



RICHES
FLORES
RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC
INDEPENDENT RESEARCH

QE, L'HEURE DE VÉRITÉ

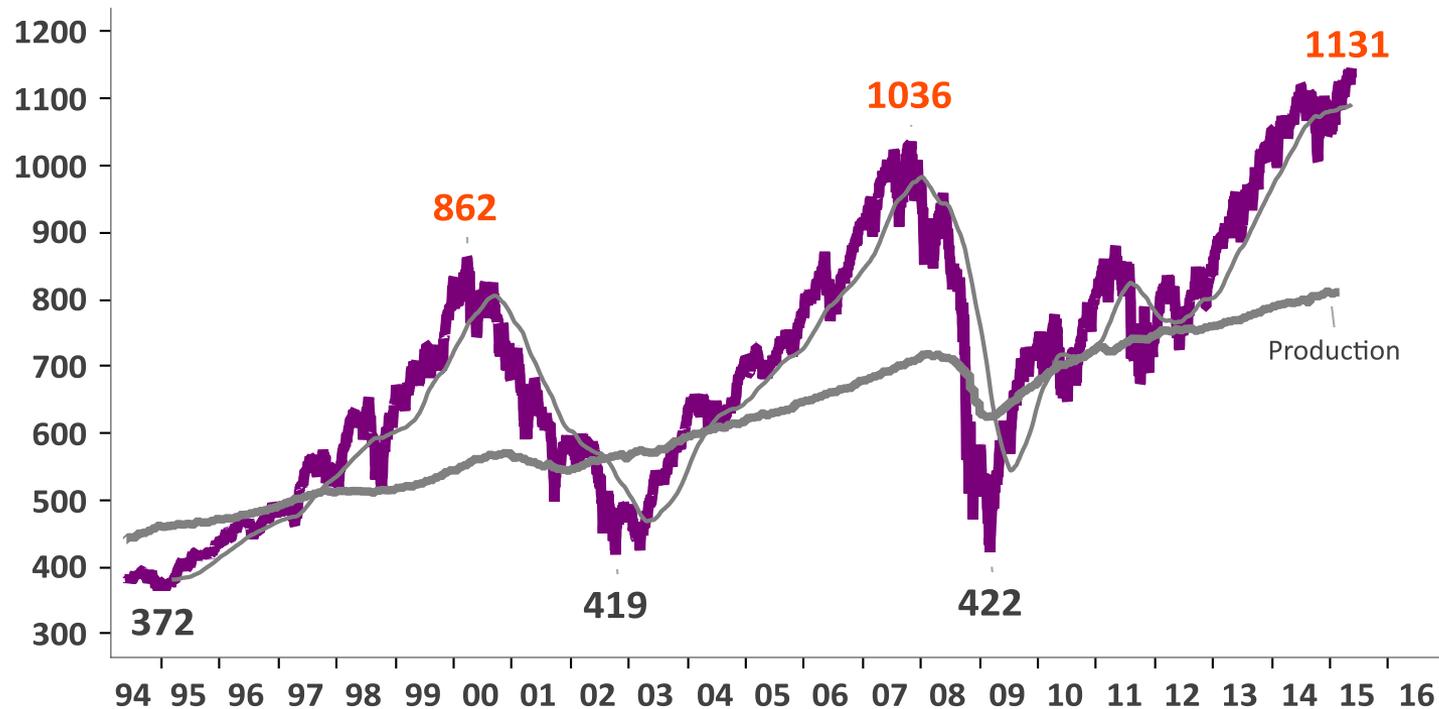
MAI 2015

V. Riches-Flores

L'arsenal anti-crise, mondialement déployé, parviendra-t-il à l'emporter sur les forces adverses?

Les marchés d'actions continuent de répondre par l'affirmative

MSCI Monde et production industrielle mondiale

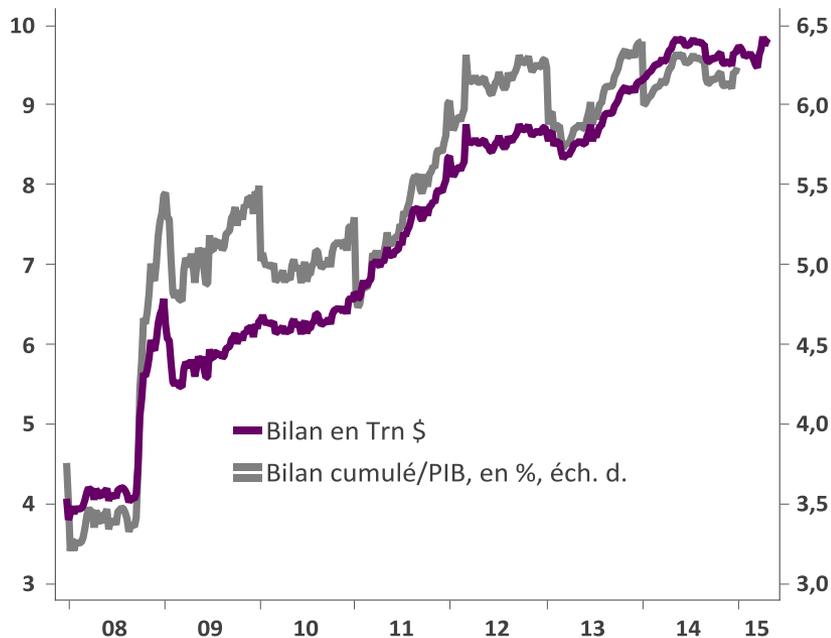


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

« In QE we trust »

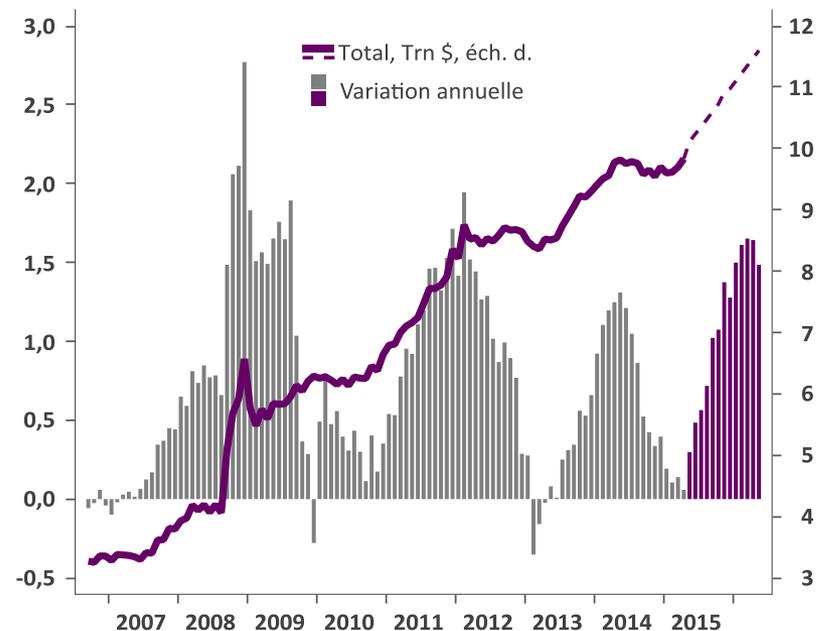
Après une pause, le bilan agrégé des 3 grandes banques centrales devrait encore augmenter de 20 % au cours des 18 prochains mois sous l'influence européenne et japonaise

Bilan agrégé de la Fed, la BCE et la BOJ et PIB mondial



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Bilan agrégé prévisionnel de la Fed, la BCE et la BOJ



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

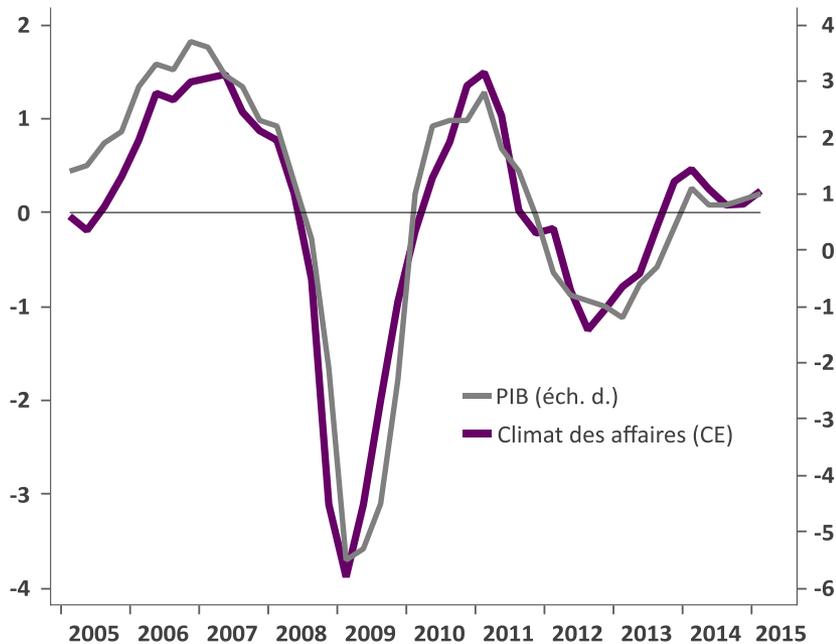
Des vertus supposées, aux limites du QE

- La baisse de la devise transfère/diffuse la déflation au reste du monde, la croissance des exportations n'est pas au rendez-vous
- Les effets de la baisse des taux d'intérêt se heurtent au faible appétit pour l'investissement et le haut niveau d'endettement
- Les effets richesse en provenance des marchés d'actions sont entamés par la perte de rendement des placements obligataires
- L'afflux de liquidités accentue les distorsions sur le marché immobilier, la hausse des prix empêche la normalisation de l'activité
- **Sans accompagnement budgétaire, l'action des banques centrales est un cataplasme sur une jambe de bois dont les effets ne peuvent être que réduits sur la croissance de moyen terme**

Déjà des cailloux dans les rouages de la reprise en zone euro

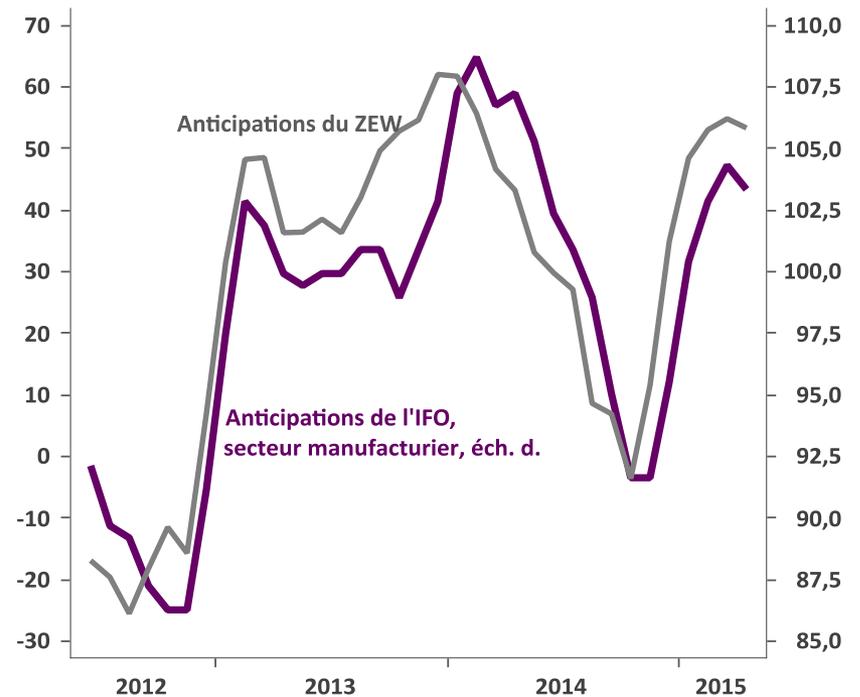
Remontée des cours du pétrole et de l'euro sur fond d'inertie de la demande internationale pèsent sur le climat des affaires malgré l'embellie domestique

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



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Allemagne : anticipations de l'IFO et du ZEW

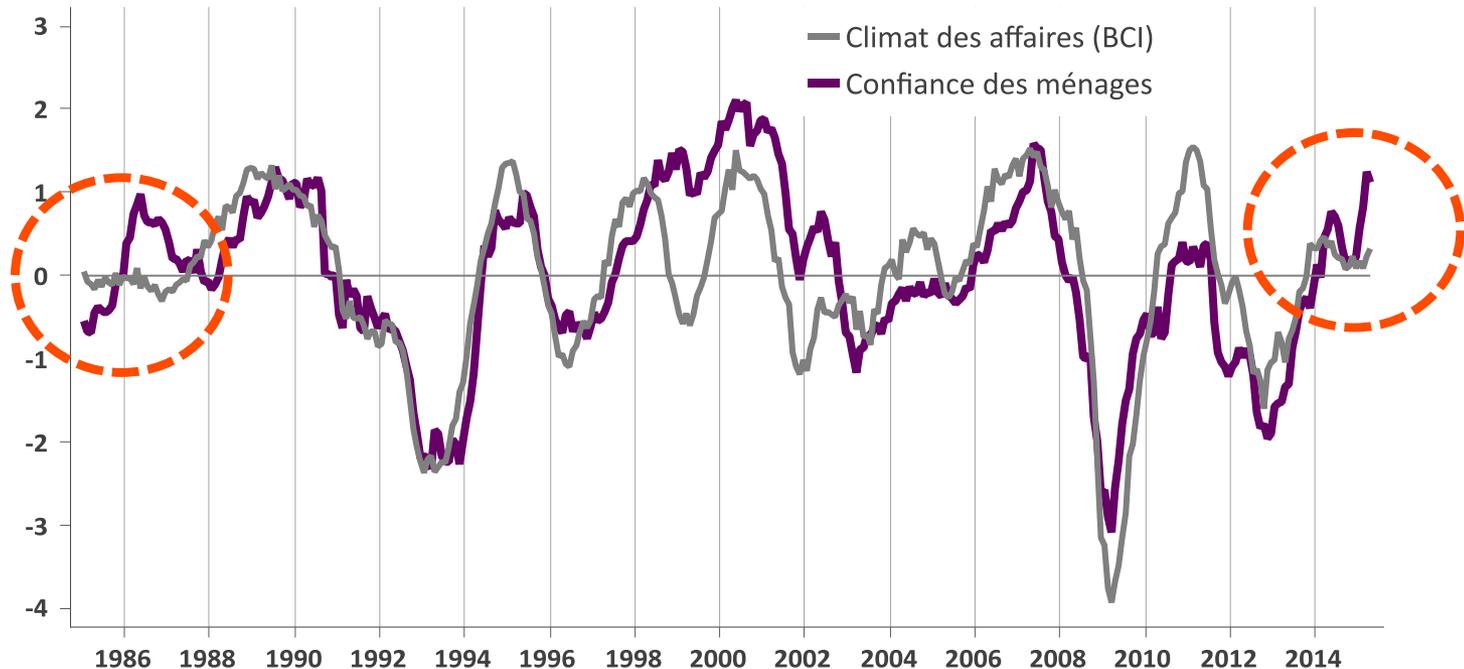


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une histoire de contrechoc pétrolier, sans plus ?

Rares sont les périodes au cours desquelles les écarts de sentiment entre les ménages et les entreprises ont été aussi importants, sauf après le contrechoc pétrolier de 1985...

