crise. Les parts de marchés ont très nettement progressé aux Etats-Unis et en Europe hors zone euro. La balance commerciale allemande s'est ainsi fortement améliorée avec les Etats-Unis, mais aussi avec le Japon en raison notamment d'une diminution parallèle des importations et en dépit de la hausse de l'euro contre le yen.

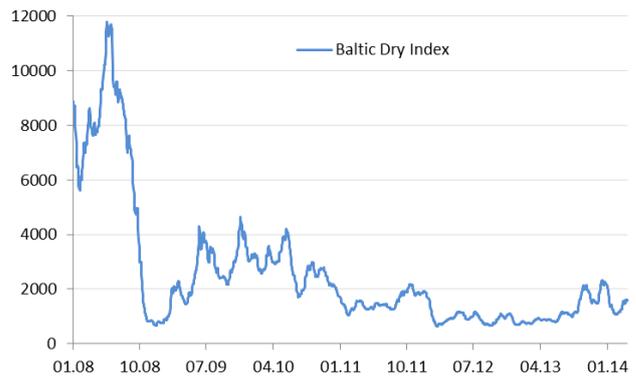
Exportations allemandes par région



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'Allemagne a donc été capable de retrouver, malgré une hausse de l'euro, un niveau d'exportations aussi élevé qu'avant 2008, alors que le commerce mondial est dans le même temps resté très faible et sans véritable reprise.

Commerce mondial



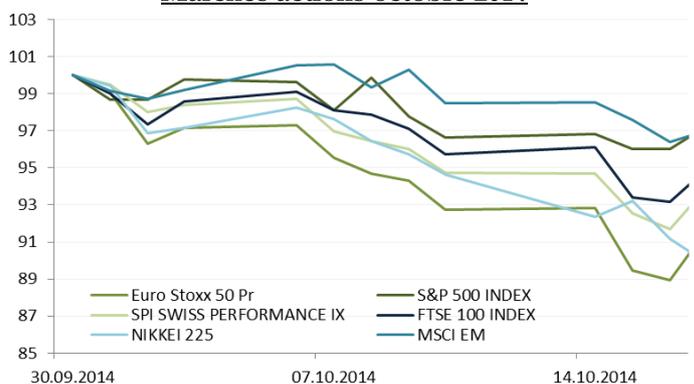
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'évolution de la balance commerciale allemande a ainsi bénéficié d'une amélioration des termes de l'échange depuis 2009 de près de 120 mds d'euros avec les Etats-Unis (40), la Chine (40) et le Royaume-Uni (40), d'environ 30 mds d'euros avec les pays émergents, 20 mds d'euros avec les pays de l'OPEP, pour une chute d'environ 50 mds d'euros avec ses partenaires de la zone euro. Mais en août, l'excédent commercial chutait finalement de 22.2 mds d'euros en juillet, à seulement 17.5 mds d'euros.

Les marchés paniquent et s'inquiètent de la contagion possible à la croissance mondiale

La conjoncture européenne inquiétait déjà les investisseurs avant la publication de ces derniers chiffres économiques allemands. Mais le fait que le moteur de la croissance allemande soit désormais touché a constitué un véritable choc et remis en question le dernier espoir de la zone euro. L'absence d'annonce de nouvelles mesures de politique monétaire claires lors de la dernière réunion de la BCE a certainement déçu les observateurs, même si celle-ci a suggéré vouloir relancer la croissance de son bilan par des injections pouvant atteindre 1'000 mds d'euro. L'inefficacité à ce jour du dernier TLTRO a participé à la défiance des marchés, qui s'inquiètent naturellement du dérapage de l'activité économique.

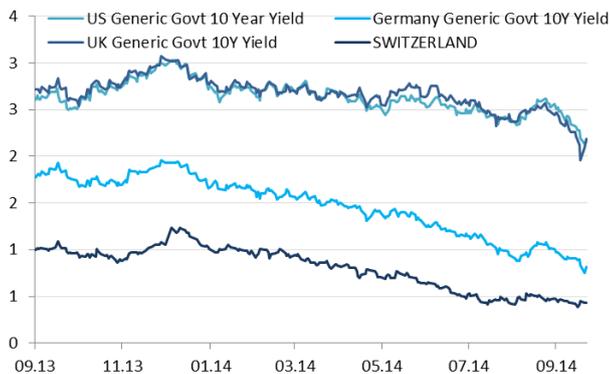
Marchés actions octobre 2014



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La chute des bourses européennes de -15% (intraday) en seulement 20 jours est la première conséquence brutale de cette nouvelle défiance. Mais du côté obligataire aussi, les effets se sont fait sentir par une rechute des taux longs de 0.95% à 0.65% sur la dette allemande, de 2.6% à 2.1% sur le trésor américain et de 2.6% à 1.95% sur la dette du Royaume-Uni.

