



V. Riches-Flores

Retrouvez nous sur :  
[www.richesflores.com](http://www.richesflores.com)

7 février 2014

L'asymétrie de gestion des risques par la BCE **p. 1**

Zoom sur les données de la semaine **p. 3**

## L'asymétrie de gestion des risques par la BCE

Que la BCE ait une gestion asymétrique des risques liés à l'évolution des prix n'est pas véritablement un scoop et si certains pouvaient encore en douter, la démonstration d'hier ne laisse plus de place au doute. Mario Draghi ne constate pas de déflation et justifie ainsi de ne rien modifier à sa politique. Il faudra donc attendre d'être certain que la zone euro soit prise à la trappe avant d'envisager un déploiement de l'artillerie que le Président de la BCE nous promet de détenir. Cela tranche assurément avec sa politique de prévention... à l'égard du risque inflationniste. Rassurons-nous toutefois, la BCE publiera dès le mois de mars ses prévisions d'inflation à horizon 2016 et s'il s'avère que celles-ci aboutissent à un scénario préoccupant, alors elle fera ce qu'il se doit... Résultat, les spéculations sur les prévisions du mois de mars vont bon train et pourtant, qui peut être dupe au point de croire que le propre scénario de la BCE la conduise à invalider sa position du mois de février ?

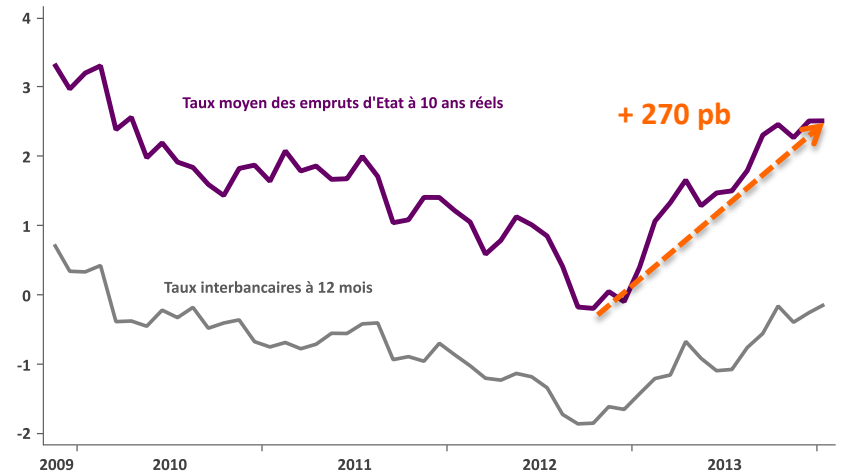
**La BCE, c'est presque certain, ne changera pas sa politique de sitôt. Dans notre scénario, aucune baisse des taux directeurs n'apparaît avant la fin de cette année, mais seulement courant 2015 (cf. [scénario](#)).**

**Cette asymétrie dans la gestion de la BCE a plusieurs implications.**

- La première, la plus grave, est bien entendu d'accroître le risque effectif de déflation, notamment par la hausse des taux d'intérêt réels qu'implique la chute des taux d'inflation. C'est, en effet, à ce stade, davantage par ce jeu que par celui d'un changement d'anticipations des agents, que la baisse du taux d'inflation représente la plus grande menace. Depuis leur point bas d'octobre 2012, à -0,2 %, les taux d'intérêt réels à 10 ans ont augmenté de 2,70 points, soit plus que le repli de 1,9 points du taux d'inflation. Les taux d'intérêt réels de la zone euro sont dès lors substantiellement plus élevés que ceux observés aux États-Unis, lesquels,

malgré une hausse également très forte n'excédaient pas 1,4 % en décembre.