Climat des affaires et confiance des ménages selon la CE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

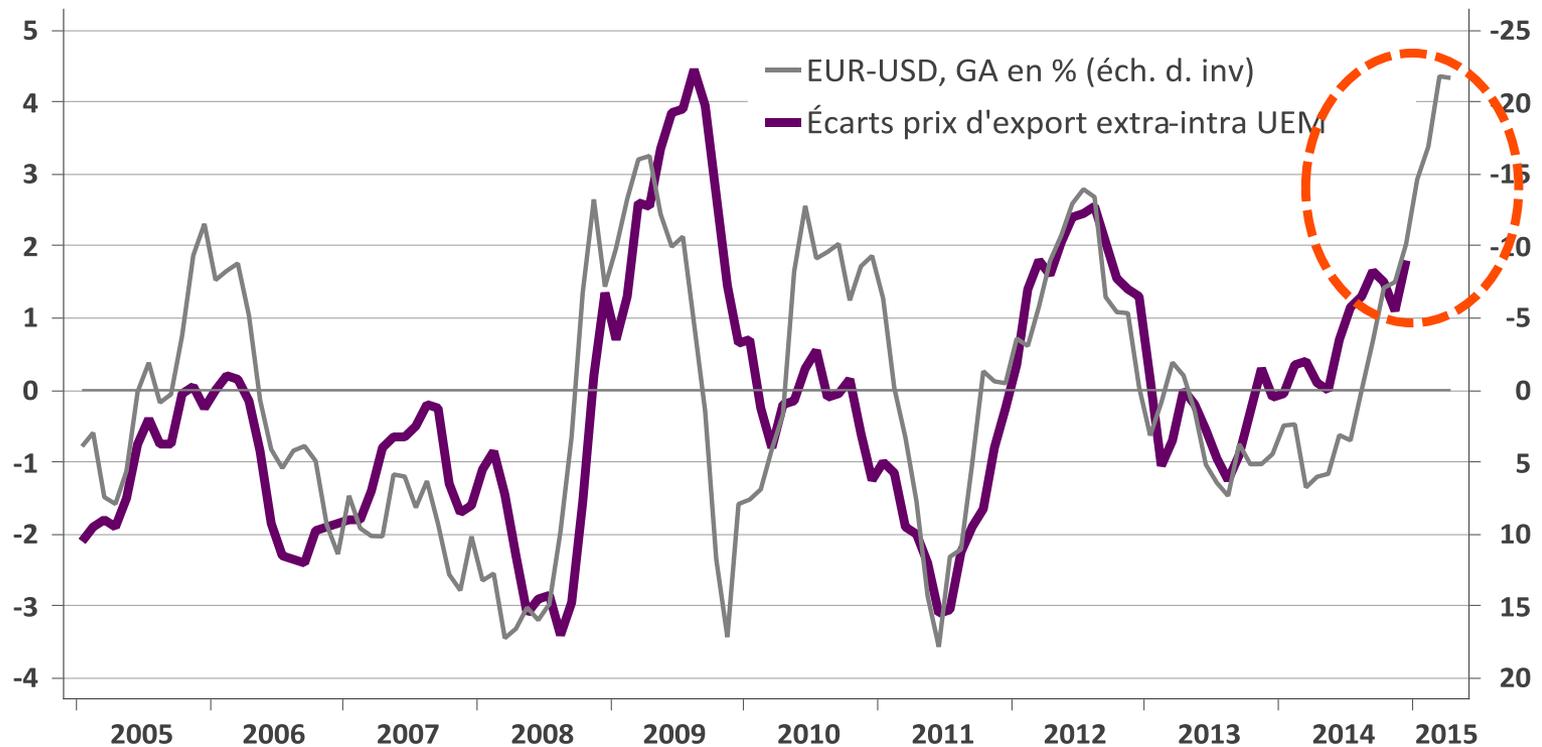
Les relais extérieurs à la reprise sont absents

- **Fléchissement de la croissance en Chine et aux États-Unis**
- **Absence du cycle d'investissement = anémie des échanges internationaux**
- **Difficultés du reste du monde à absorber le choc de la baisse de l'euro**
- **Pressions déflationnistes persistantes en Asie**
- **Instabilité généralisée des marchés des changes**

La chute de l'euro, un effet notable sur les marges à l'exportation...

Un gain potentiel de 3 % à 4 % sur les marges à l'exportation hors zone euro

Marges à l'exportation extra-UEM et EUR\$

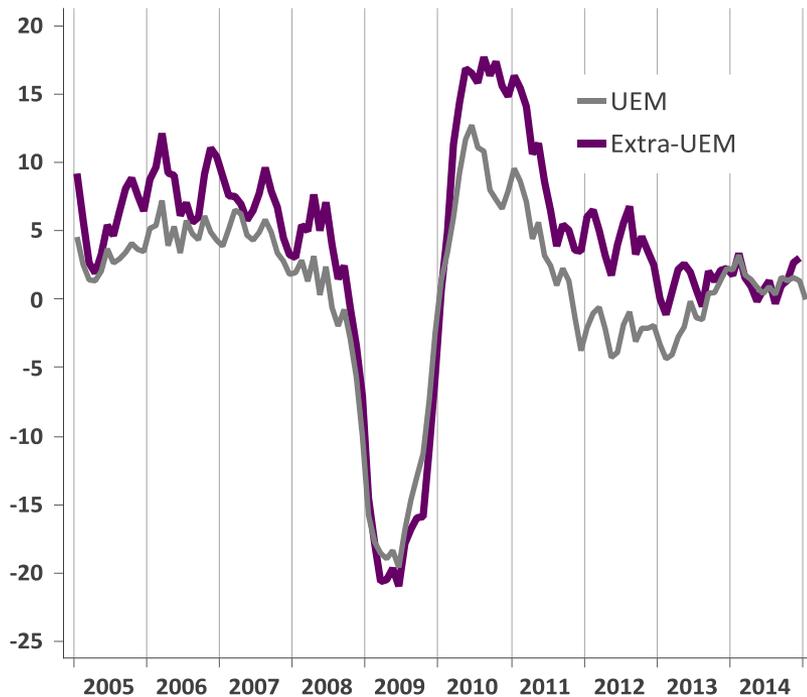


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

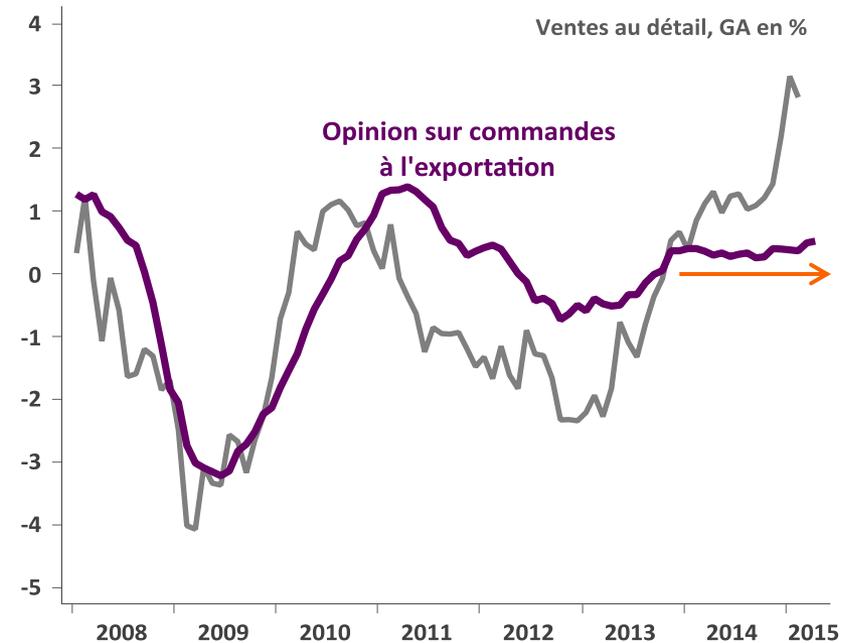
... Pas encore sur les volumes exportés

Les retombées de la baisse de l'euro sur l'activité exportatrice sont totalement absentes (cf. expérience japonaise)

Exportations en volume, GA en %



Ventes au détail et commandes à l'exportation

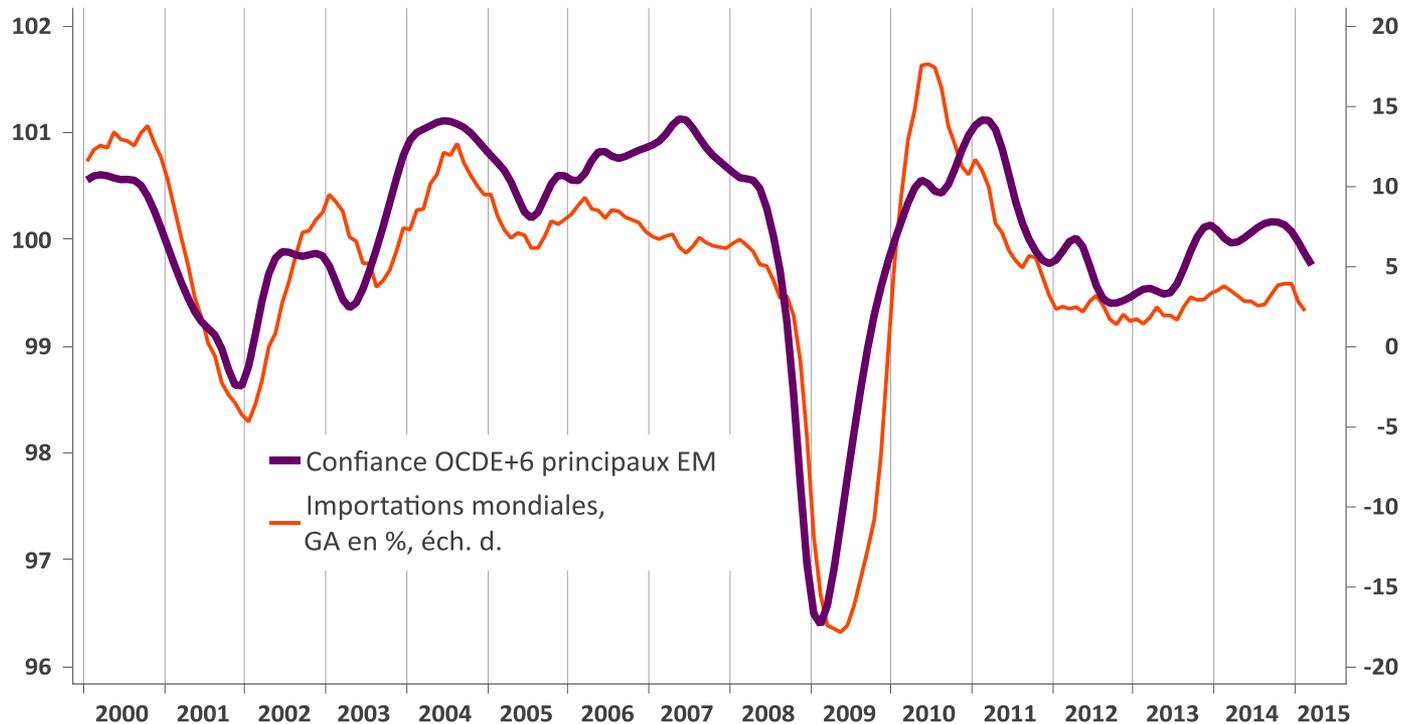


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La situation dans le reste du monde, stationne, au mieux

Climat de confiance dans l'industrie et volume des importations mondiales

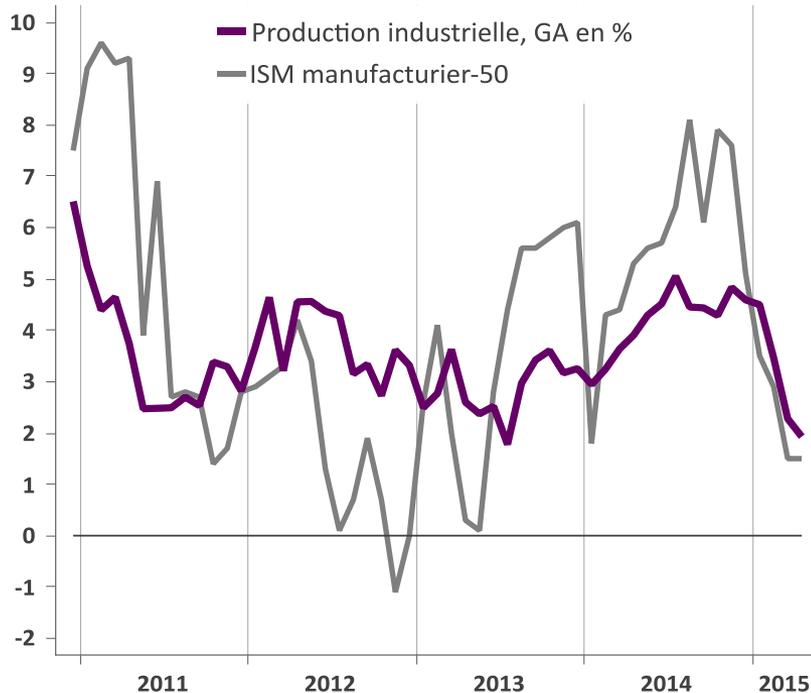


Sources : RichesFlores Research, CPB, Macrobond

La croissance américaine bat de l'aile

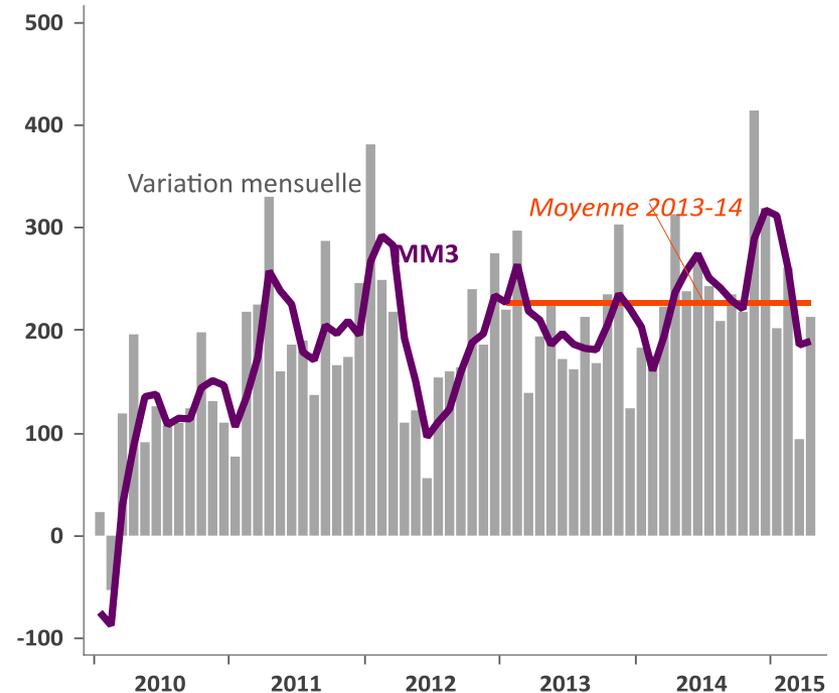
Les effets combinés de la hausse du dollar, la chute des cours du pétrole et de la remontée du taux d'épargne des ménages pèsent sur les perspectives

ISM et production industrielle



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

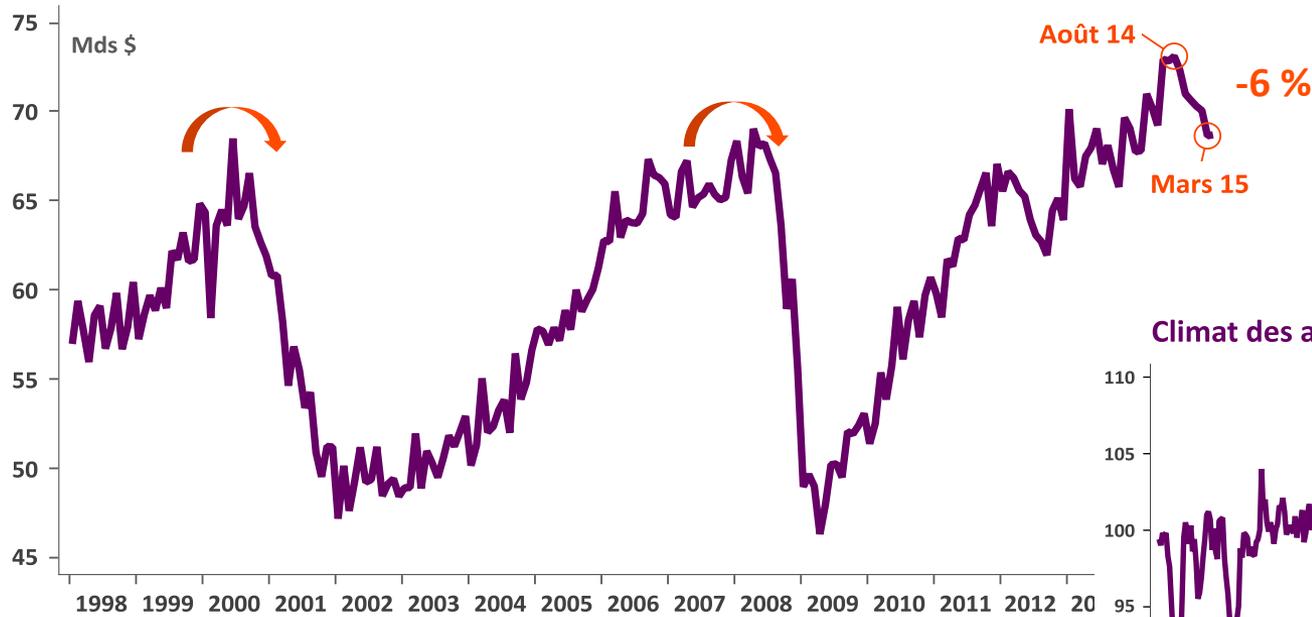
Emploi salarié privé, ADP



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

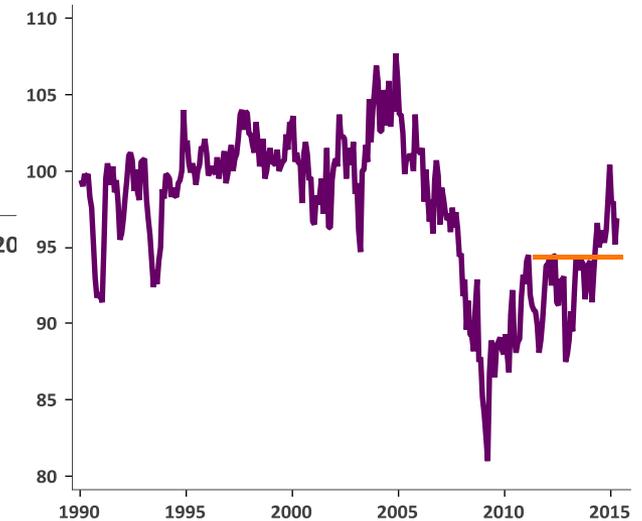
Les perspectives d'investissement restent médiocres

Commandes de biens d'équipement hors défense et aviation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Climat des affaires dans les PME (NFIB)

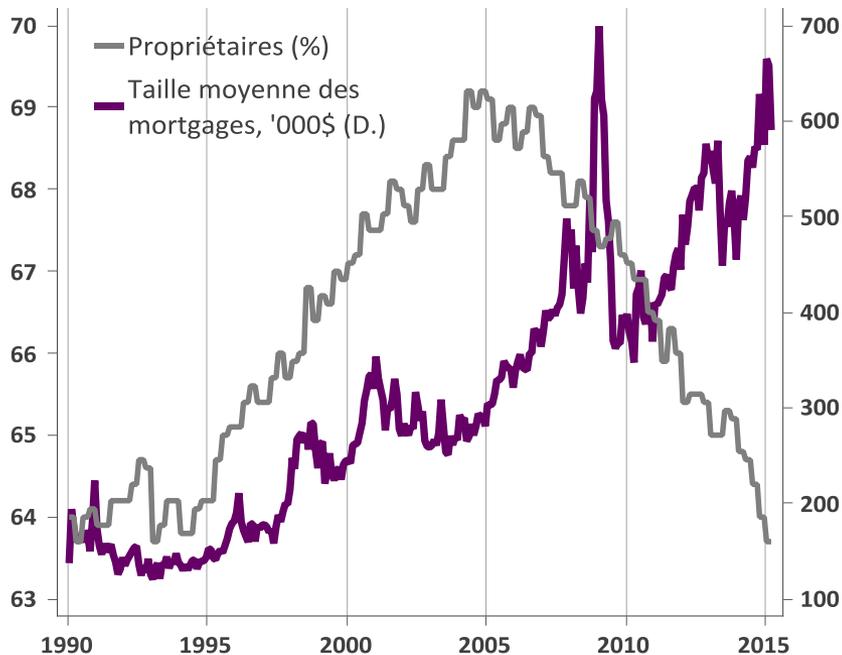


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'envolée des prix immobiliers empêche la normalisation du marché

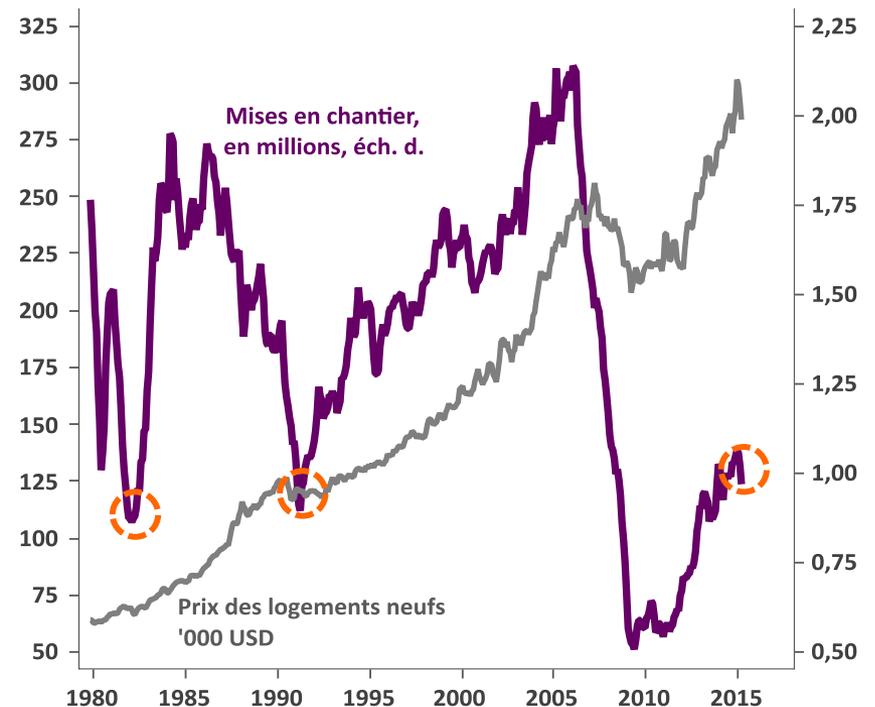
Le marché immobilier est marqué par des disparités sans précédent selon les régions et les catégories de logements mais stagne dans son ensemble

Taux de propriétaires et taille des crédits hypothécaires



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Mises en chantier et prix des maisons neuves

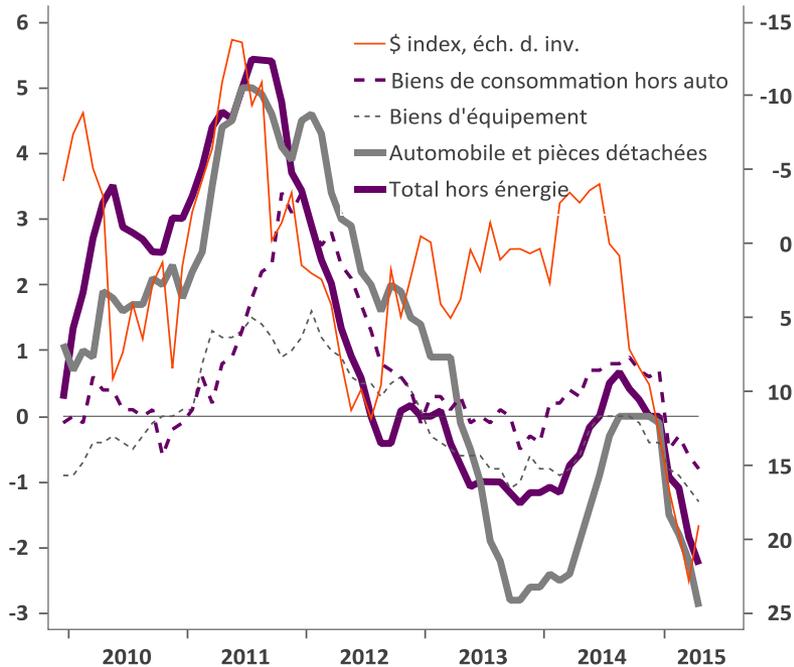


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'envolée du dollar pressurise les prix

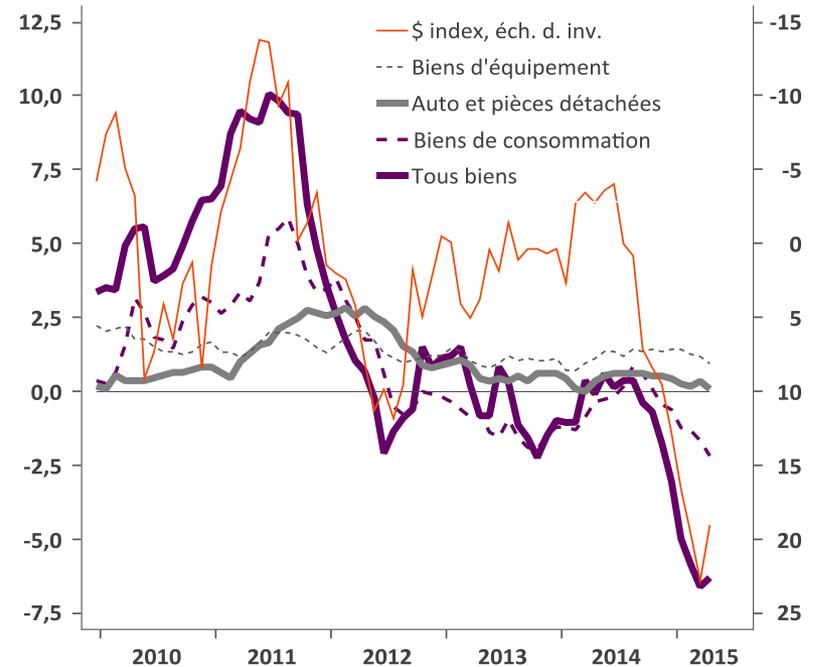
La chute des prix à l'importation oblige les entreprises américaines à ajuster leurs prix et leurs coûts

Prix des importations de biens, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Prix des exportations de biens, GA en %

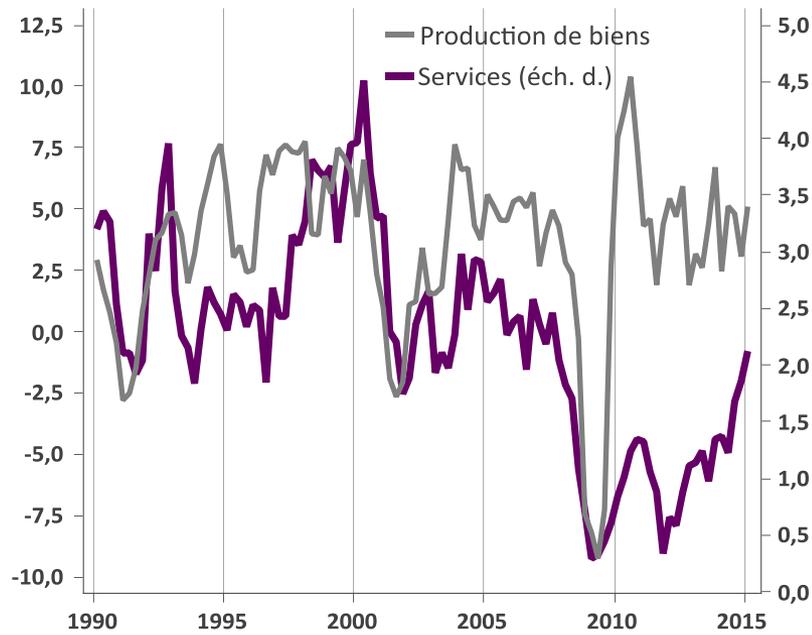


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La croissance dans les services reste anormalement faible

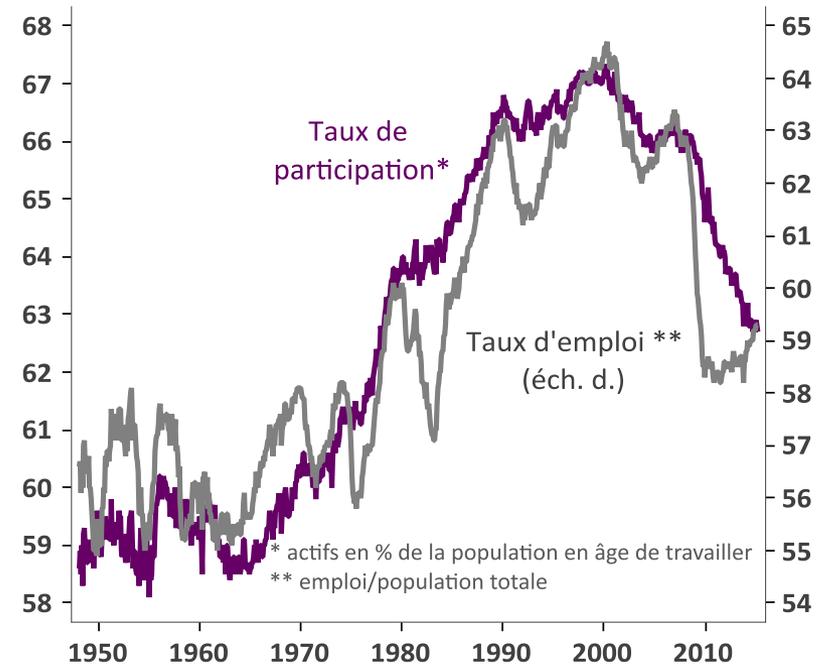
La situation s'améliore mais ne s'est pas normalisée dans les activités de services. L'accessibilité à l'emploi s'en trouve réduite, notamment pour les postes peu qualifiés, de même que la mobilité de la population

Croissance du PIB américain par type d'activité, GA à prix constants



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de participation et taux d'emploi

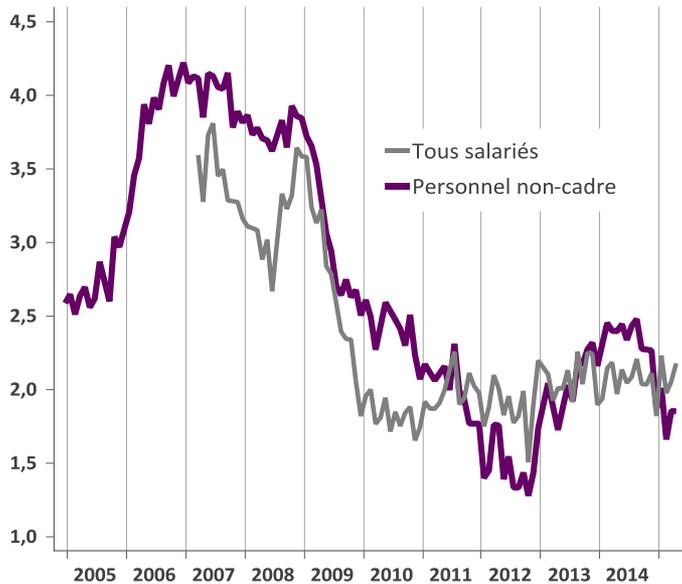


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La croissance des salaires du personnel peu qualifié dévisse

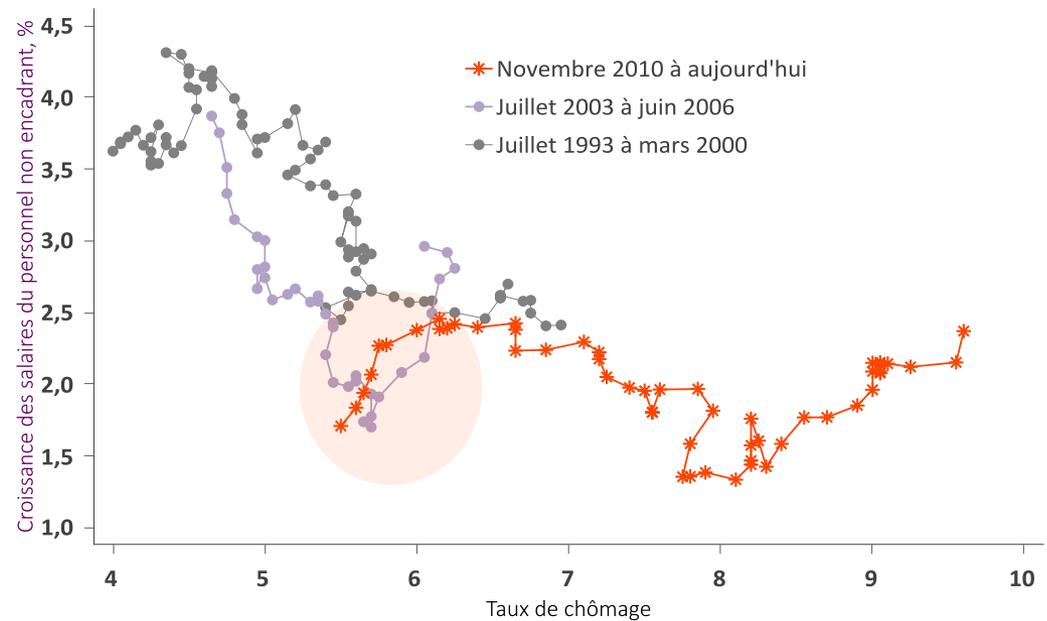
La stabilisation de la croissance des salaires à 2% cache d'importantes disparités selon les niveaux de qualification

Croissance annuelle des salaires horaires, %



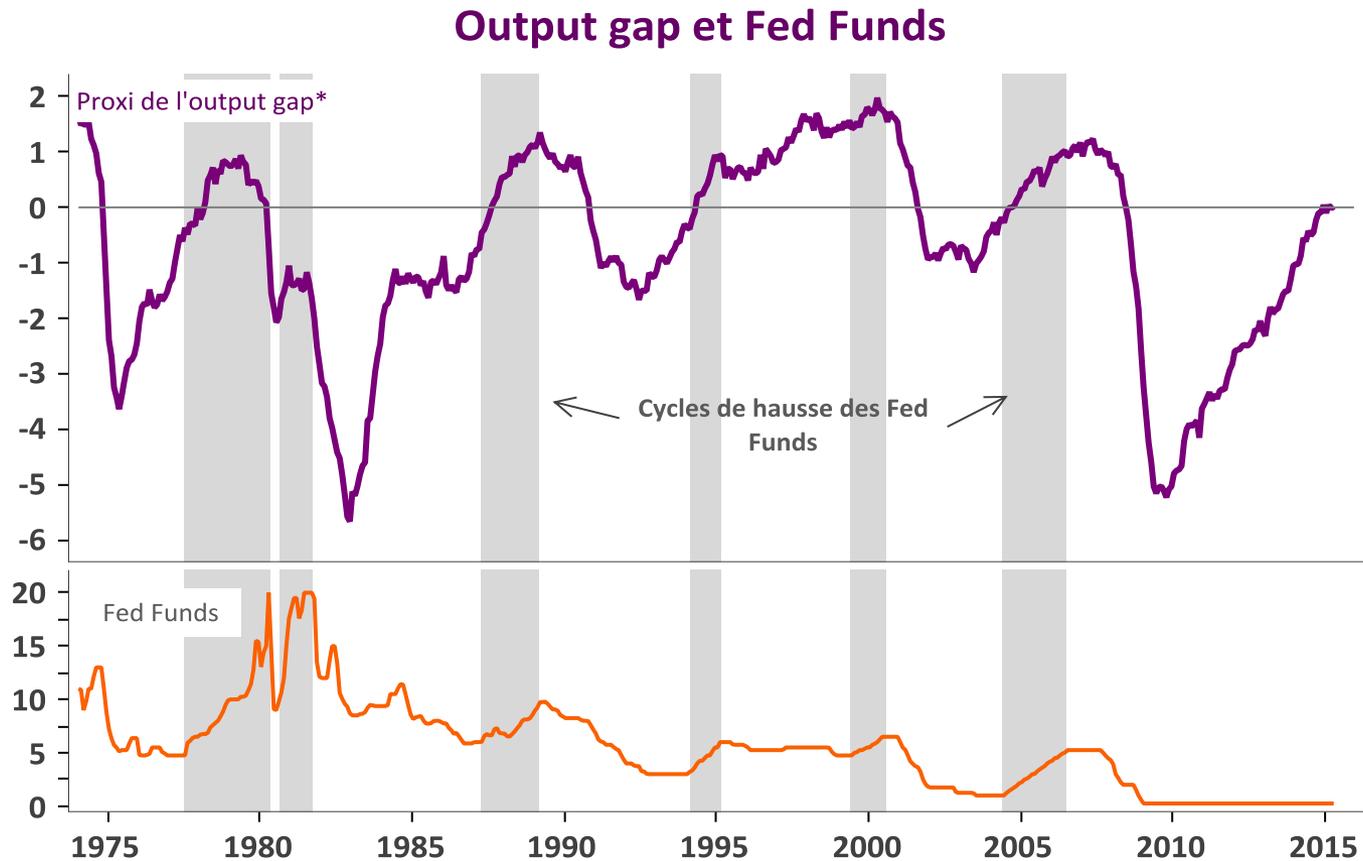
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Courbe de Phillips durant les trois derniers cycles de baisse du taux de chômage



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La fermeture de l'output gap n'est pas assez solide pour envisager une remontée des taux directeurs



Sources: RichesFlores Research, Macrobond

*écarts pondérés du taux d'utilisation des capacités et du taux de chômage à leur tendance de LT

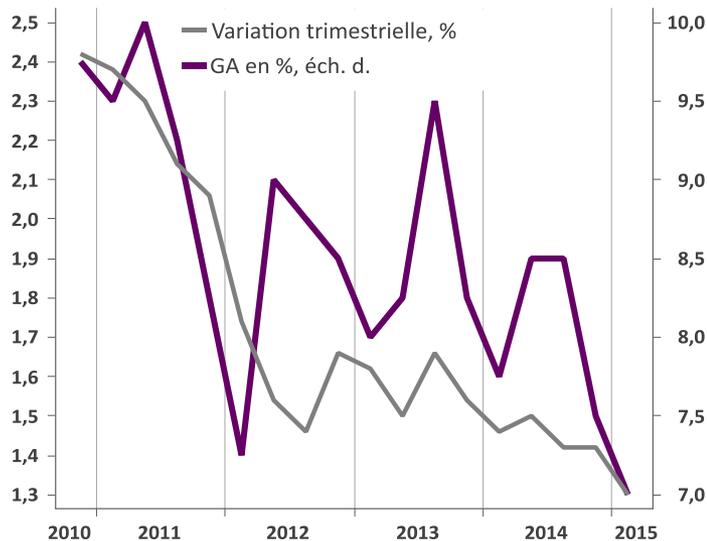
Le monde émergent affronte de multiples difficultés

- **Fragilité de la situation chinoise**
- **Excès généralisés de capacités de production en Asie**
- **Pressions déflationnistes renforcées par l'appréciation des devises**
- **Surendettement moins supportable**
- **Stabilisation sur de bas niveaux des prix du pétrole et autres MP**
- **Déséquilibres persistants chez les exportateurs de MP**
- **Risques persistants sur les marchés des changes**

L'économie chinoise de mal en pis

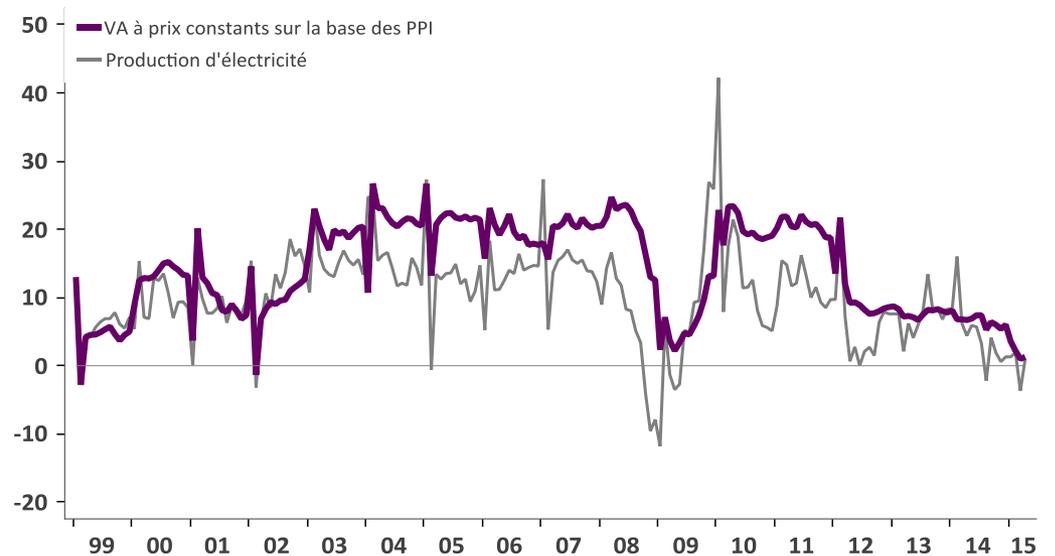
La croissance de la production n'était pas plus forte en mars que durant la crise de 2009; les indicateurs avancés de l'activité continuent de faiblir.

Produit intérieur brut chinois, à prix constants



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Valeur ajoutée à prix constants* et production d'électricité, GA en %

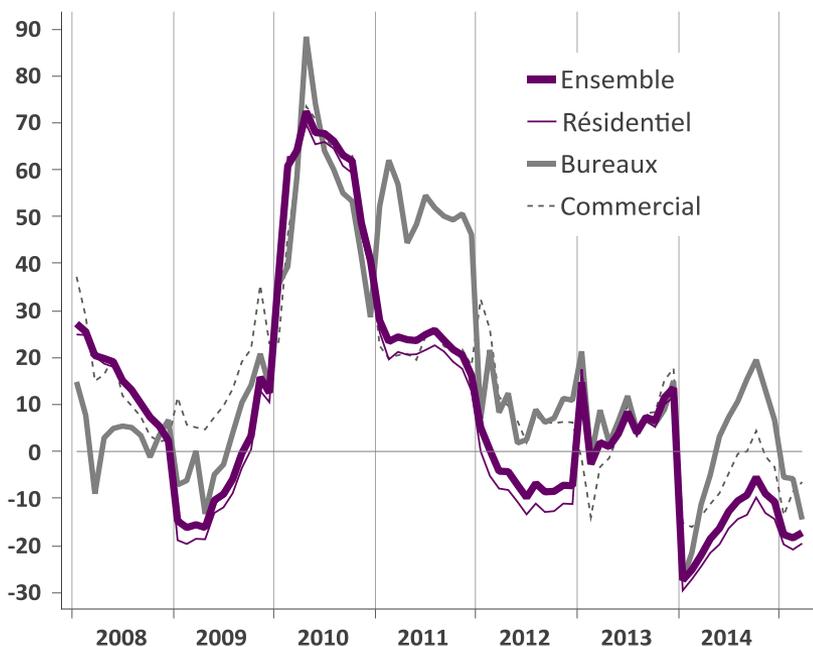


Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* calculs RFR sur la base des prix à la production

La crise immobilière s'intensifie, la consommation montre des signes de ralentissement

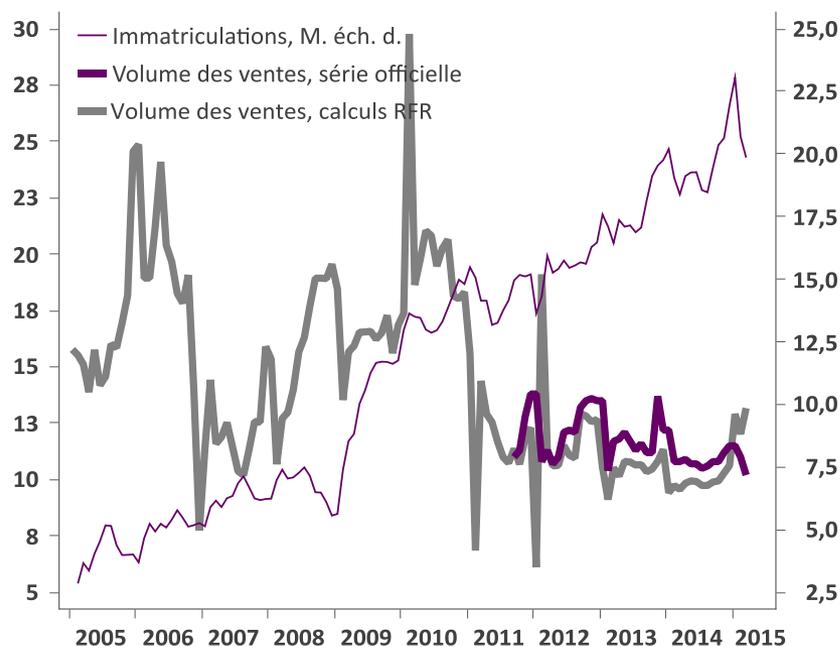
Après un léger mieux l'année dernière, la situation immobilière se détériore à nouveau. La consommation, récemment soutenue par la baisse des prix alimentaires et énergétiques est moins robuste

Mises en chantiers par type de construction, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance annuelle des ventes au détail et immatriculations automobiles en Chine

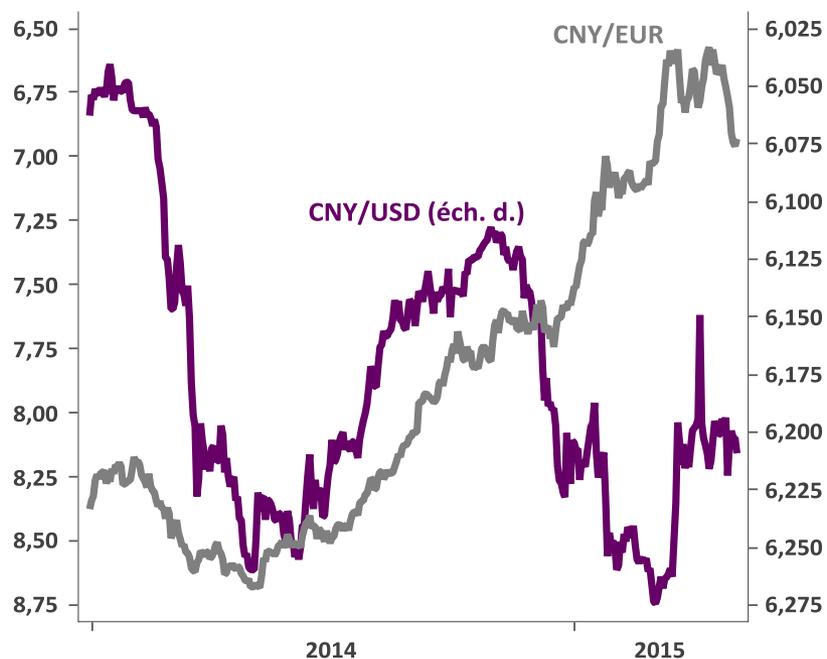


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La surévaluation du yuan est de moins en moins soutenable

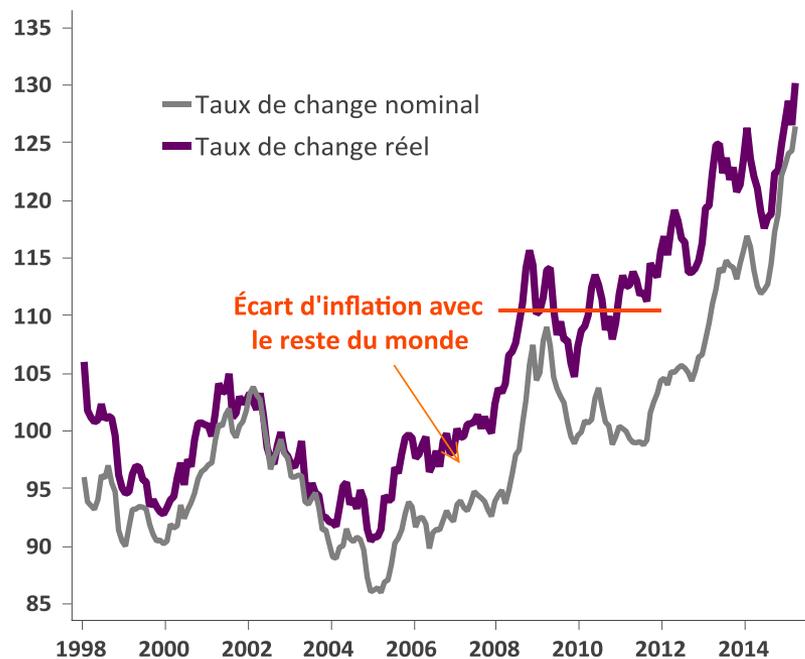
Les enjeux stratégiques qui président à la gestion du taux de change du Renminbi (soutien à la croissance des investissements externes, ambition de créer une monnaie de réserve, allègement de la facture des MP) ont un coût de plus en plus lourd pour la croissance.

Taux de change du yuan contre dollar et euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

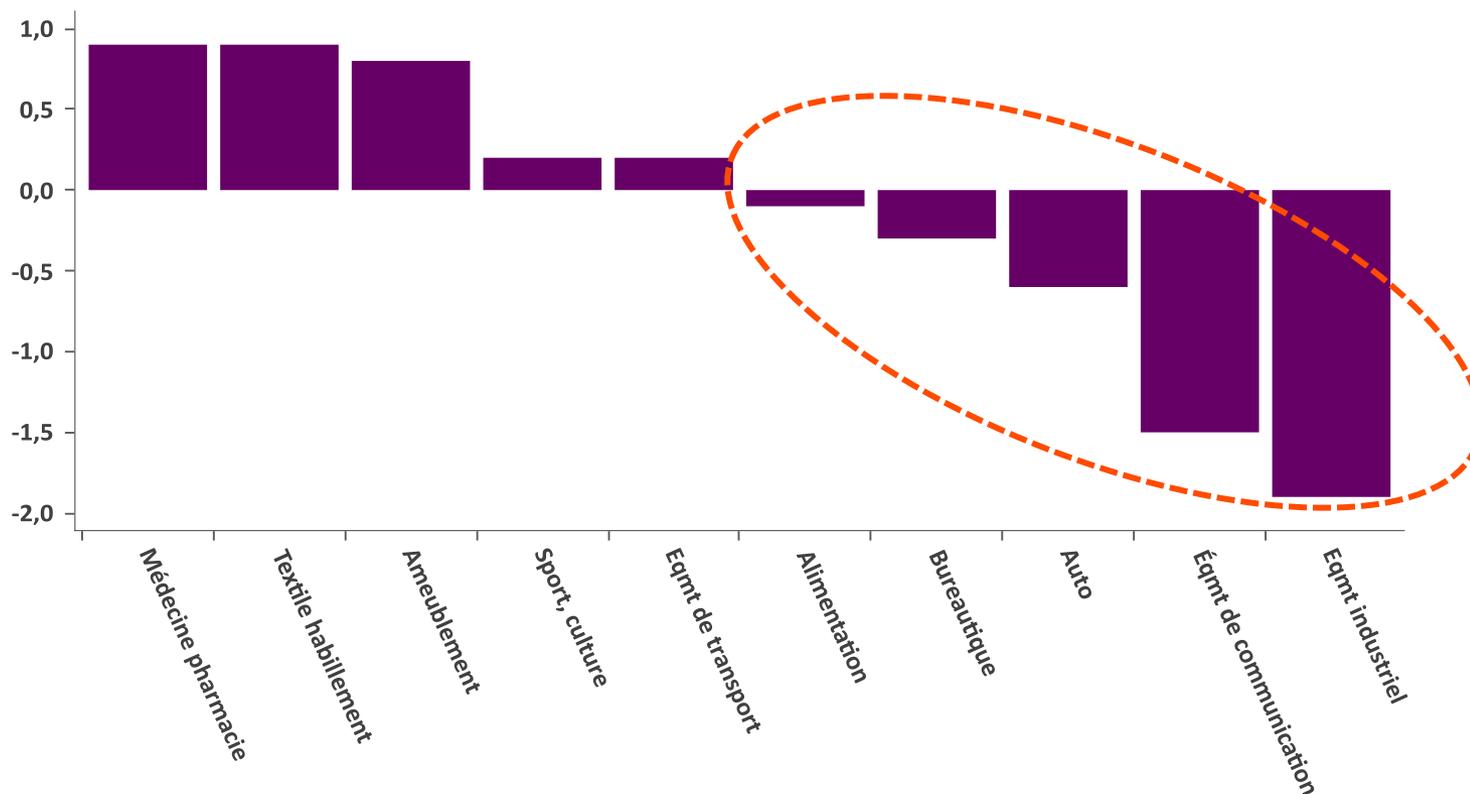
Taux de change du yuan, 2002=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Des pressions déflationnistes intenses sur les secteurs exposés aux exportations

Prix à la production en Chine, mars 2015 Y/Y

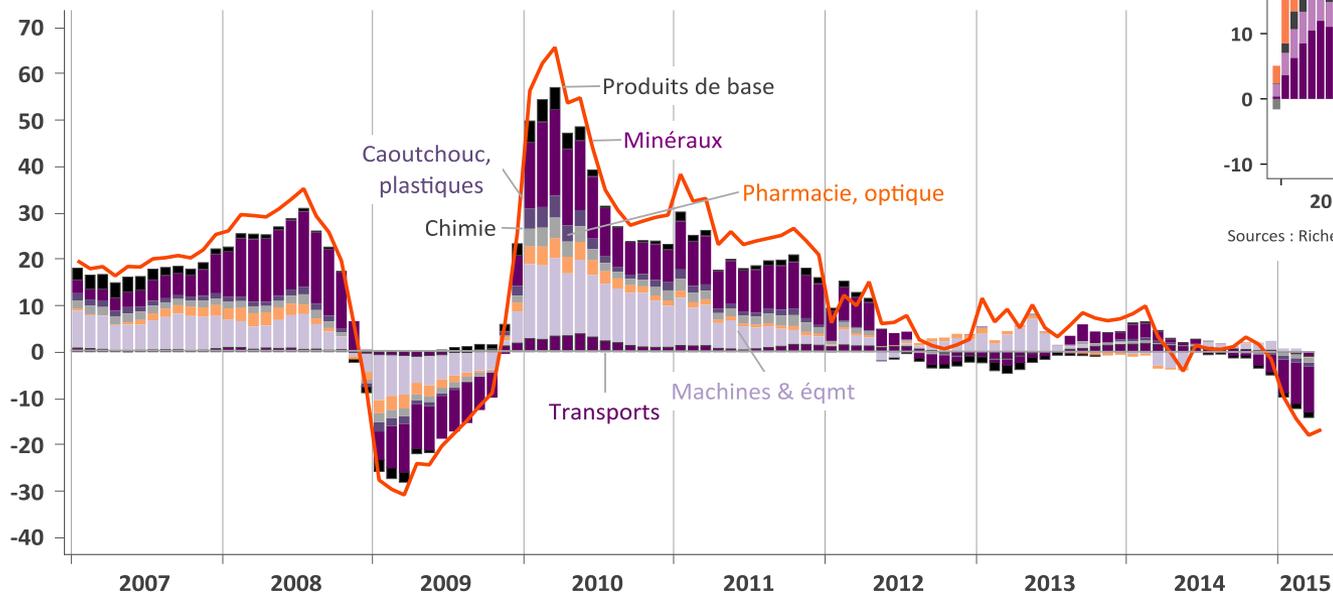


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La fermeture de l'économie chinoise s'accroît et fait tache d'huile

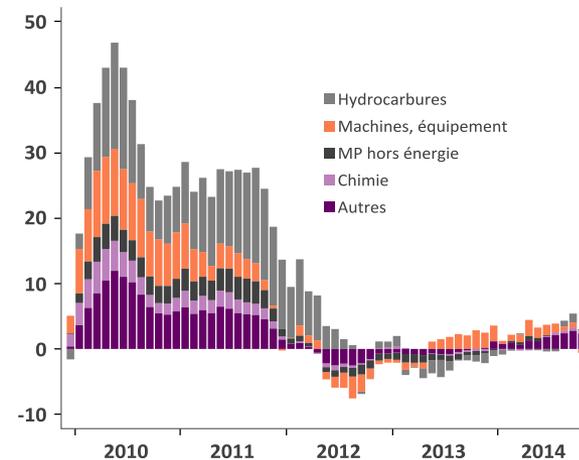
Contributions à la croissance annuelle des importations chinoises

Moyenne mobile 3 mois, prix courants, pts de %



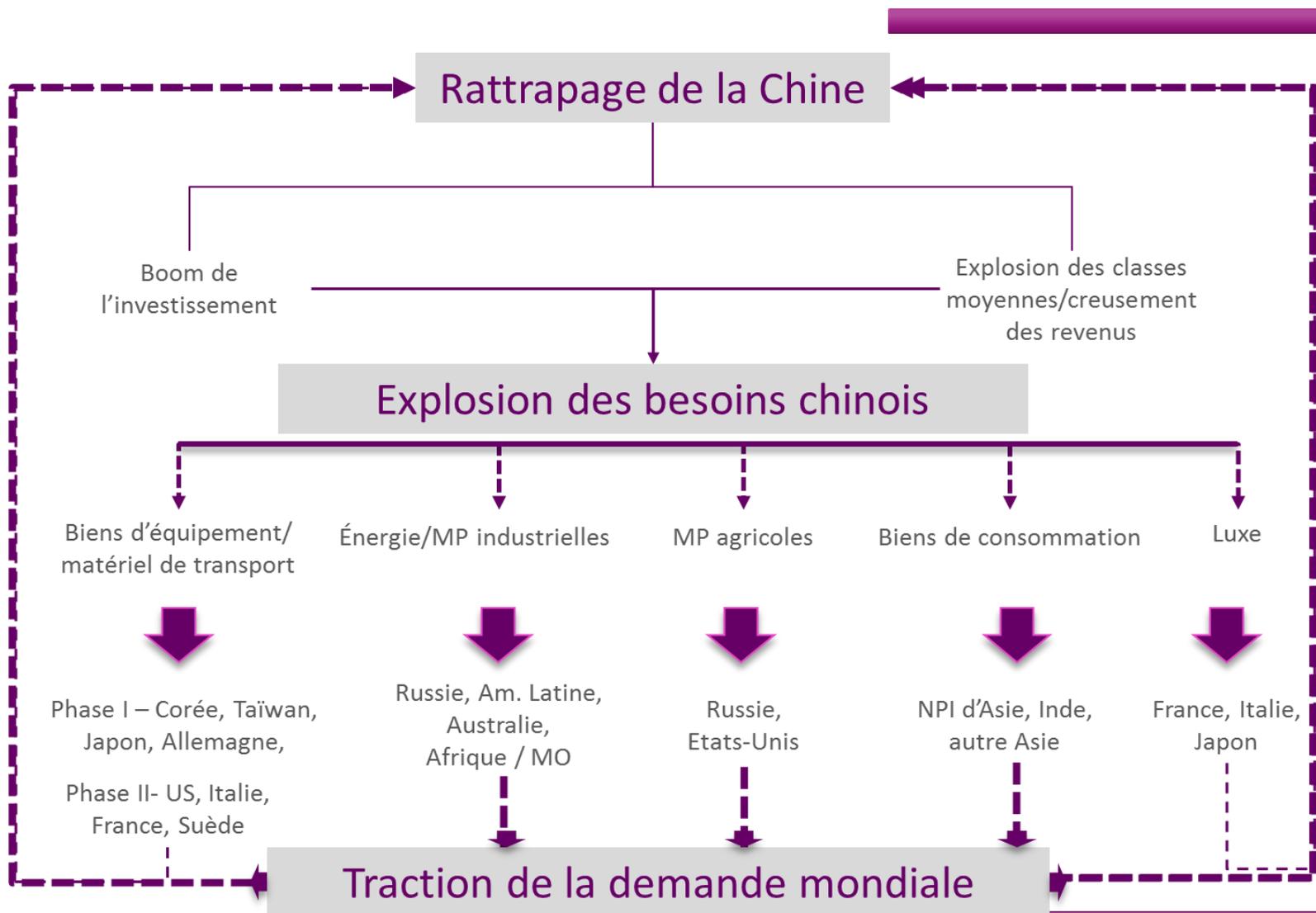
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Contribution à la croissance annuelle des importations de la Corée



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

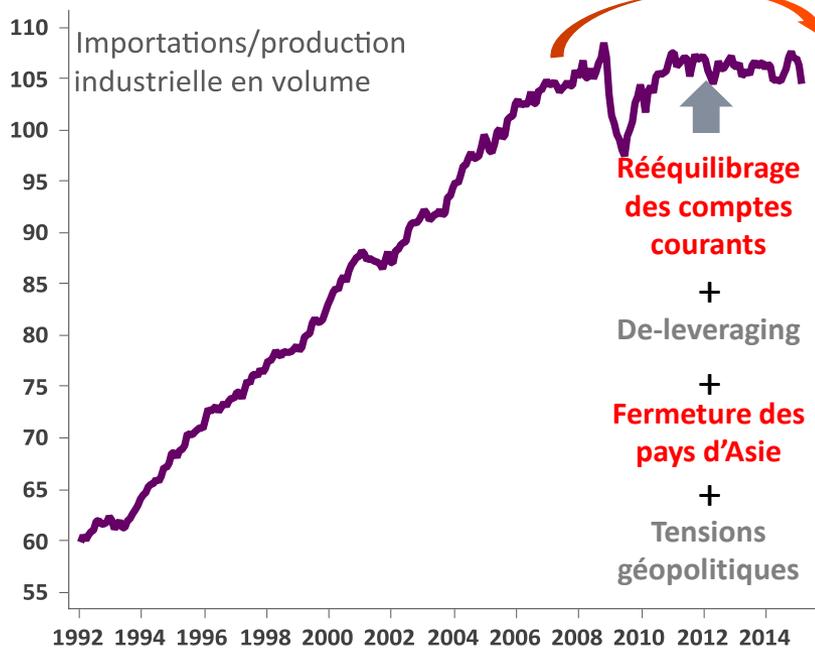
De la traction chinoise à son pouvoir de destruction : les effets d'entraînement d'hier ont, aujourd'hui, disparu



Un manque à gagner pour tous les pays, y compris les mauvais élèves

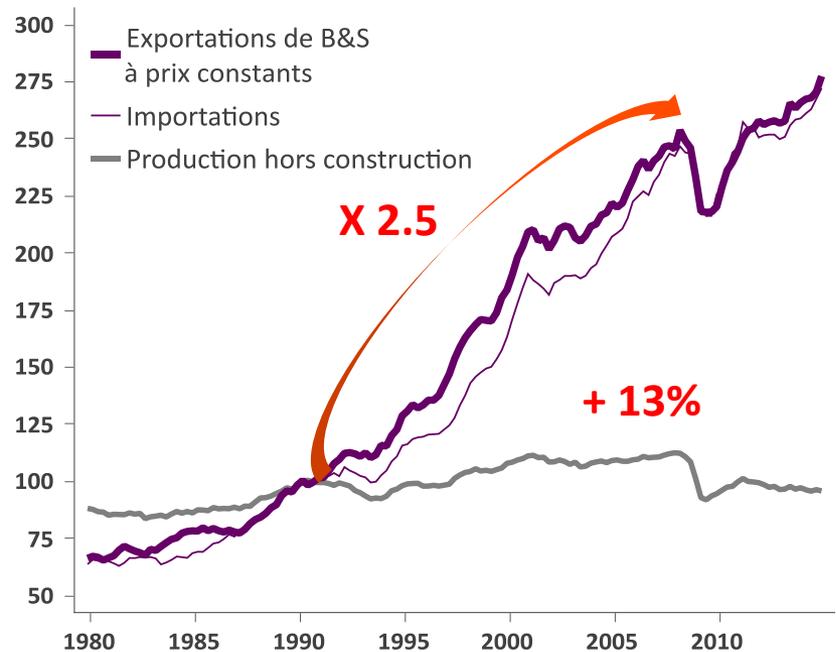
La multiplication des échanges mondiaux a stimulé la croissance et sa diffusion à l'échelle mondiale, même pour les pays structurellement déficitaires (cf la France)

Contenu en importations de la production mondiale



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Exportations et production industrielle en France

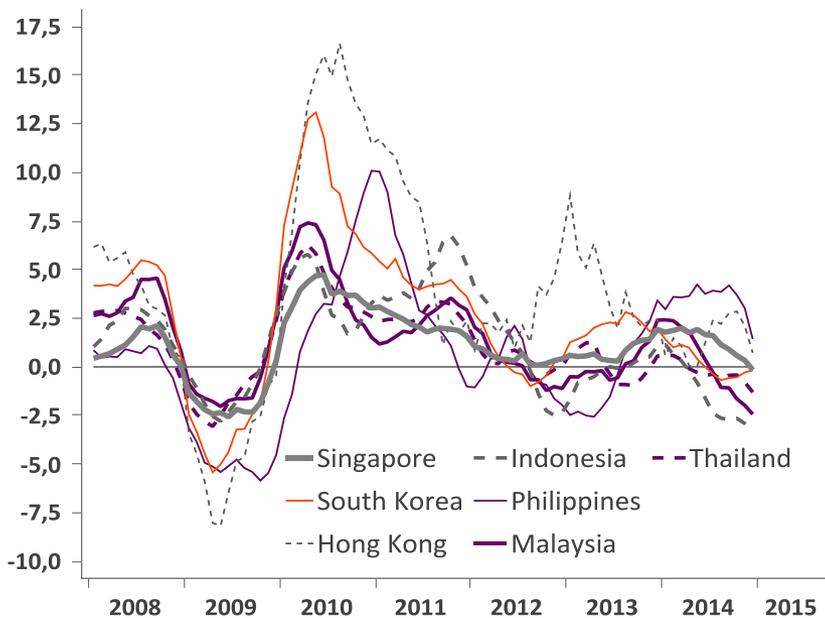


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une perte de croissance de plus en plus lourde pour un nombre croissant d'économies asiatiques

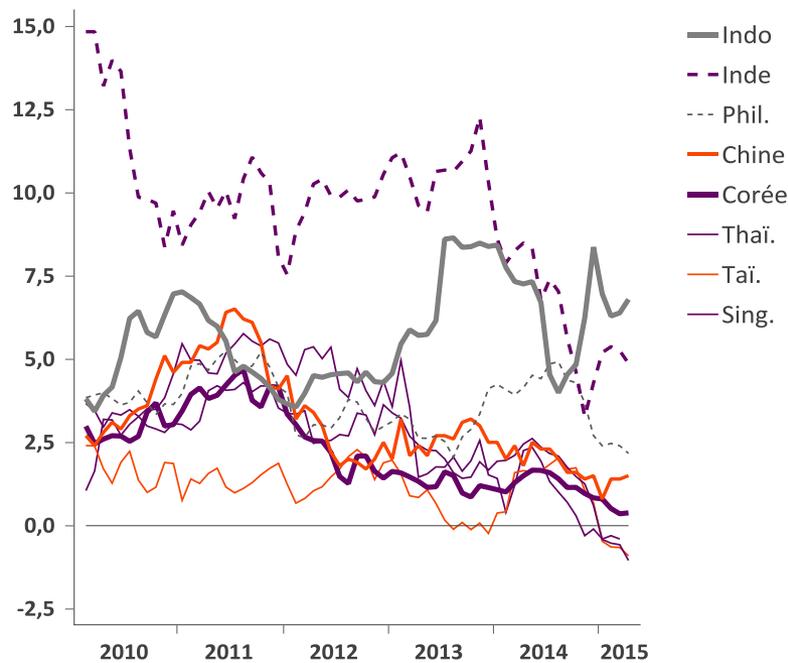
Les pays les plus industrialisés de la région sont les plus sanctionnés. L'Inde part avec un handicap de taille pour entamer sa transition. L'Indonésie, les Philippines, la Malaisie et Taïwan s'en tirent mieux

Contribution des ventes vers la Chine à la croissance annuelle des exportations



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux d'inflation annuel, en %

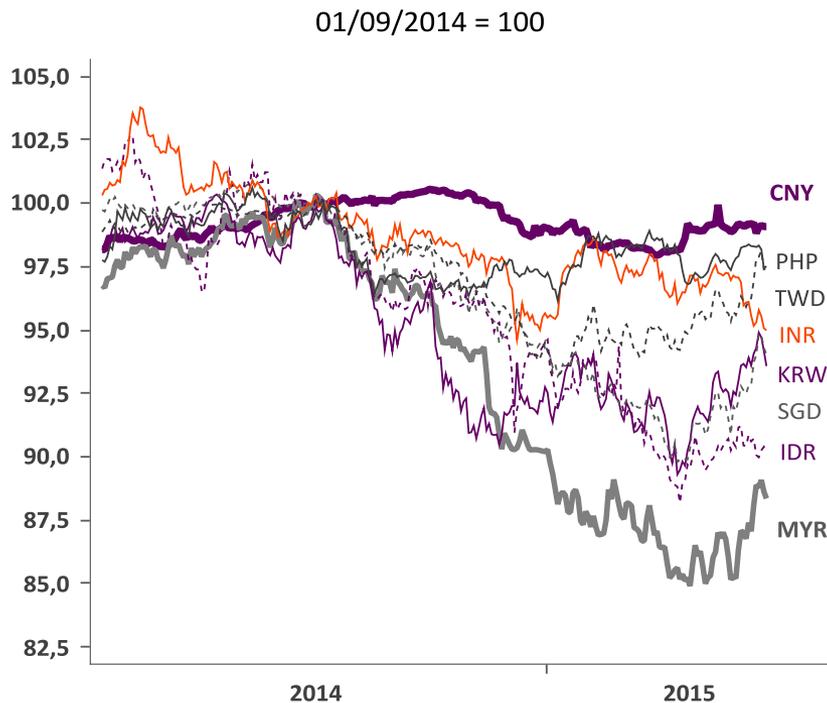


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Un ensemble propice aux désordres monétaires

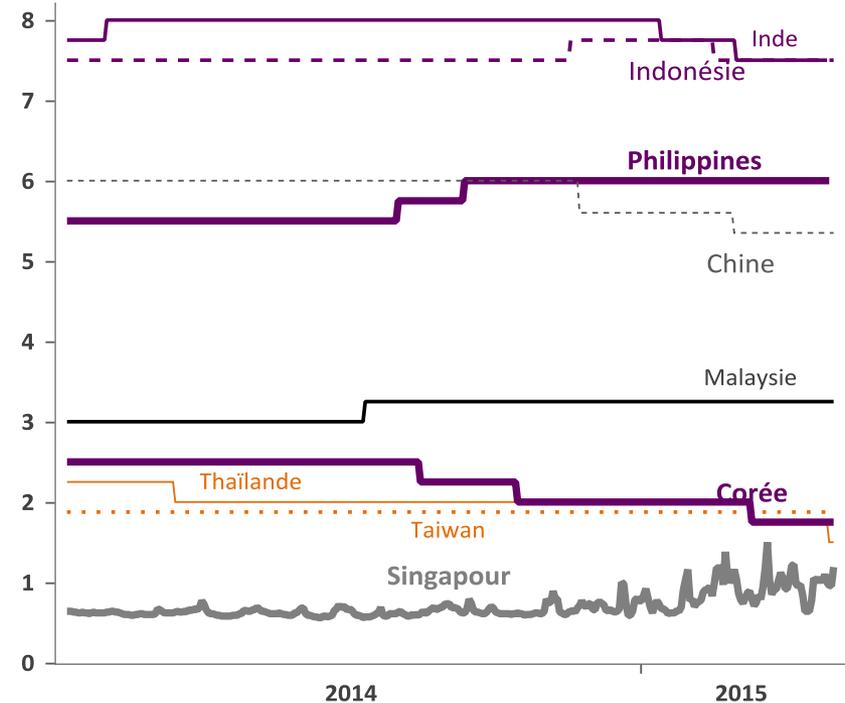
La capacité des pays de la région à absorber les chocs des devises de pays partenaires (yen, euro) est très réduite. Les mouvements de change créent rapidement des effets boule de neige. Les devises décrochent ou sont décrochées.

Taux de changes vis-à-vis du \$



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux d'intérêt directeurs, en %

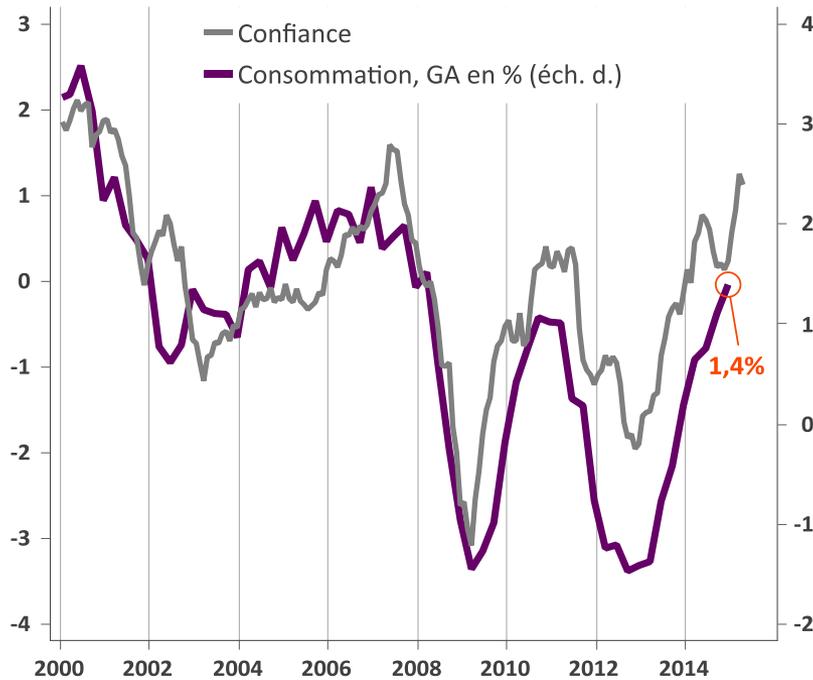


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une reprise déséquilibrée en Europe

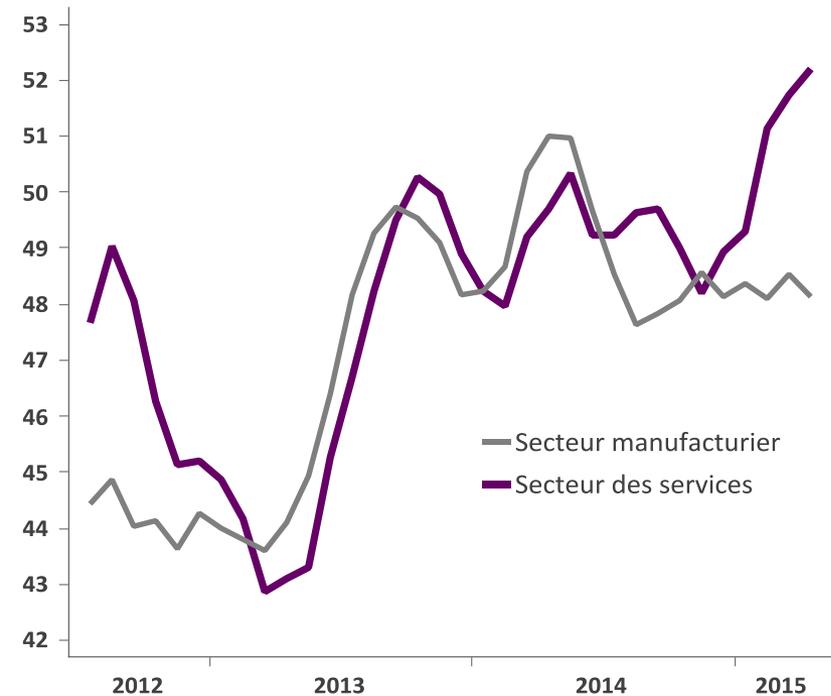
En l'absence de relais international, l'amélioration des conditions domestiques n'est pas suffisante pour enclencher une reprise industrielle

Confiance des ménages et consommation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Enquêtes PMI - France, MM3

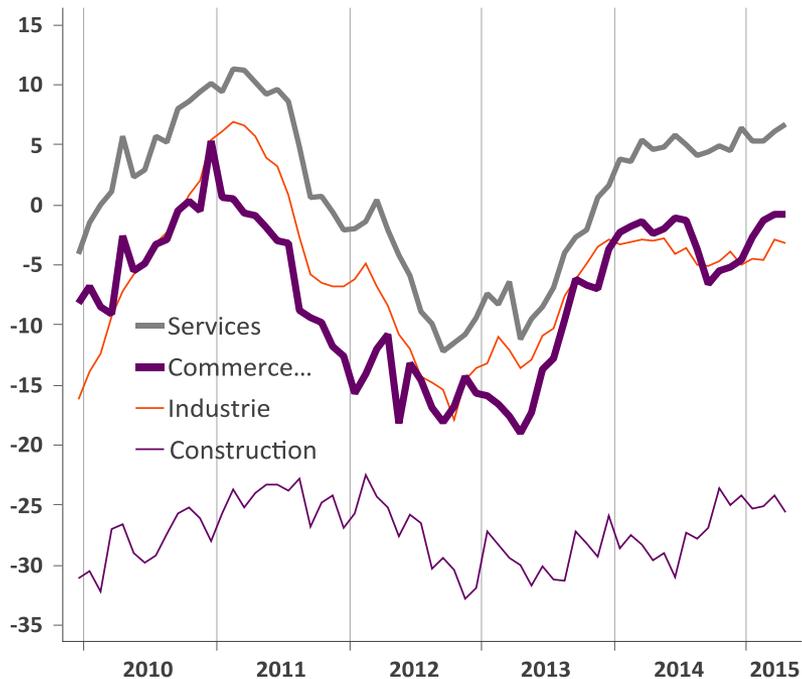


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'amélioration du sentiment semble déjà plafonner dans le commerce, l'industrie et la construction...

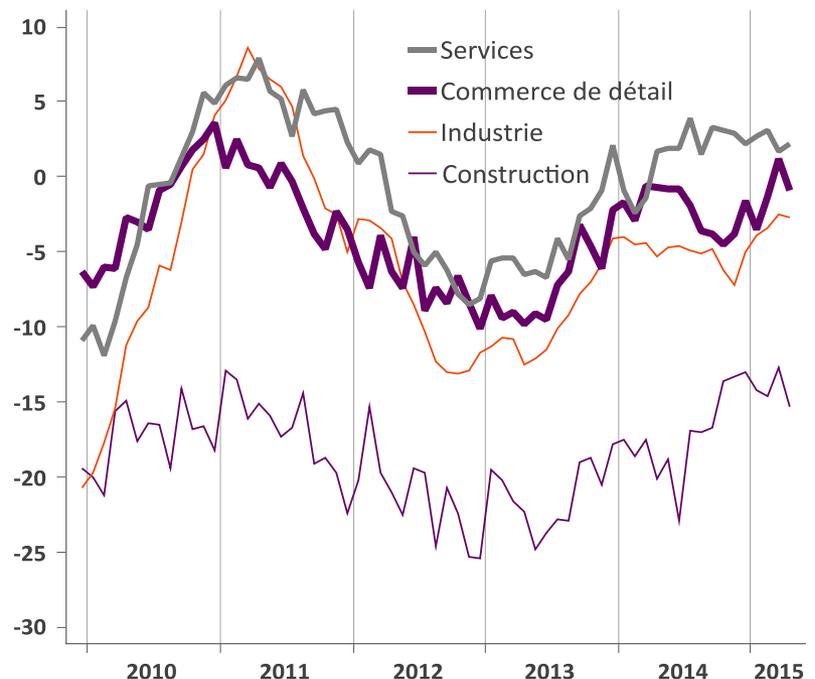
Les enquêtes auprès des entreprises ne sont pas à la hauteur des espoirs de reprise.
La stagnation des perspectives d'emploi dans les services n'est pas bon signe

Climat des affaires par secteur en zone euro



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Perspectives d'emplois

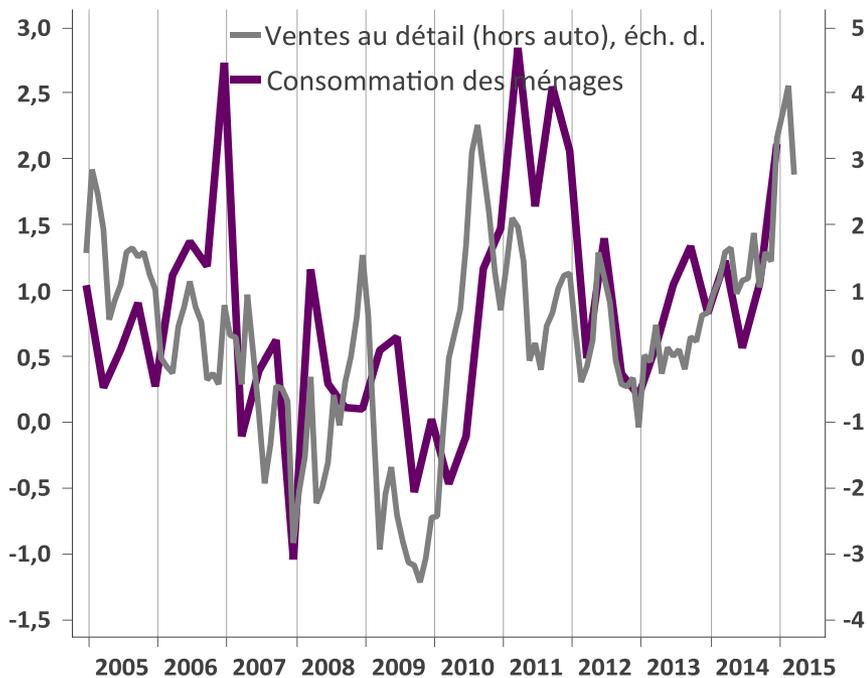


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Même questionnement en Allemagne en dépit de l'exceptionnel rebond de la consommation privée

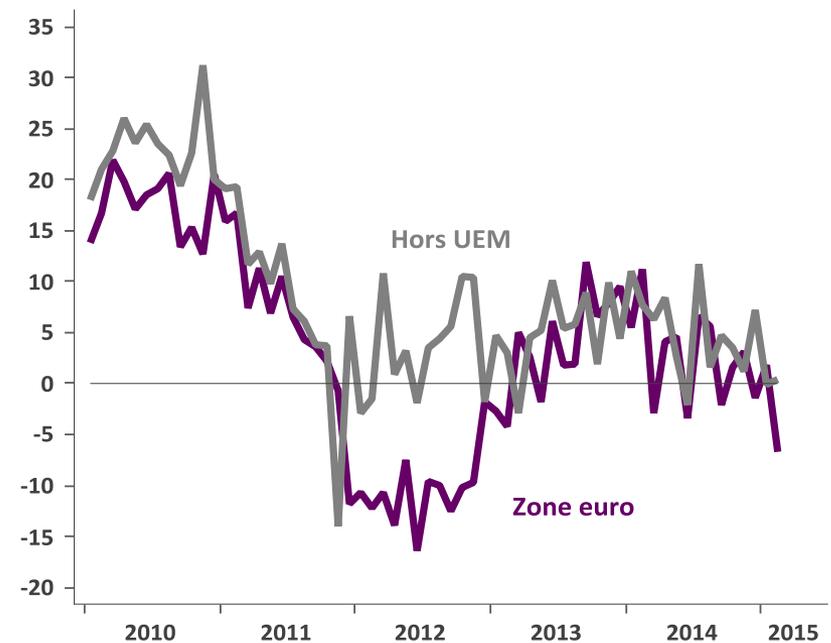
L'année 2015 sera sans doute la meilleure depuis 2000 en matière de consommation mais l'anémie de croissance des exportations pèse sur l'industrie

Consommation et ventes au détail en Allemagne, GA en %, volume



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Commandes à l'exportation de l'Allemagne, GA en %

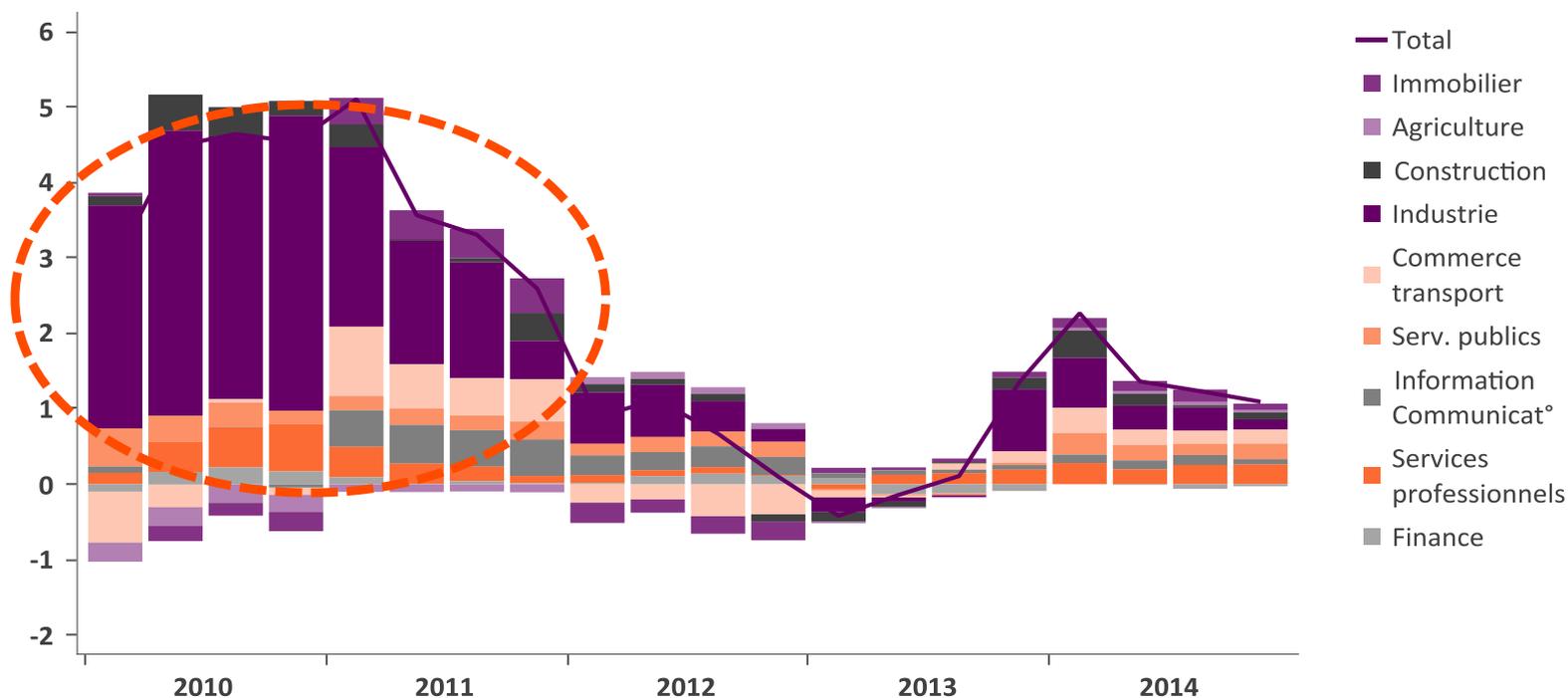


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La croissance allemande peut-elle trouver un nouvel équilibre, plus domestique?

Contributions à la croissance annuelle du PIB allemand

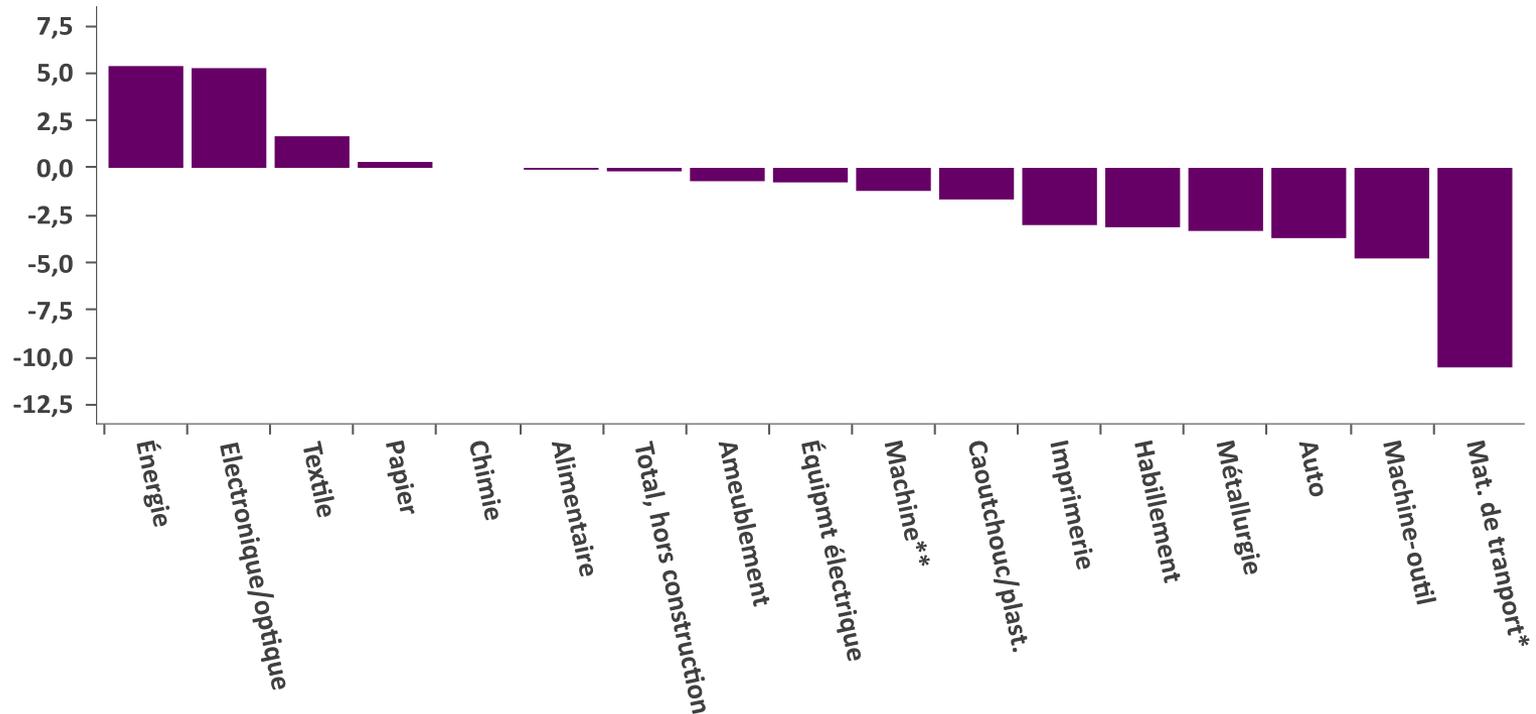
En glissement annuel et prix constants



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les secteurs traditionnels de l'activité allemande sont toujours à la peine

Croissance annuelle de la production par secteur en février, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

* Matériel de transport y.c. auto ; **Machines, y.c. machine-outil

Quelles perspectives pour la seconde moitié de l'année et 2016 ?

- **Forte révision à la baisse de nos prévisions pour les États-Unis, à 2,3% pour cette année, 1,8% pour l'an prochain**
 - Un risque baissier significatif assorti au scénario pour 2016
- **Les perspectives pour les pays émergents restent moroses**
 - La croissance chinoise n'excèdera pas 6 % l'an prochain
- **Pas de changement à notre prévision 2015 pour la zone euro, à 1,4%, mais pas d'accélération attendue pour 2016**
 - Les perspectives du second semestre et celles de 2016 restent dépendantes de la situation internationale, américaine et chinoise, en particulier

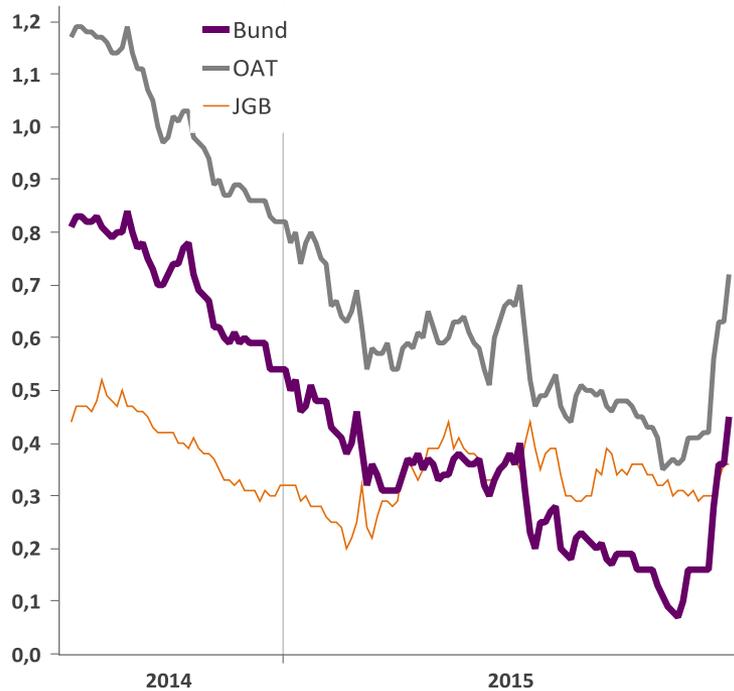
Marchés d'actions, le meilleur est derrière nous

- **Les marchés d'actions entament une période plus instable bien que toujours soutenue par le QE de la BCE**
 - L'absence de hausse des taux de la Fed ne soutien que temporairement le S&P
 - Les marchés européens corrigent, le Dax sous-performe
- **Le niveau des taux reste très faible mais la volatilité reste élevée**
 - La Fed ne relève pas ses taux à horizon prévisible
 - Le resserrement des spread en zone euro est malmené
 - La BCE poursuit son QE sans tapering
- **L'euro reste dans la zone de 1,10-1,15\$, possiblement 1,20\$ d'ici la fin de l'année**
 - L'évacuation d'une hausse des taux de la Fed consolide la reprise de l'euro

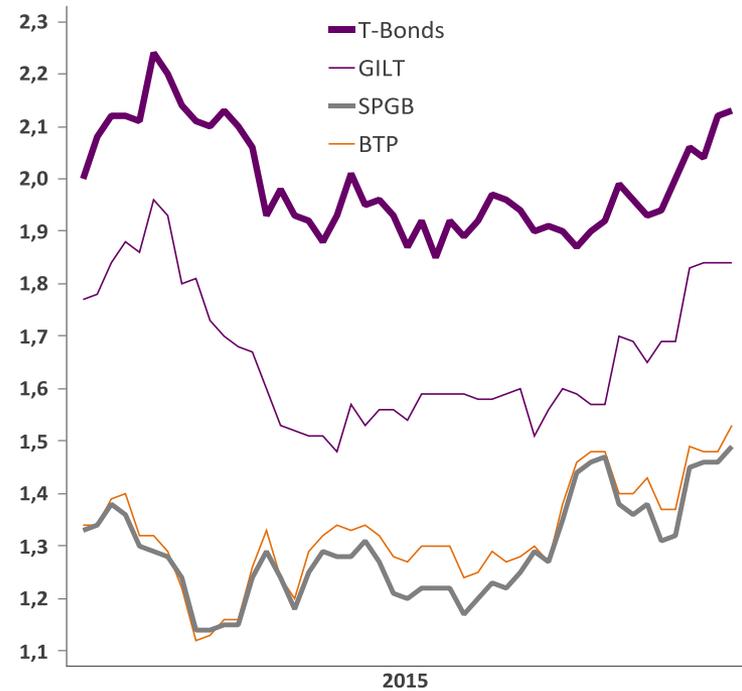
La crédibilité des banques centrales est mise à mal par la remontée des taux longs

La remontée des taux longs de ces derniers jours répond à l'incertitude croissante sur la politique des banques centrales. L'hypothèse d'un tapering de la BCE ne semble guère crédible à ce stade au vu du risque qu'elle représenterait

Taux des emprunts d'État à 10 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

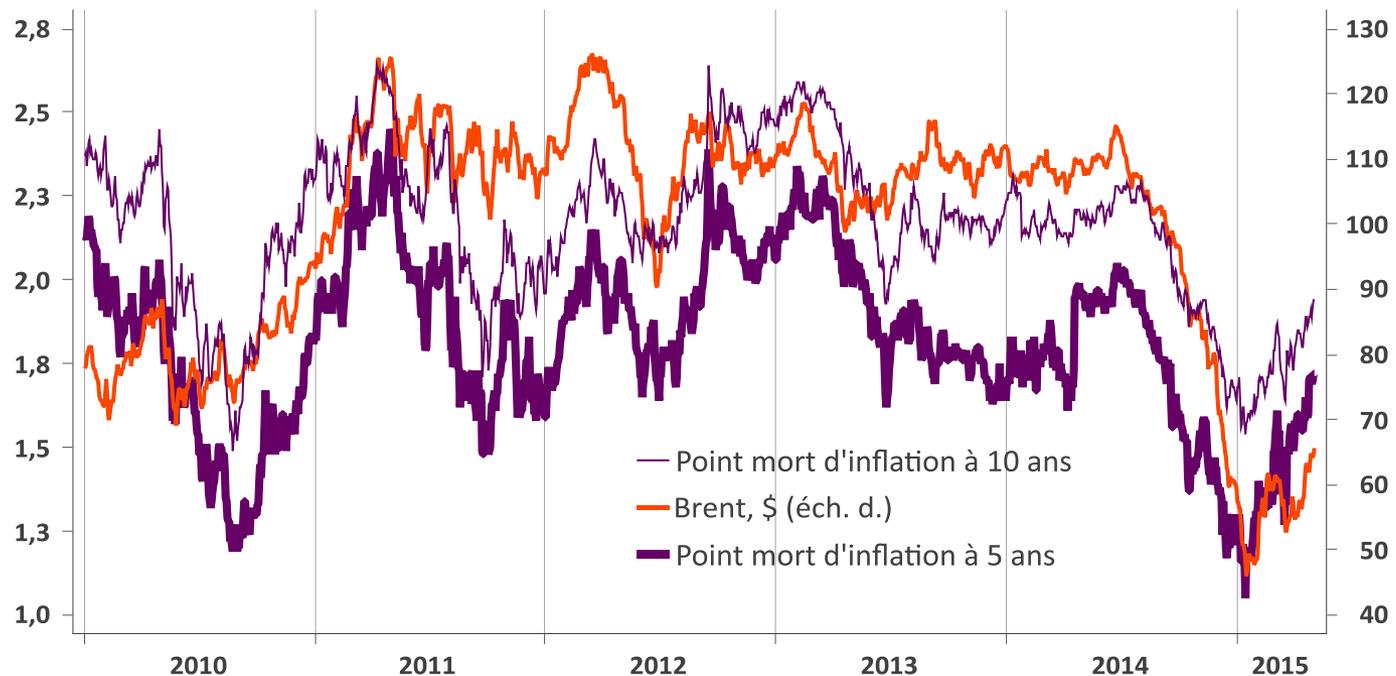


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Pétrole versus anticipations d'inflation

La remontée des cours du pétrole semble répondre à celle des anticipations d'inflation, non l'inverse. Les fondamentaux du prix du pétrole ne sont pas plus favorable aujourd'hui qu'hier, le rebond des cours ne devrait pas aller très loin.

Cours du pétrole et anticipations d'inflation implicites aux États-Unis



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Peu de modifications apportées à nos prévisions de janvier sauf sur les pays périphériques

Prévisions au 21 janvier 2015

	Niveau au 20/01/2015	juin-15	déc. 2015
Taux à 10 ans des emprunts d'Etats			
Etats-Unis	1.80%	1,5-1,7%	1,5-2,0%
Allemagne	0.45%	0.2-0.4%	0.2-0.5%
France	0.64%	0.3-0.5%	0.3-0.6%
Italie	1.66%	1.0-1.6%	0.8-1.2%
Espagne	1.50%	0.9-1.5%	0.7-1.1%
Royaume-Uni	1.54%	1.2-1.5%	1.2-1.7%
Japon	0.24%	0.1-0.3%	0.1-0.3%
Taux directeurs			
FED	0-0.25%	0-0.25%	0-0.25%
BCE	0.05%	0.05%	0.05%
BOE	0.50%	0-0.5%	0-0.5%
BOJ	0-0.1%	0-0.1%	0-0.1%
Taux de changes			
...\$/ EUR	1.16	1.15-1.20	1.18-1.23
...JPY/\$	115.7	115-120	120-125
...GBP/\$	0.66	0.63-0.65	0.63-0.65

Le niveau des taux sera plus élevé que prévu en juin mais retombe ensuite

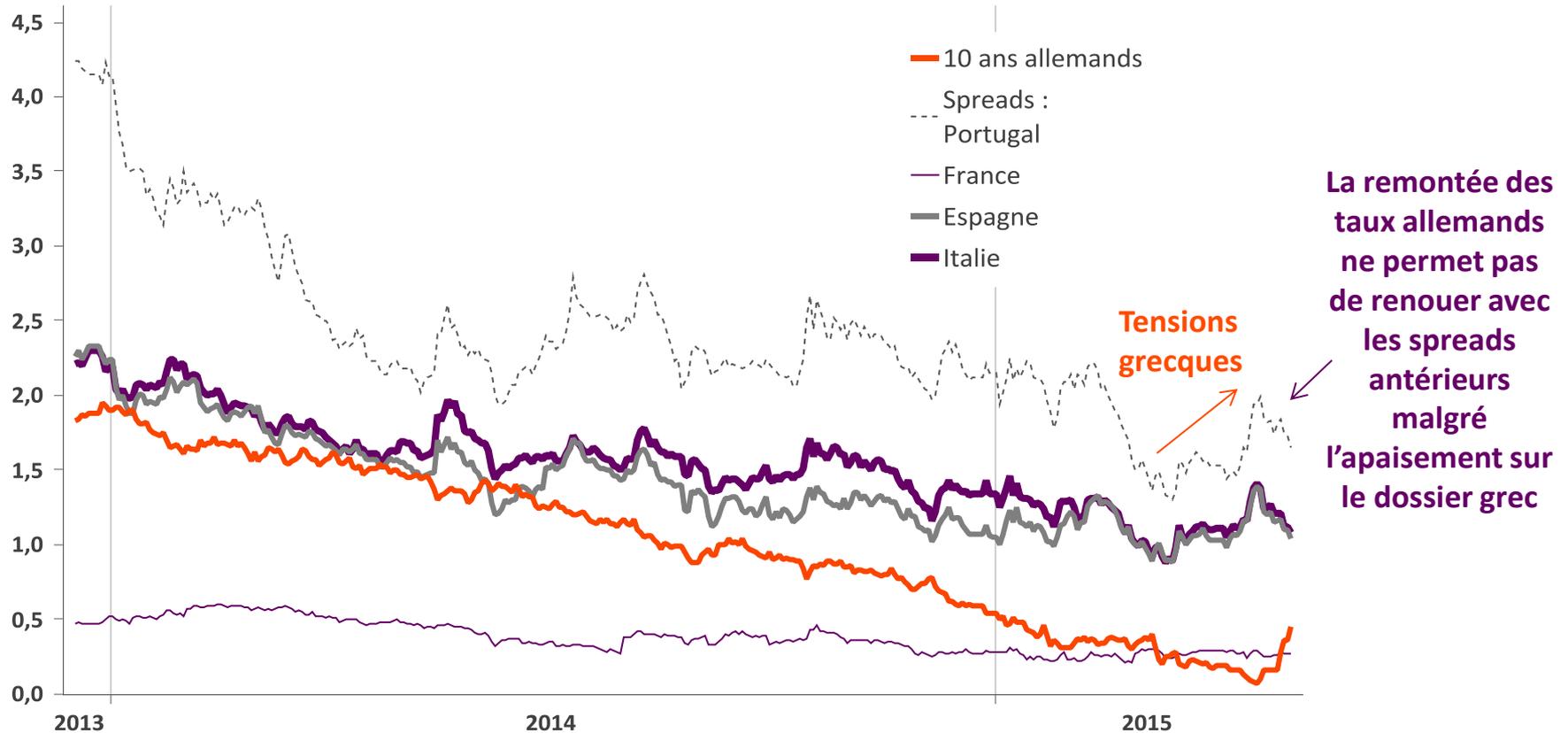
La hausse des taux allemands corrige une baisse excessive. Les anticipations inflationnistes se stabilisent

L'écrasement des spreads de taux s'interrompt, les 10 ans ne baissent pas sous les 1,5%

Source : RichesFlores Research

L'écrasement des spreads de taux longs dorénavant plus compliqué

Écarts de taux souverains à 10 ans avec l'Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Marché européens, plus qu'une consolidation...

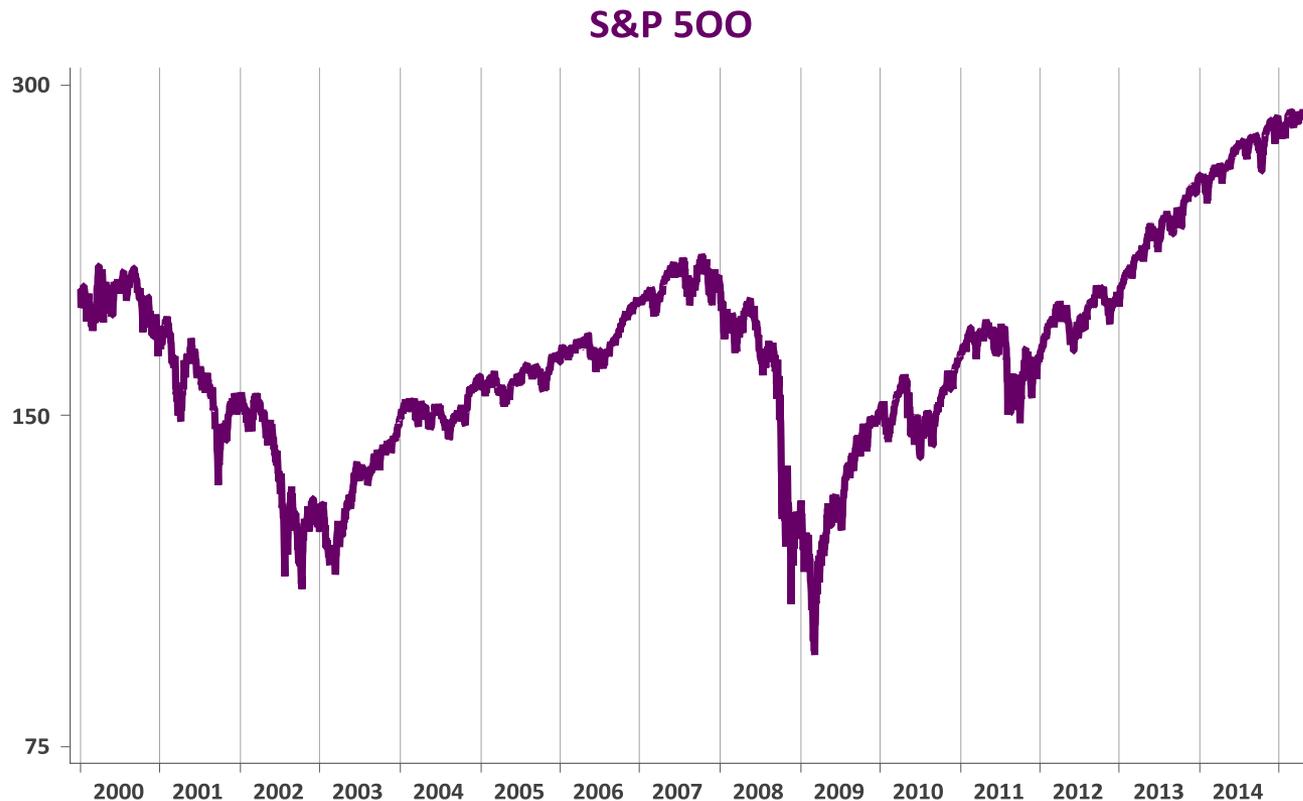
- **Raffermissement des cours du brut et de l'euro**
- **Difficultés à l'exportation**
- **Volatilité des marchés obligataires**
- **Fragilité des perspectives 2016**

=> Les marchés européens entament une correction

- Le Dax sous-performe
- Les marchés espagnol (financières) et italien profitent de la mise à l'écart du scénario de Grexit
- Mais sont malmenés par l'instabilité de l'environnement de taux

L'environnement redevient plus compliqué sur les marchés boursiers

Le S&P 500, protégé par l'absence de hausse des taux de la Fed, prépare lentement sa correction

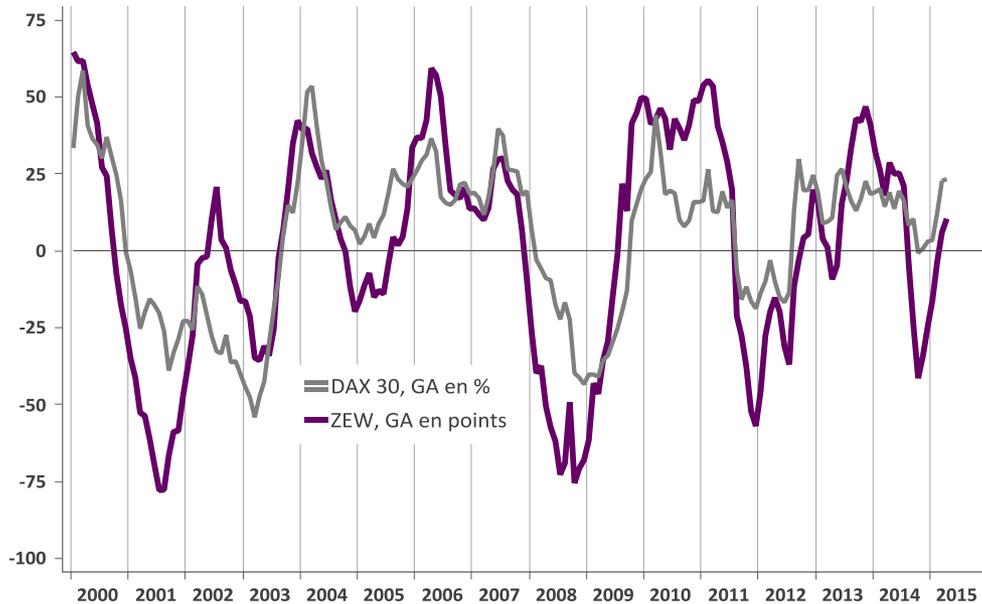


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les marchés européens corrigent

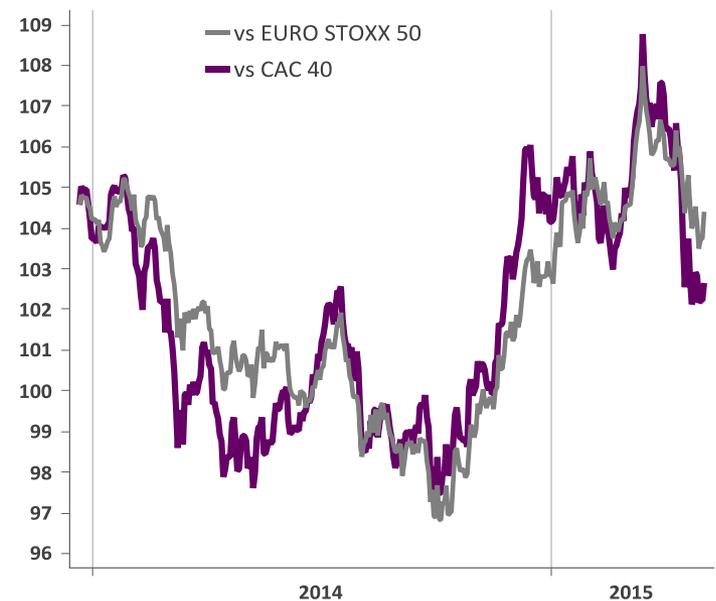
Fin de course pour le Dax

Composante synthétique du ZEW et performance du DAX, GA



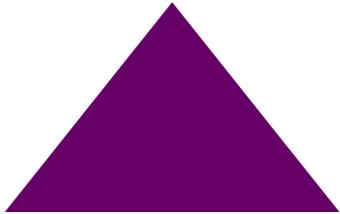
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Performance relative du DAX, jan. 2013=100

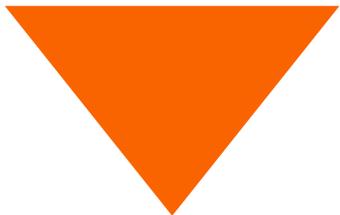


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Principaux thèmes d'investissement en actions



- **Point bas sur l'euro, instabilité des changes**
 - Préférence pour les valeurs domestiques
- **Point bas du pétrole mais faible potentiel de hausse**
 - Préférence modérée pour les valeurs pétrolières
 - Prise de profit sur les chimiques, l'industrie lourde
- **Regain de pouvoir d'achat**
 - Préférence pour les services, distribution
 - Automobile, le meilleur est derrière nous



- **Inertie de l'investissement, instabilité des changes et des émergents**
 - Sous-performance des cycliques allemandes
- **Faible niveau généralisé des taux et inversion de la courbe des taux**
 - Sous-performance des valeurs bancaires (hors Espagne)
 - Et des valeurs de l'assurance



**RICHES
FLORES**
RESEARCH

**GLOBAL MACRO & THEMATIC
INDEPENDENT RESEARCH**



RichesFlores Research is an Independent economic and financial research provider for asset management.

As an R&D entity certified by the Ministry of Higher Education and Research, RichesFlores Research is eligible for the research tax credit (Crédit d'Impôt Recherche) for the years 2013, 2014 and 2015.

President: Véronique Riches-Flores

N° SIRET 751698382.00015

- Contact: veronique@richesflores.com
- www.richesflores.com
- Tel. 33(0)7 50 52 40 47