Taux d'intérêt 10 ans Eurozone, USA, UK, Suisse



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La vive réaction des marchés financiers en octobre souligne une nouvelle fois la saisonnalité souvent enregistrée pendant ce mois, historiquement plus volatile. La hausse de l'indicateur de stress (indice VIX) des marchés actions de 12% à 30% pendant cette période témoigne déjà de la hausse de la volatilité à court terme.

Mais avec le stress à court terme constaté sur tous les marchés actions, les risques de contagion du ralentissement européen à l'économie américaine nous semblent aujourd'hui surestimés.

La croissance américaine semble au contraire de plus en plus solidement installée. La très grande majorité des statistiques récemment publiées montrent en effet une croissance soutenue au 3^{ème} trimestre 2014. Ainsi, les craintes de ralentissement aux Etats-Unis nous paraissent clairement très peu fondées.

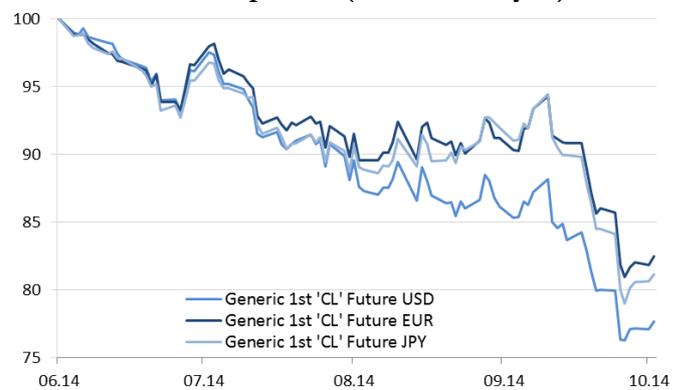
La correction des cours de l'énergie constitue un choc de l'offre favorable à la croissance

La chute de -24% des cours du brut observée entre juin et octobre peut déjà être considérée comme un choc de l'offre susceptible de soutenir la croissance aux Etats-Unis et dans le reste du monde. Les marchés ont en effet une lecture très sélective de la baisse du pétrole. Variable macro par excellence, les cours du pétrole ont des effets systématiques sur les coûts de production, les marges des entreprises, l'inflation, le pouvoir d'achat, etc. Une baisse du pétrole a des effets positifs sur la confiance des ménages et la consommation à terme, elle

équivaut indirectement à une baisse d'impôts. Les marchés se concentrent pour l'instant sur l'impact attendu sur l'inflation et réduisent leurs anticipations, justifiant ainsi peut-être un peu trop vite une baisse des taux longs sur fond de rééchelonnement possible du QE et d'un éventuel QE4.

Une chute du pétrole de -10% pourrait avoir un impact d'environ +0.3% sur la croissance aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Difficile d'évaluer avec précision cependant les effets probables aux 3^{ème} et 4^{ème} trimestres d'un cours du brut 25% plus bas qu'en juin, mais la contribution devrait être positive pour l'économie américaine et les économies émergentes.

Cours du pétrole (dollar/euro/yen)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si la baisse des cours du brut est forte en dollars (-23.8%), elle est naturellement un peu plus faible en euros (-19%) ou en yens (-21%), compte tenu de la baisse de ces devises contre le dollar au cours des dernières semaines.

Le ralentissement de la demande mondiale de pétrole, mais surtout la hausse très sensible de l'offre de pétrole non conventionnelle aux Etats-Unis et dans les pays de l'OPEP a provoqué cette chute des cours, qui devrait donc avoir un effet positif sur le coût des importations d'énergie, notamment au Japon, pays particulièrement dépendant des énergies fossiles.

Mais la chute des cours du pétrole a aussi un effet positif sur l'inflation et sur les taux nominaux. La baisse des taux nominaux doit ainsi pouvoir accompagner la baisse des cours pour éviter un impact indirect défavorable sur les taux d'intérêts réels pouvant freiner la croissance.

