

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

L'HUMEUR DU VENDREDI

HANGEMENT DE DÉCOR



V. Riches-Flore:

Retrouvez nous sur : www.richesflores.com

27 février 2015

Changement de décor

Les signes d'amélioration de l'activité s'accumulent en zone euro et force est de constater que les choses vont vite! Au stade où nous en sommes les bonnes surprises ne devraient pas nous quitter de sitôt compte-tenu des enchaînements positifs que devrait produire, au moins tout au long du premier semestre, le regain de la demande en cours. Alors que le QE de la BCE n'a pas encore commencé, notre objectif sur l'Euro Stoxx 50, tout juste atteint cette semaine, doit-il être rehaussé et, dans le cas contraire, d'où pourraient venir les freins à l'embellie en cours ?

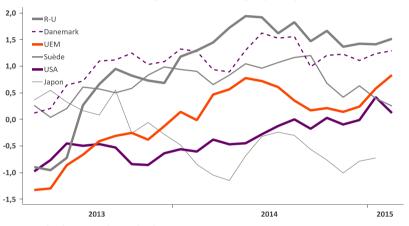
La revanche des consommateurs de la zone euro

Les indicateurs de ces derniers jours ne laissent que peu de doutes : les consommateurs de la zone euro sont de retour.

 Depuis son point bas du mois de novembre, la confiance des ménages n'a cessé de s'améliorer. En février l'indice de la Commission européenne a ainsi retrouvé son plus haut niveau depuis octobre 2007. Certes, ces soldes d'opinions n'ont qu'une signification très relative ; les chiffres du mois de février nous disent simplement que, corrigée de son biais structurellement négatif, la proportion de personnes jugeant que leur situation s'est améliorée excède de 0,8 % celle qui considère, à l'inverse, qu'elle s'est détériorée. Ces données ne nous renseignent donc nullement sur le niveau de confort absolu des consommateurs mais uniquement sur l'évolution relative de leur sentiment. Cette précision apportée, les ruptures de tendance sont des éléments essentiels du diagnostic conjoncturel, de ce qui fait les accélérations et ralentissements de la croissance. Après six mois de déclin quasiininterrompu, le rebond de ces quatre derniers mois est donc incontestablement un signal fort, d'autant plus fort que la zone euro est la seule région industrialisée dans laquelle la confiance des particuliers progresse aussi nettement.

Indicateurs de confiance des ménages normalisés

Soldes d'opinions sauf USA et Japon (indices)

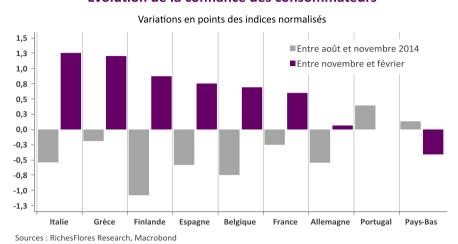


Sources: RichesFlores Research, Macrobond

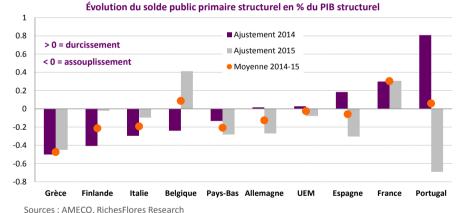
• Autre sujet de satisfaction, c'est dans les pays récemment les plus fragilisés de la zone euro que la hausse de la confiance est la plus importante : Italie, Grèce, Finlande, Espagne, France. Ces distorsions sont intéressantes, suggérant, en effet, une amélioration plus large que celle liée aux seuls effets de la chute des prix du pétrole dont l'impact n'est pas suffisamment différent d'un pays à l'autre pour justifier de tels écarts de sensibilité. La perception des consommateurs sur leur situation semble en l'occurrence commencer à bénéficier de l'atténuation des politiques de restriction budgétaire observée dans la plupart des pays dès 2014 ou programmée pour 2015. La détente des exigences de Bruxelles commencerait donc à porter ses fruits ainsi que le suggère la forte corrélation entre l'évolution pays par pays des politiques publiques et celle de la confiance des particuliers.



Évolution de la confiance des consommateurs



Ajustement des politiques budgétaires structurelles



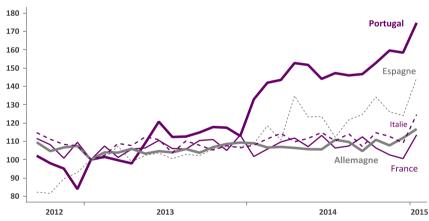
Enfin, cette amélioration du sentiment semble déjà avoir un effet notable sur le comportement de dépenses des ménages. On note ainsi une franche accélération des ventes de détail depuis le début de l'année en même temps qu'une nette amélioration des immatriculations automobiles, notamment dans les pays ayant le plus souffert ces dernières années, l'Espagne, dorénavant rattrapée par le Portugal auxquels l'Italie et plus récemment l'Allemagne et la France semblent en passe d'emboîter le pas.

Croissance annuelle du volume des ventes de détail et des immatriculations automobiles en zone euro, en %



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

Nouvelles immatriculations automobiles, Indices J. 2013=100



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

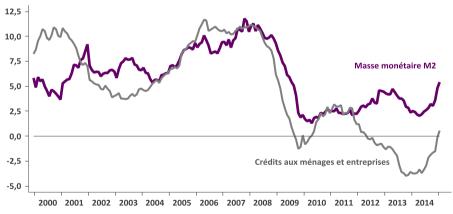
Le contexte s'améliore donc incontestablement sur le front de la demande domestique quand, par ailleurs, les nouvelles en provenance d'Allemagne, rouvrent la porte à une contribution plus substantielle de cette économie à la dynamique régionale. Selon nos estimations de janvier, les Allemands devraient, en effet, bénéficier d'une nette amélioration de leur pouvoir d'achat cette année, résultat combiné d'une chute du taux d'inflation allemand beaucoup plus rapide



qu'ailleurs dans la zone euro depuis le début de l'année dernière et de l'introduction d'un salaire minimum en janvier 2015. C'était, toutefois, sans compter sur l'aboutissement de négociations salariales particulièrement généreuses annoncé cette semaine au terme des discussions dans la métallurgie (+3,6 % cette année). Le cycle de négociations terminé, justifiera sans doute une retouche à la hausse de nos estimations déjà très favorables aux consommateurs allemands pour cette année (voir à ce sujet «<u>Scénario 2015.1 – Place aux consommateurs</u>» du 14 janvier, p. 11).

Il ne fait, au total, guère de doute que les premiers mois de l'année seront ceux d'une très nette embellie de la situation conjoncturelle en zone euro dont témoigne d'ores et déjà l'amélioration des statistiques monétaires et dont on peut espérer des effets d'entrainement notable auprès d'un nombre croissant de secteurs de l'activité ainsi que sur les flux d'échanges intra régionaux.

Croissance annuelle de la masse monétaire et des crédits au secteur privé non-financier en zone euro, en %



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

Chat échaudé craint l'eau froide

Le faux départ de 2013 est encore trop frais dans les mémoires pour convaincre que cette fois est la bonne, justifiant une visible retenue de nombreux observateurs à l'égard d'une possible embellie durable de la situation en zone euro. Où sont les risques aujourd'hui ?

Sans doute peut-on délimiter à quatre principaux aspects les sources de risques potentiels :

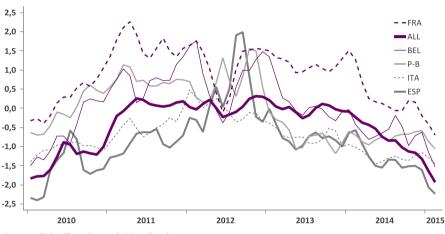
- 1- Une remontée rapide des cours du pétrole susceptible de confisquer les gains de pouvoir d'achat récents. Cette hypothèse ne fait pas partie de notre scénario pour lequel nous envisageons un rebond d'ordre technique des prix du Brent dans la zone des 55\$ à 65\$ le baril. Nous sommes donc tentés de ne pas attacher une grande importance à ce risque.
- 2- Un nouveau durcissement des politiques publiques. Les développements précédents montrent à quel point l'évolution du contexte budgétaire est décisive dans le contexte présent. La réouverture récurrente du dossier budgétaire et fiscal est un frein considérable à la formation d'anticipations des agents qui tend à figer leur comportement dans de nombreux domaines. À ce titre, le rappel à l'ordre de la Commission à l'égard de la France est à l'évidence un élément contrariant, susceptible, selon la réponse qui y sera donnée par le gouvernement français, d'entraver les chances d'une amélioration plus prononcée de l'économie française dont les répercussions finiraient par transparaître sur l'ensemble des pays de la zone euro. En demandant à la France un effort de 4 milliards sur la partie structurelle de son budget, la Commission offre une petite marge de contournement qui sera sans doute mise à profit pour éviter des mesures de restriction trop coûteuses mais l'ajustement demandé est néanmoins substantiel.
- 3- L'amplification de la déflation. Les implications de la chute du taux d'inflation sur les consommateurs sont complexes à prévoir. Alors que les premiers effets du choc externe que constitue la chute des prix du pétrole sont assez largement positifs, l'impact de second tour dans un environnement marqué par d'intenses pressions déflationnistes est assez largement imprévisible. On peut en redouter notamment une diffusion aux salaires, qui à terme effacerait les effets reflationnistes immédiats occasionnés par la stimulation de la demande de



consommation. Difficile de trancher ce débat. Sur ce point nous mentionnerons deux éléments :

➤ la tournure préoccupante des anticipations d'inflation des ménages qui, si elle venait à persister poserait incontestablement question quant à la poursuite de leur envie de consommer ;

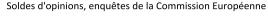
Opinion des ménages sur l'inflation future

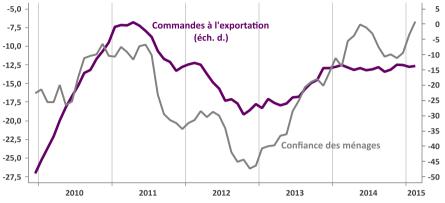


Sources: RichesFlores Research, Macrobond

➤ le rôle important que jouera, ou non, le contexte international dans sa capacité à relayer la reprise domestique au cours des prochains mois. Outre les dommages créés par la politique budgétaire sur la tentative de reprise de 2014, c'est bien, en effet, de cette absence de relais qu'a souffert la conjoncture de zone euro une fois épuisés les ressorts domestiques de l'embellie de 2013. Au même titre que durant cette période, c'est donc une attention toute particulière qu'il faudra porter à l'évolution de l'activité exportatrice dans les prochains mois pour se forger une opinion sur le caractère durable de la reprise en cours et ses chances de parvenir à évacuer, *in fine*, les pressions déflationnistes encore à l'œuvre.

Confiance des ménages et commandes à l'exportation





Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le temps d'une allocation plus sélective

En l'absence de ces confirmations, notre scénario sur les perspectives des marchés n'a guère de raison d'être sensiblement modifié... au gros détail près du biais haussier que l'afflux de liquidités de la part de la BCE risque de créer. À ce stade de la valorisation du marché des actions européennes l'abondance de liquidités pourrait toutefois se solder par davantage de volatilité qu'au cours des dernières semaines plutôt que par une amélioration substantielle des cours, ceci notamment si l'amélioration de la situation américaine bât quelque peu de l'aile ce que suggère bon nombre d'indicateurs récents en provenance des États-Unis.

Notre objectif de 3550 points sur l'Euro Stoxx 50 ayant été franchi cette semaine, un léger repli de notre exposition aux actions européennes en faveur d'une légère augmentation de notre exposition aux obligations souveraines des pays périphériques nous semble de bon augure avant de pouvoir reconsidérer un potentiel de hausse supplémentaire qui, le cas échéant, s'accompagnerait d'une révision à la hausse de notre scénario de croissance pour 2015 —aucune urgence sur ce dernier point, toutefois, notre prévision de 1,4 %, supérieure à celle du consensus, nous autorisant un peu de temps.



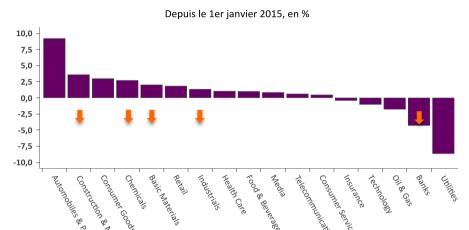
Scénario de croissance et d'inflation - janvier 2015

	2013		2014		2015	
	PIB réel	CPI	PIB réel	CPI	PIB réel	CPI
UEM, dont :	-0.4%	1.4%	0.8%	0.9%	1.4%	-0.3%
- Allemagne	0.2%	1.6%	1.5%	0.8%	1.3%	0.0%
- France	0.4%	1.0%	0.4%	0.4%	1.2%	-0.2%
- Italie	-1.9%	1.2%	-0.3%	0.1%	0.6%	-0.1%
- Espagne	-1.2%	1.4%	1.3%	-0.4%	2.8%	-0.7%

Source: Riches Flores Research

Sans doute est-il dès lors intéressant de considérer de s'alléger des valeurs dollars, de celles des secteurs de la construction, de la chimie et matériaux de base ainsi que des cycliques industrielles allemandes, dont la performance récente semble avoir bien anticipé l'amélioration des perspectives; des financières que nous n'avons pour notre part jamais privilégiées; tout en restant surexposé au secteur de l'automobile qui, malgré sa très belle performance récente, nous semble encore pouvoir tirer profit de l'essor de la demande et aux services aux consommateurs, ces derniers étant toujours à même de profiter de l'embellie domestique en cours.

Performance relative des secteurs de l'euro stoxx



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