### Taux d'intérêt réels en zone euro, en %



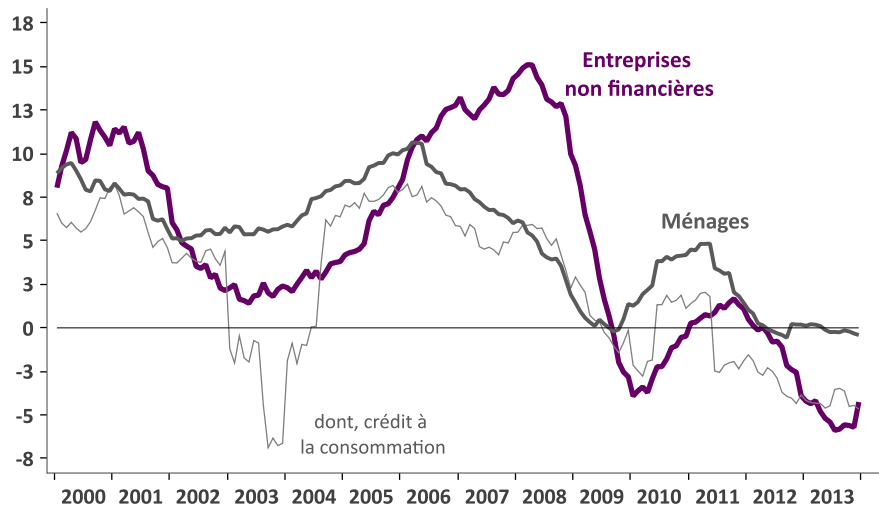
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une telle hausse est problématique à plus d'un titre. En premier lieu parce qu'elle renchérit sensiblement le coût de la dette publique et rend d'autant plus difficiles les tentatives d'assainissement menées par les États en difficulté de la zone euro. Cette situation entretient par là-même le besoin de politiques budgétaires restrictives, elles-mêmes à forte influence déflationniste.

- La hausse des taux d'intérêt réels n'est pas non plus le meilleur moyen de restaurer la croissance du crédit et d'interrompre la chute de la croissance de la masse monétaire constatée ces derniers mois.

Tenter de restaurer la croissance du crédit à l'économie sans contrer la hausse des taux réels qui l'accompagne n'a guère de sens. Quels agents économiques pourraient envisager de s'endetter sur une base de taux réels de 2,5 % dans la situation présente ? Très certainement, très peu de PME et encore moins de ménages. L'effet est donc éminemment déprimant sur l'investissement productif ou immobilier et en retour également déflationniste.

### Croissance annuelle du crédit au secteur privé



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Cette asymétrie de gestion du risque a, enfin, un effet maintenant bien reconnu, sur l'évolution du taux de change de l'euro et ceci d'autant plus que le biais de la BCE est inverse à celui privilégié ces dernières années par les autres grandes banques centrales. **Qu'importe ses conséquences économiques, la déflation a ce pouvoir de protéger le pouvoir d'achat de la monnaie et, par conséquent, de la faire s'apprécier**, en témoigne l'expérience nipponne des années 2000. Or l'appréciation du change ajoute encore au cocktail déflationniste, en particulier par les efforts supplémentaires qu'elle impose aux entreprises en matière de coûts.

Plutôt que de tenter de déceler dans le comportement des ménages si ceux-ci en sont déjà au point de repousser leurs achats –signal que nous serions déjà bel et bien en déflation–, la BCE serait bien inspirée de se préoccuper des implications de la hausse des taux réels l'évolution de la croissance et des prix futurs.

Véronique Riches-Flores  
[contact@richesflores.com](mailto:contact@richesflores.com)

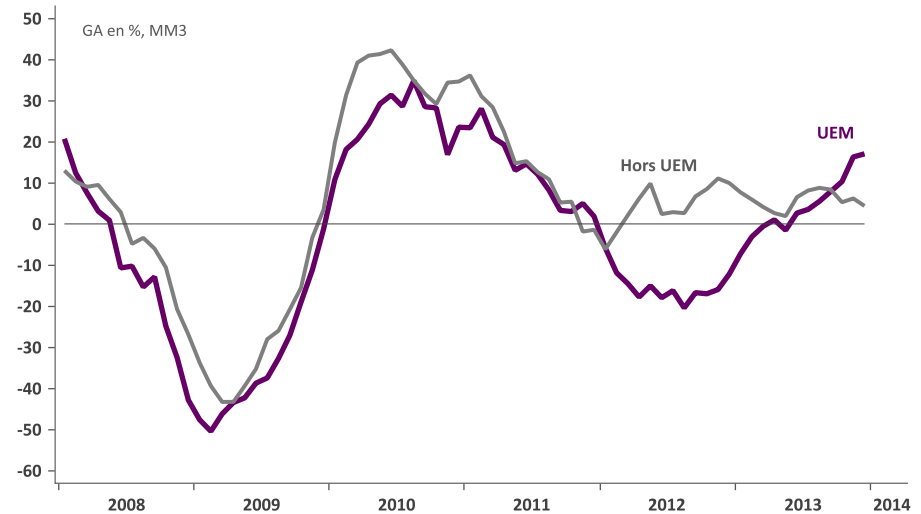
## La reprise en zone euro est insuffisante pour assurer un rebond des exportations allemandes

Les données publiées cette semaine continuent à souligner les effets bénéfiques de la reprise de l'activité en zone euro pour l'Allemagne. Les commandes à l'industrie allemande en provenance de la zone euro se sont sensiblement améliorées en effet, marquant en janvier une progression de plus de 17 % sur douze mois pour ce qui concerne les biens d'équipement. Pour autant, les perspectives à l'exportation de l'Allemagne ne profitent que marginalement de cette embellie régionale, pour cause, les commandes en provenance du reste du monde stationnent. Le croisement des deux courbes du graphique de droite est caractéristique de ce que l'on observe ces derniers mois dans bien des secteurs.

La détérioration de la situation dans les pays émergents commence, en effet, à avoir des effets de plus en plus notables sur l'économie allemande dont témoignent les chiffres décevants des exportations (stagnantes) et de la production industrielle du mois de décembre, en repli de 0,6 %.

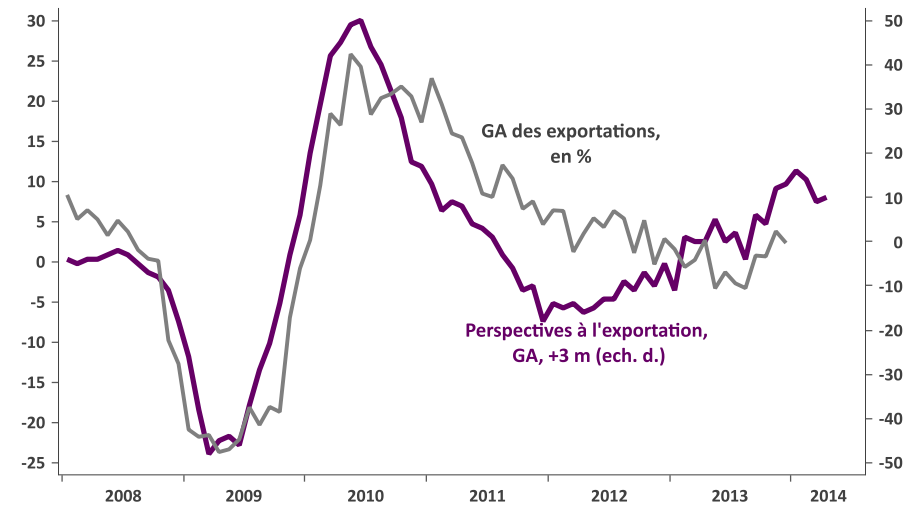
**Il y a là un risque évident de déceptions pour les mois à venir.**

### Commandes de biens d'équipement à l'industrie allemande



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Exportations et perspectives des industriels sur leurs exportations



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

## Emploi américain, le flou reste entier

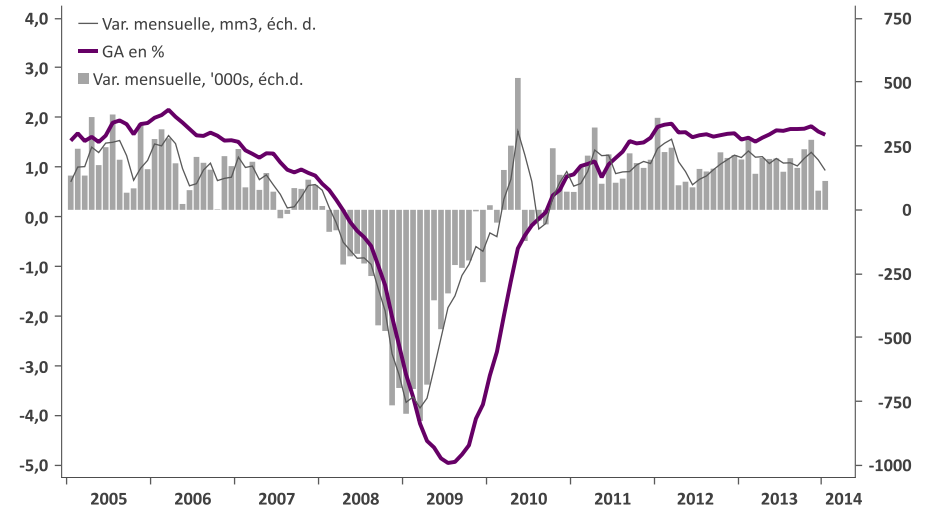
Conditions climatiques ou réel décrochage ? Les données du mois de janvier ne permettent pas de lever les incertitudes sur les tendances sous-jacentes des créations d'emplois aux États-Unis. À 113 000, les créations de postes sont assez largement inférieures aux attentes du consensus mais ce dernier a-t-il vraiment les moyens de chiffrer les conséquences des intempéries...

La baisse du taux de chômage, à 6,6 % est, dans un tel contexte plus problématique qu'autre chose pour la Fed. Difficile en effet de trouver matière à justifier une temporisation éventuelle de son exercice de tapering avec un taux de chômage à ces niveaux-là.

Par ailleurs, la bonne nouvelle d'une légère remontée du taux de participation des plus de 16 ans (de 62,8 % à 63 %) est annulée par celle du repli du taux d'activité des jeunes de 16 à 24 ans, dont le niveau piétine à des plus bas depuis le milieu des années soixante.

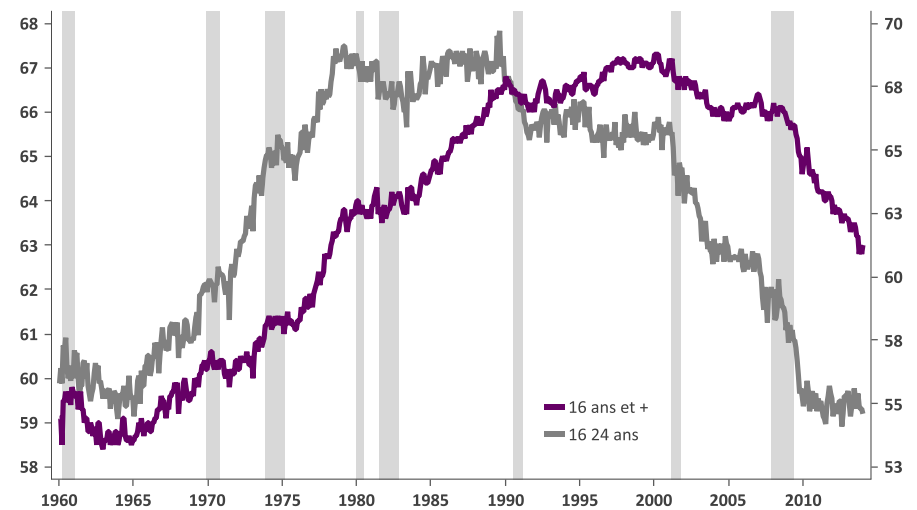
**Difficile, au total, de tirer des conclusions de cette livraison de janvier.**

### États-Unis : emploi salarié non agricole



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

### Taux de participation à la vie active



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

## Au Brésil, des données économiques préoccupantes malgré le retour au calme des marchés

Les tensions se sont apaisées sur les marchés émergents ces derniers jours après la panique de la semaine dernière. Les devises se sont stabilisées et les marchés boursiers se sont le plus souvent repris.

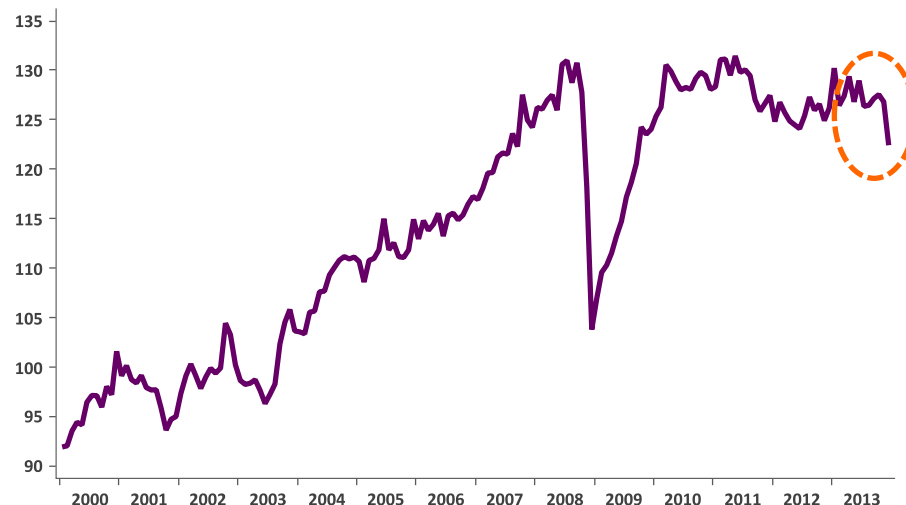
Reste que la situation économique continue à inquiéter et que les hausses des taux et les turbulences des marchés des changes de ces derniers mois commencent à produire leurs effets négatifs sur l'activité.

La chute de la production industrielle enregistrée au Brésil en fin d'année dernière est, à ce titre, particulièrement préoccupante. Alors que l'indicateur mensuel du PIB du pays est resté très faible ces derniers mois, le pays renoue avec un risque élevé de récession.

Malgré la forte dépréciation du réal depuis le printemps 2013, les exportations brésiliennes restent anémiques tandis que les importations sont encore largement soutenues par la demande de biens d'équipements. L'ensemble, aggravé par la détérioration des termes de l'échange, pèse sur le solde commercial qui s'est à nouveau détérioré ces derniers mois.

**La situation reste donc très fragile, à même de justifier une nouvelle vague de panique sous peu.**

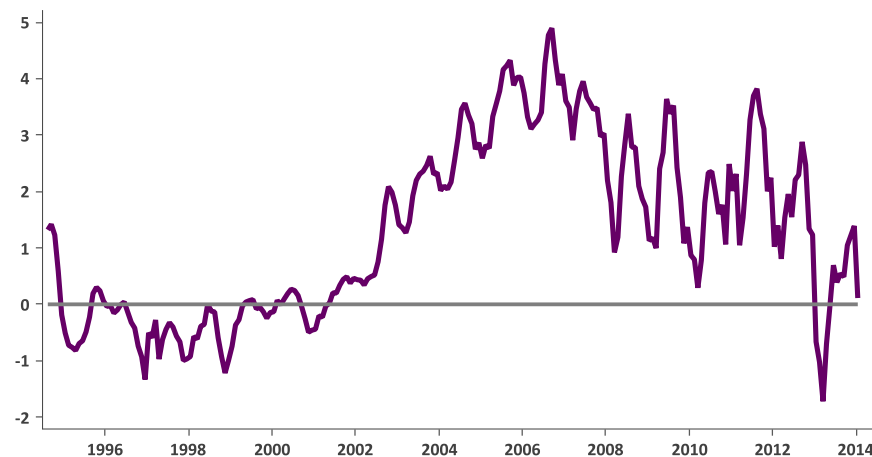
**Brésil : Production industrielle, indice**



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

**Brésil : balance commerciale**

En milliards d'USD, 3MM



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. **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 saurient 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](mailto:contact@richesflores.com)