La chute de l'euro réduit les risques déflationnistes et améliore la compétitivité

Le risque de freinage existe pourtant bel et bien en Europe en raison essentiellement de taux d'intérêts réels

encore positifs, alors qu'ils ont été négatifs en comparaison aux Etats-Unis, au Royaume-Uni entre 2011 et 2013, puis depuis 2013 au Japon. La reprise de l'activité économique fut stimulée dans ces pays par des taux d'intérêts réels négatifs, tandis qu'en Europe, la hausse de l'euro et la tendance déflationniste observée depuis 2011 ont maintenu des taux réels positifs, qui constituent encore aujourd'hui un frein à la croissance.

La correction de l'euro depuis le mois de mai devrait donc permettre de lutter contre la spirale déflationniste, qui rapproche dangereusement de zéro l'inflation de la zone euro. Il apparaît donc indispensable pour la zone euro de poursuivre une politique de réduction des taux d'intérêt réels, qui passe aujourd'hui certainement par une chute de la devise unique, seul moyen de relancer rapidement l'inflation par le biais d'une hausse des coûts des importations.

On estime à environ +3.5% l'impact sur les importations d'une dépréciation de l'euro d'environ -10%. La chute actuelle de l'euro pourrait donc, si elle se stabilise, conduire à une hausse des importations d'environ +4% et à un effet indirect sur l'inflation domestique et le CPI. La dépréciation de l'euro aura donc un impact non négligeable sur l'inflation européenne et pourrait ainsi avoir un effet favorable sur les taux d'intérêt réels.

Malheureusement, la chute des cours du brut de ces derniers mois intervient au mauvais moment et réduit l'impact de la baisse de la devise. Le même phénomène s'observe au Japon. Il faudra donc sans doute un rebond des cours du brut et une baisse plus importante et durable de la devise européenne pour observer un effet significatif sur les conditions de financement et sur les taux d'intérêt déflatés. Nous estimons que ce scénario a la probabilité de survenance la plus élevée compte tenu de la situation particulièrement inquiétante de l'économie européenne.

La corrélation entre le taux de change et la croissance du PIB des pays européens est parfois significative, notamment pour les pays dont le PIB est très influencé par le niveau des exportations. Un retour de l'euro sur les niveaux de 2011 devrait permettre à l'économie allemande de retrouver sa compétitivité.

Est-il déjà temps d'anticiper les effets positifs de la correction récente de l'euro sur les exportations allemandes et oublier la plus forte chute mensuelle des exportations depuis 2009 ? Peut-être pas, mais c'est d'ailleurs sans doute moins de l'Allemagne que des trois plus grands pays européens que pourrait venir la surprise.

En effet, l'élasticité des exportations au taux de change semble bien supérieure en France, en Espagne et en Italie qu'en Allemagne.

Cette plus faible élasticité lui a justement permis de mieux résister à la hausse de l'euro. Elle limitera sans doute aussi la réactivité de l'Allemagne à la dépréciation actuelle de l'euro. Une élasticité supérieure de 3x à 4x à celle de l'Allemagne profitera donc peut être plus à la France, à l'Espagne et à l'Italie.

La volatilité récente annonce-t-elle la fin du « bull market » ?

La réaction des marchés financiers au flux de statistiques négatives de la zone euro nous semble plus liée à la saisonnalité négative des mois de septembre-octobre, qu'à un réel changement des perspectives économiques mondiales. Certes, le ralentissement allemand n'est pas une bonne nouvelle, mais l'absence de croissance en Europe n'est à notre avis pas une surprise et n'aura pas d'effet majeur sur l'économie américaine. D'autre part, la baisse du pétrole, la dépréciation de l'euro et la poursuite de la baisse des taux nominaux contribueront désormais à améliorer les chances de relance en Europe et dans le monde.

Conclusion

La correction récente des cours de l'énergie constitue un facteur positif tant pour les Etats-Unis que pour le reste du monde. Les perspectives économiques sont renforcées par la chute du pétrole. La baisse de l'euro aura un effet positif sur la compétitivité européenne. Les marchés actions ont à nouveau subi des prises de profits à quelques semaines de la fin de l'année, mais les valorisations sont désormais plus raisonnables et justifient peut-être déjà un repositionnement pour 2015.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch