



**RICHES
FLORES**
RESEARCH

**GLOBAL MACRO & THEMATIC
INDEPENDENT RESEARCH**

GAME OVER

V. Riches-Flores

Notre scénario de janvier

Attendu

- **La chute des cours du pétrole dope la consommation mondiale**
- **La croissance nominale 2015 devrait être la plus faible jamais enregistrée**
 - Frein à l'investissement et aux échanges
- **Les risques de déflation se cristallisent**
 - Instabilité croissante des marchés des changes
 - Les taux restent très bas
- **L'euro et le pétrole rebondissent**
- **Les incertitudes sur l'après 2015 ne sont pas levées, l'environnement financier concentre les risques**

Constaté

- **La consommation rebondit en Europe mais déçoit aux US et dans les EM**
- **Les anticipations d'inflation se redressent plus vite que prévu, mais :**
 - Les faibles gains de productivité exacerbent les problématiques de sous-investissement
 - Les échanges mondiaux décèlent
- **Les devises des pays émergents sont hautement instables**
- **La volatilité s'abat sur les marchés de taux, le retournement des marchés n'épargne aucune classe d'actifs**

Notre scénario de janvier (suite) : « l'EuroStoxx : objectif à 3550 sans plus »

Un potentiel de hausse du marché européen,
contrarié

Facteurs de soutien

- Pétrole, euro, BCE
- Perspectives de croissance, enfin
- Normalisation budgétaire
- Faibles rendements obligataires
- Valorisation attractive



Un regain d'appétit évident
pour le risque

Éléments contrariants

- Marchés américains
- Fragilité des émergents
- Bataille des changes
- Surendettement/immobilier
- Géopolitique



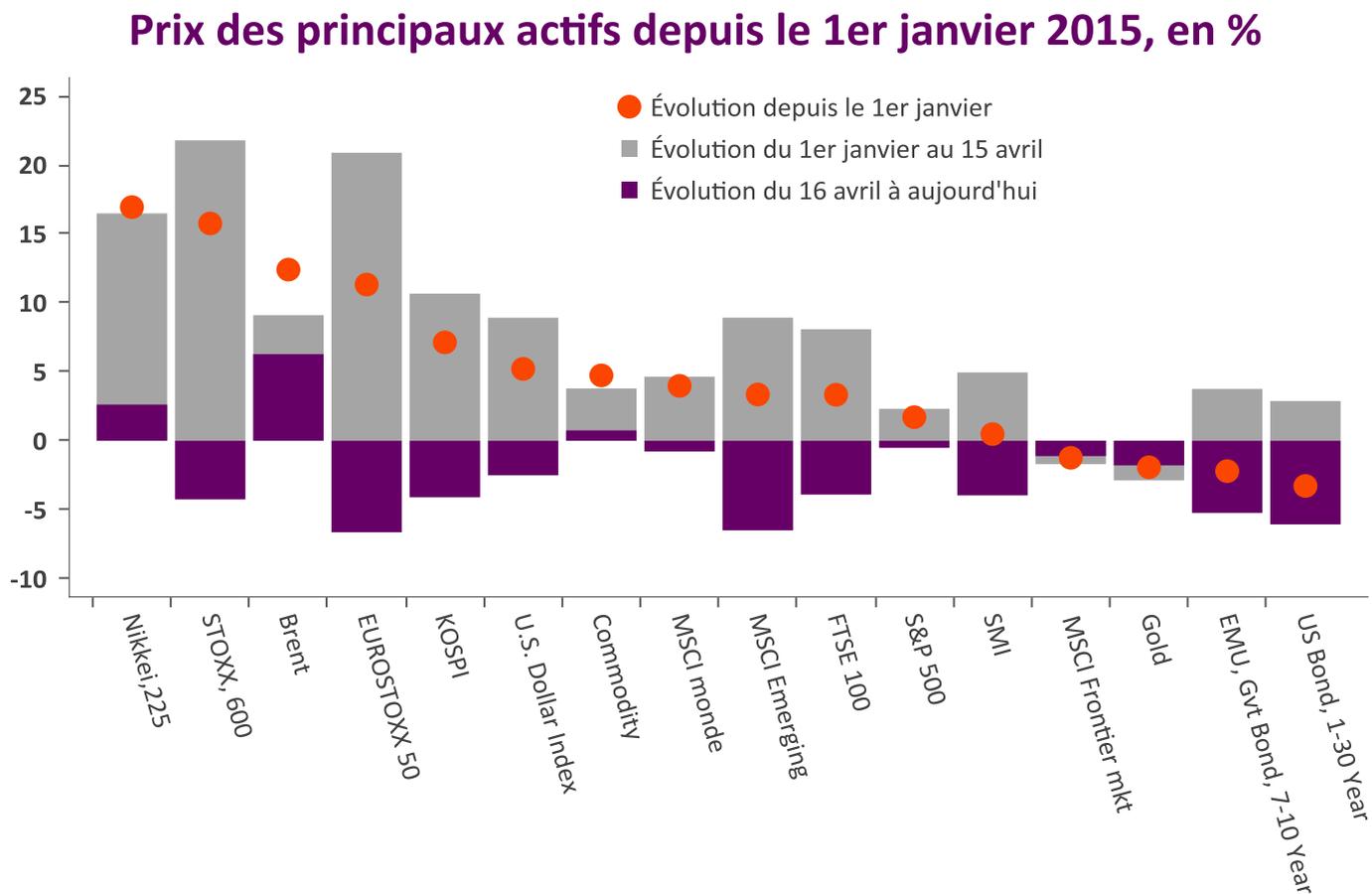
Des stratégies difficiles à
implémenter

Allocation d'actifs au 28 janvier 2015

		Sous-pondérer	Neutre	Surpondérer
		-- -	0	+ ++
ACTIONS	US		- /	
	EURO Core			
	Périphériques			
	JAP		/ +	
SOUVERAINS	EM			
	US			
	EURO Core		/ +	
	Périphériques			
CREDIT	JAP		- /	
	EM			
	US		/ +	
	EUR			
MP	JAP		/ +	
	Pétrole		/ +	
CHANGES	MP industrielles			
	Or		/ +	
	USD		/ +	
	EUR		/ +	
	JPY		- /	
CASH	CHF		- /	
	GBP		- /	
	CNY			
	EM			
	EUR			

Source: RichesFlores Research

Chute quasi-généralisée des actifs depuis la mi-avril



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les raisons

- **Incertitudes sur la croissance**

- Inquiétudes croissantes sur le sort de l'économie américaine
- Remise à plat des perspectives structurelles des émergents
- Révision à la baisse des perspectives mondiales pour 2015 et au-delà
- Fragilité des résultats européens

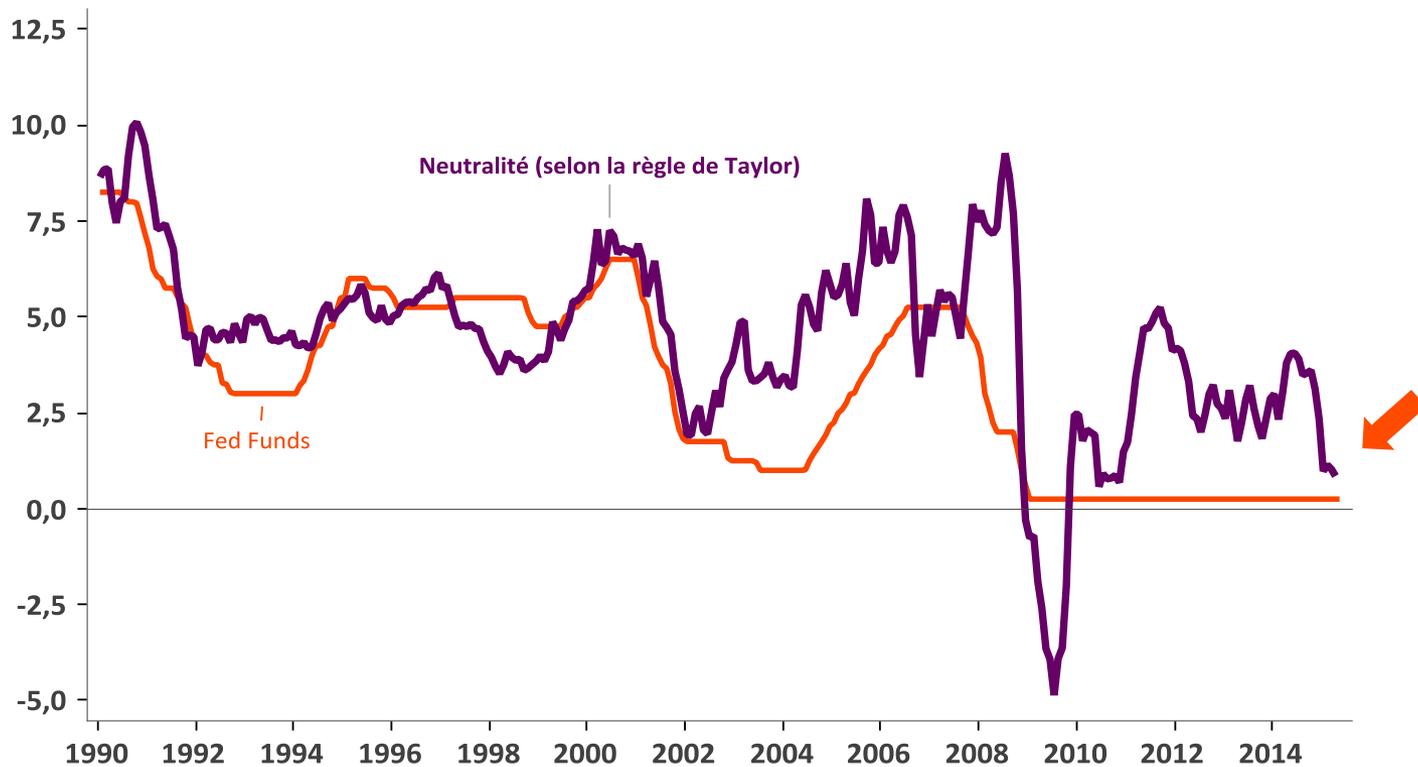
- **Trop de QE tue l'QE !**

- Propagation de la pratique : Japon, USA, UEM, Chine et autres ?
- Déceptions sur l'efficacité du QE et les moyens d'y mettre fin
- Manque de visibilité sur les tendances inflationnistes
- Perte de crédibilité des banques centrales

Le dilemme de la Fed : relever ses taux d'intérêt malgré une inflation négative

Selon les instruments traditionnels de pilotage de la politique monétaire, la nécessité d'une hausse des taux n'a jamais été aussi faible depuis 4 ans !

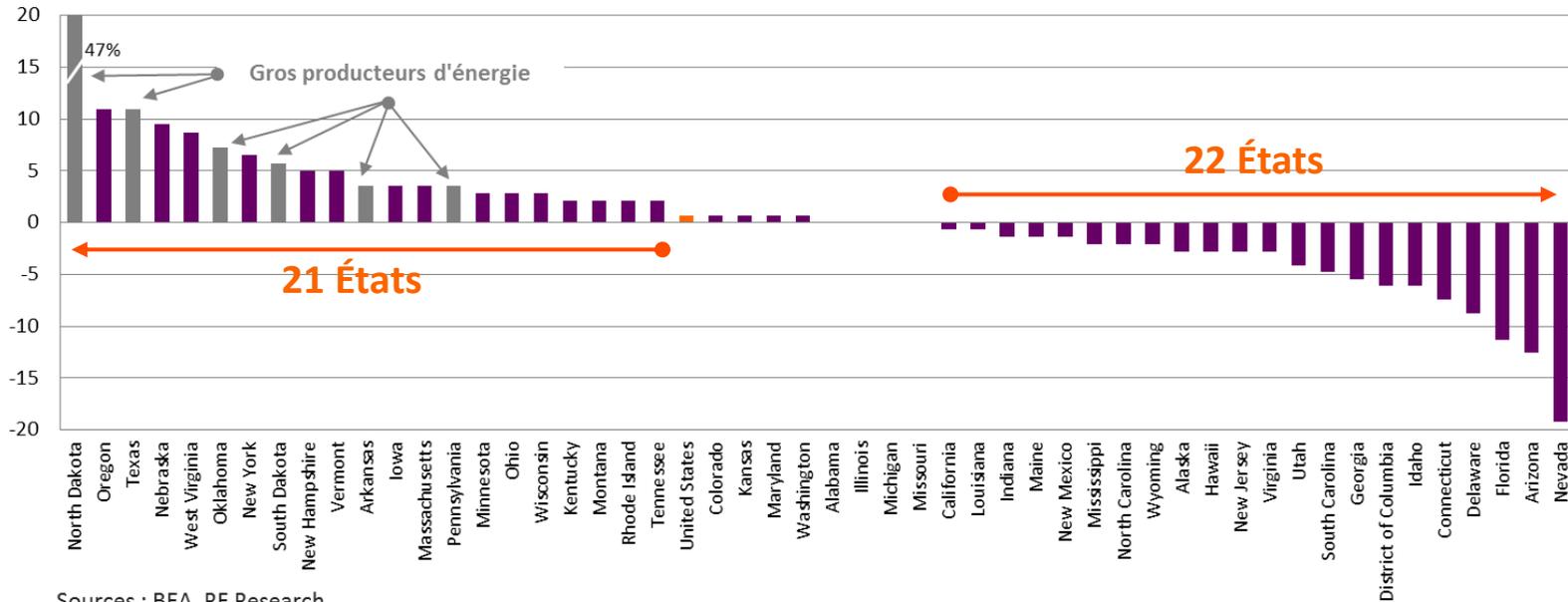
Niveau approprié des taux directeurs selon la règle de Taylor et Fed funds



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

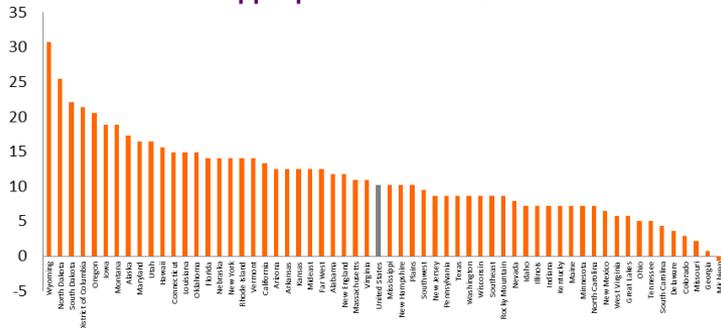
Un changement de cap périlleux face à une situation économique très disparate, peu éloignée de l'UE 28

Évolution du PIB réel/tête entre 2007 et 2014, en %

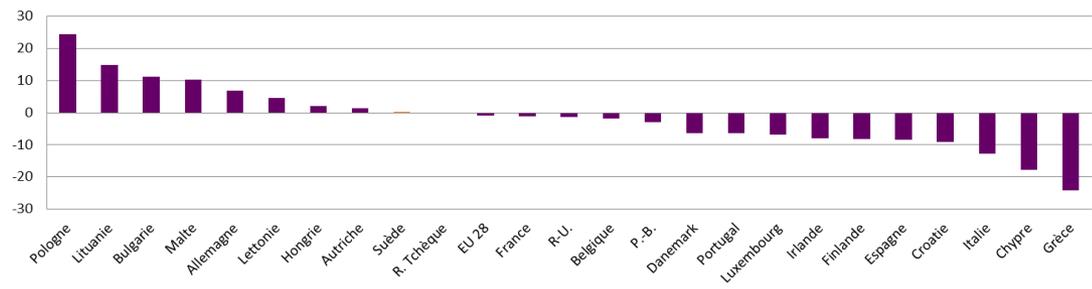


Sources : BEA, RF Research

Rappel période 2000 à 2007



Croissance du PIB réel/tête dans les pays de l'UE 28 2007-2014, %

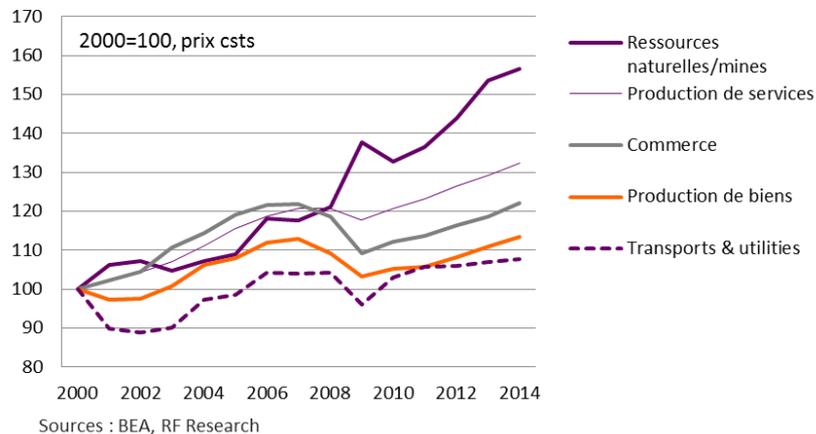


Sources : RF Research, Eurostat

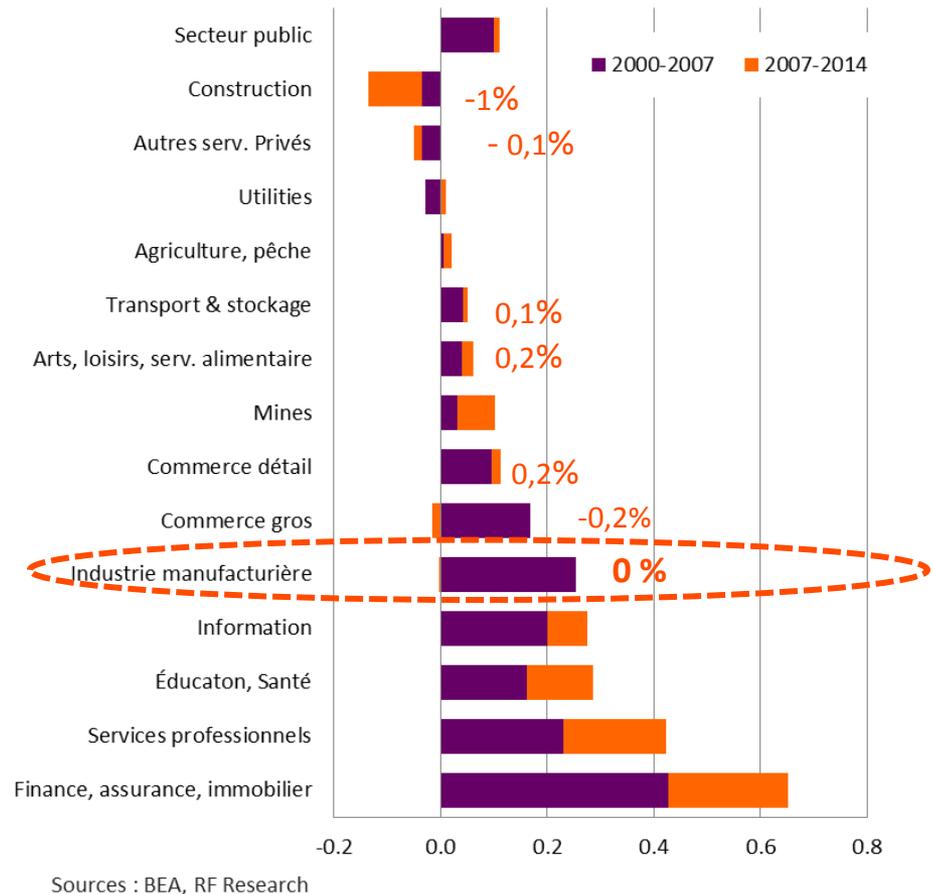
Pétrole, QE et santé ont été les principales - quasiment uniques - sources de croissance

- Le secteur manufacturier, le commerce de gros, de détail, les transports et la construction ne sont toujours pas remis de la crise. La hausse du dollar fragilise d'autant l'industrie en souffrance.
- Le QE a en priorité bénéficié à l'immobilier neuf et haut de gamme des États les plus riches

Valeur ajoutée par principaux secteur



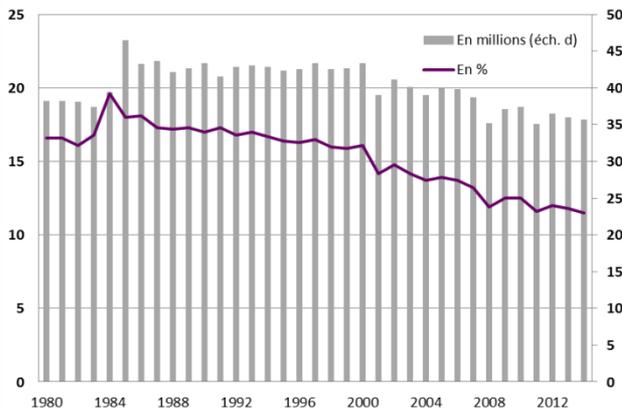
Contributions à la croissance du PIB réel



Les écarts de situation se figent

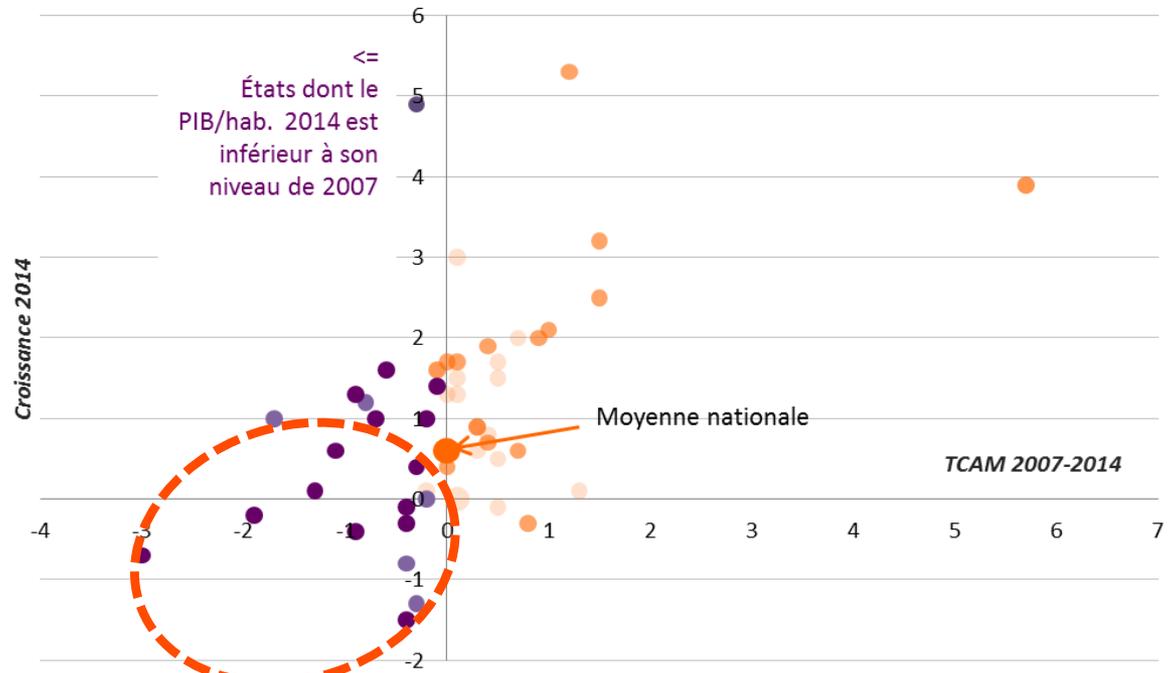
Vieillesse, crise immobilière et anémie d'emplois peu qualifiés figent les populations et les distorsions de croissance. Les États en retard sous-performent la moyenne nationale, les écarts de situation prennent une tournure structurelle

Mobilité de la population américaine



Sources : Census Bureau, RF Research

Croissance du PIB réel/tête en 2014 et 2007 à 2014

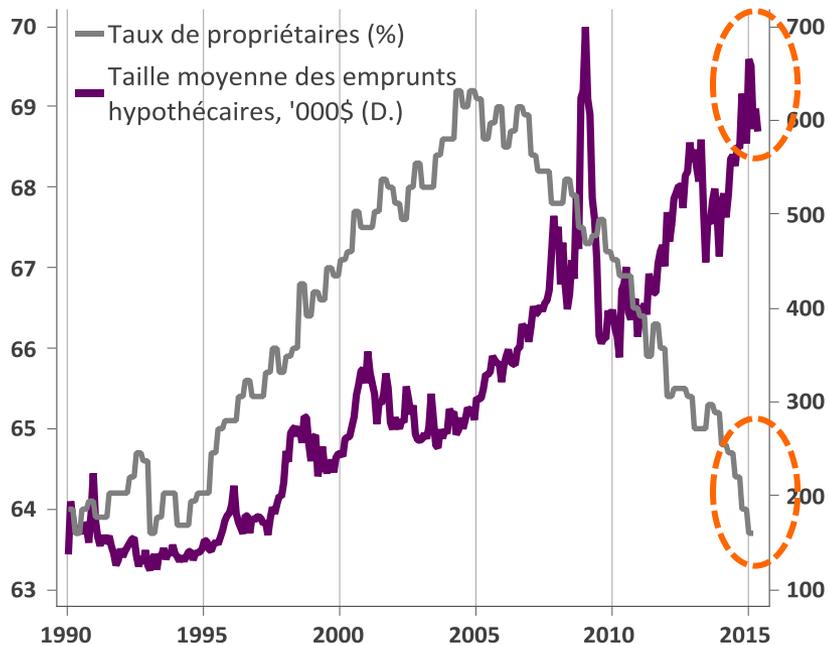


Sources : BEA, RF Research

Des déséquilibres à tous les niveaux de l'économie

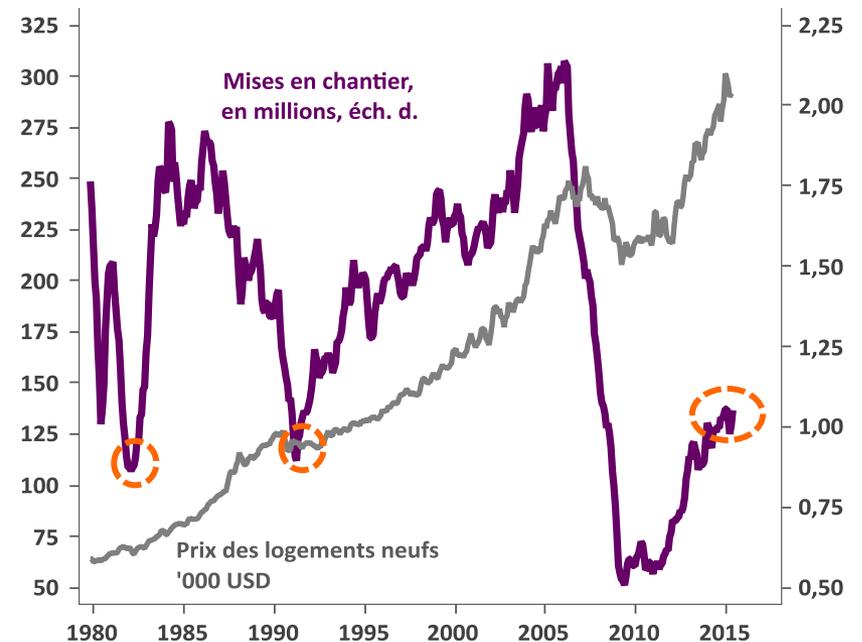
Le haut niveau des prix immobiliers cache un marché déséquilibré qui ne parvient pas à franchir les planchers des récessions passées et exclut une proportion croissante d'acquéreurs

Envolée des emprunts moyens, chute du taux de propriétaires



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Envolée des prix, faiblesse des mises en chantier

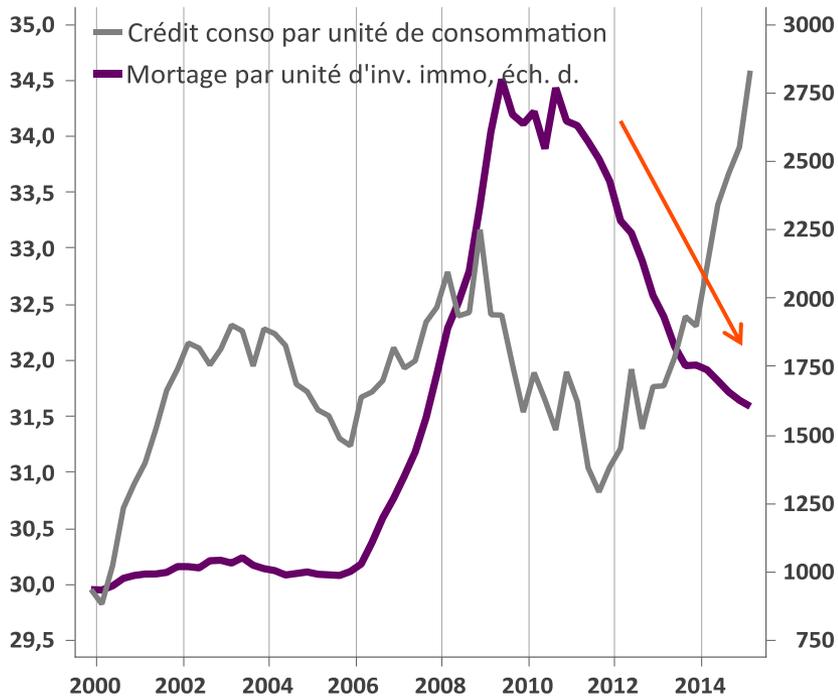


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le processus de désendettement se poursuit, les ménages reconstituent graduellement leur épargne

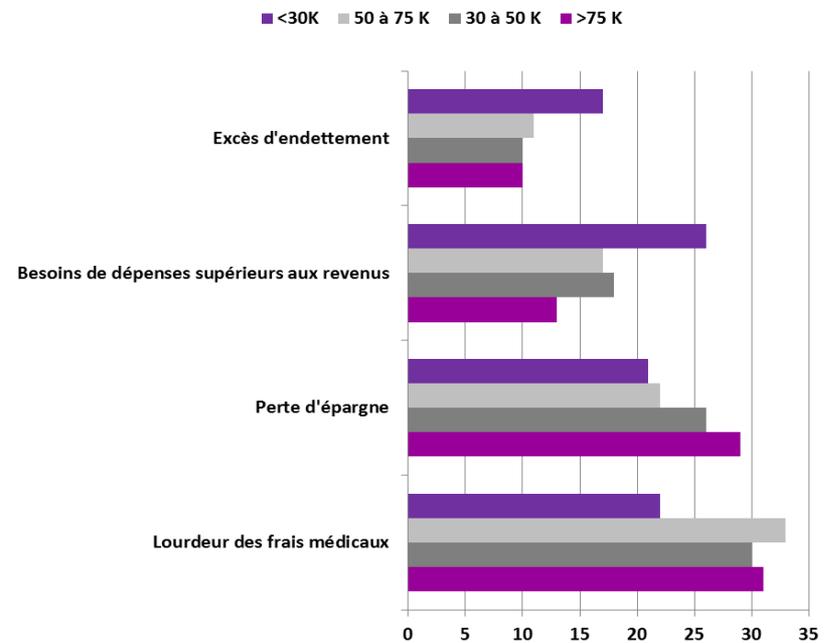
La portion de pouvoir d'achat excédant 2,5% l'an a presque systématiquement été épargnée ces deux dernières années. Les bénéfices du contrechoc pétrolier ne profitent que marginalement à la consommation

Levier d'endettement



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

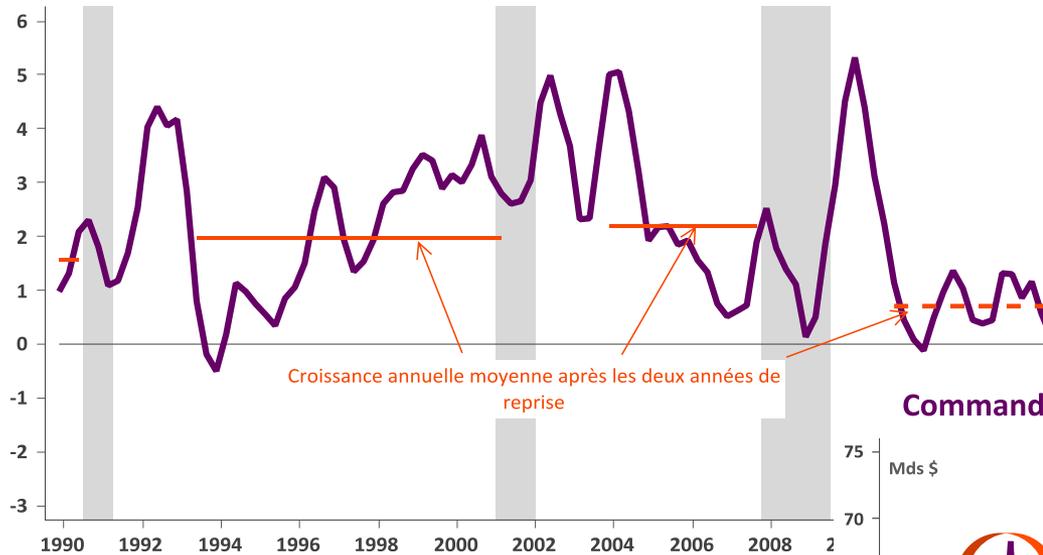
Principales sources d'inquiétude des ménages au sujet de leur retraite selon le niveau de revenu annuel



Source : Bloomberg/Princeton Survey Research Associates, Bank rate

L'anémie des gains de productivité prend un tour de plus en plus préoccupant, l'investissement reflue dangereusement

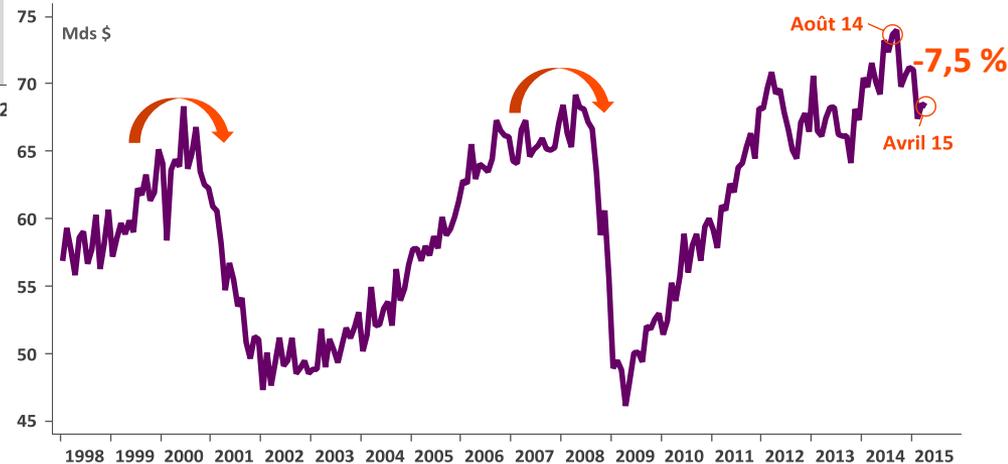
Croissance annuelle de la productivité horaire du secteur non-financier



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La faible croissance du PIB et le retard des industries traditionnelles ne permettent pas d'alimenter un cycle de productivité suffisant pour entretenir une reprise pérenne de l'investissement nécessaire au prolongement du cycle

Commandes de biens d'équipement hors défense et aviation

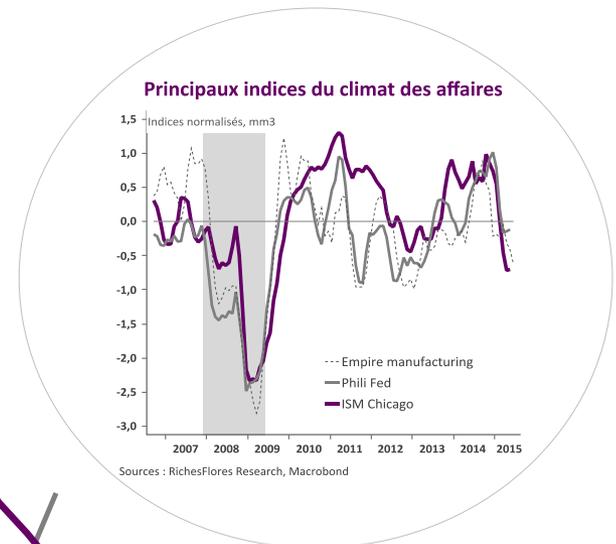
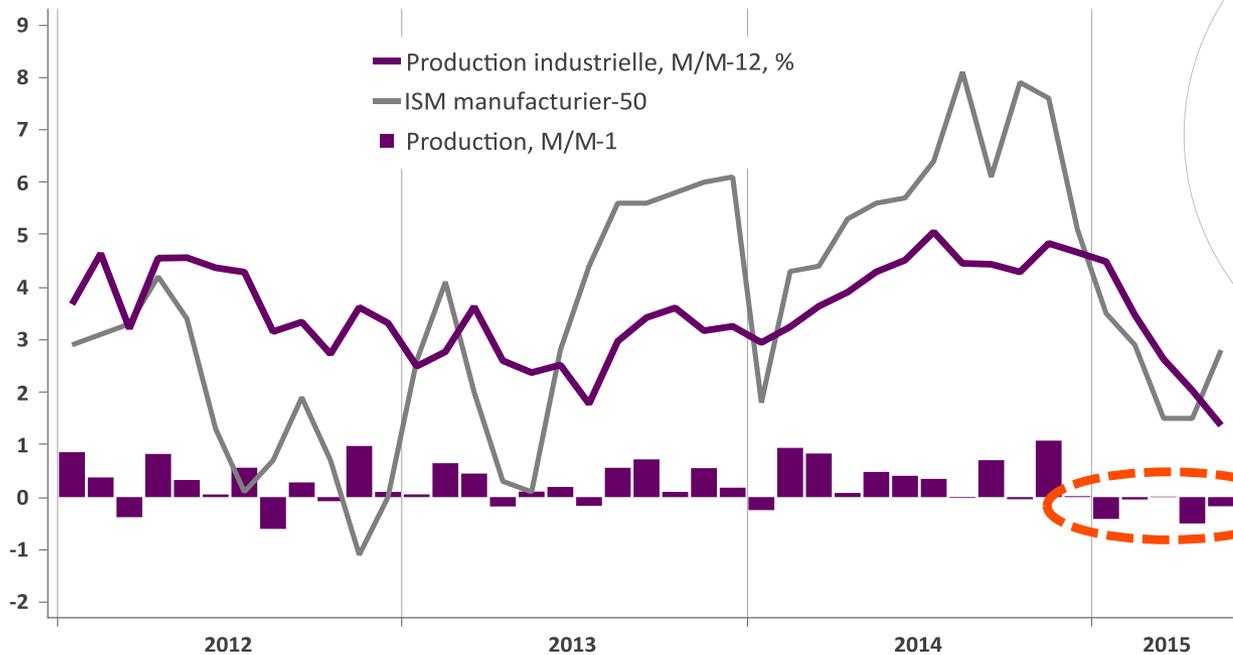


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le risque de récession revient dans le radar

Hausse du dollar, chute des cours du pétrole et remontée du taux d'épargne des ménages entament les perspectives de croissance. La production industrielle stagne ou reflue depuis six mois, du jamais vu en milieu de cycle.

ISM et production industrielle



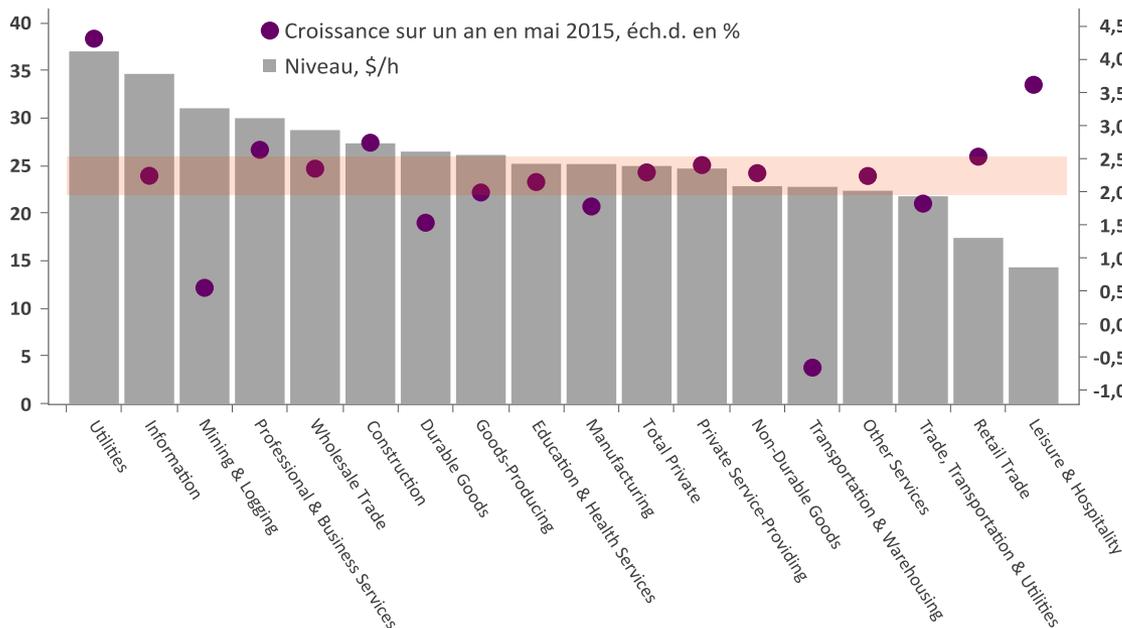
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La hausse des salaires : signe de bonne santé, d'inflation ou de baisse des marges ?

Les entreprises n'ont pas le loisir de remonter leurs prix. La hausse des salaires, très irrégulière à ce stade, risque donc de se faire au détriment des marges... et de la croissance future.

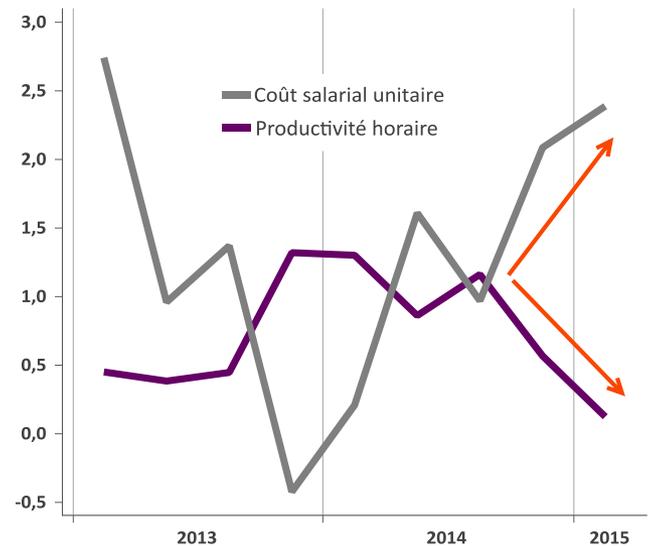
En relevant ses taux la Fed prend le risque d'accélérer le processus de fin de cycle.

Niveau et croissance des salaires par secteur



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Productivité et coût salarial unitaire, GA en %

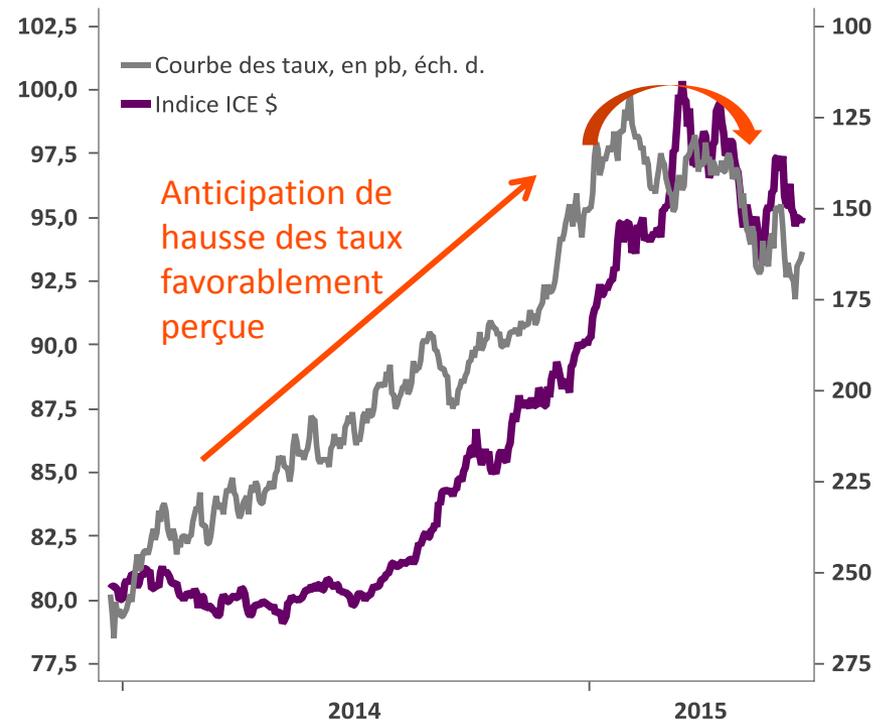


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Normalisation des taux d'intérêt : de la bonne nouvelle à la menace

- La remontée des taux directeurs n'est plus perçue comme un signe d'assainissement de la situation économique mais comme une menace
 - La courbe des taux s'aplatit
 - Le dollar s'effrite
- Le risque de récession s'accroît
- Le marché américain est vulnérable
- Peu de place pour une normalisation des taux d'intérêt
 - Au mieux, la Fed renonce, au pire elle ne relève ses taux qu'à une ou deux reprises
 - Les taux longs retrouvent une marge de repli potentiel

Cours du dollar et courbe des taux 2-10 ans



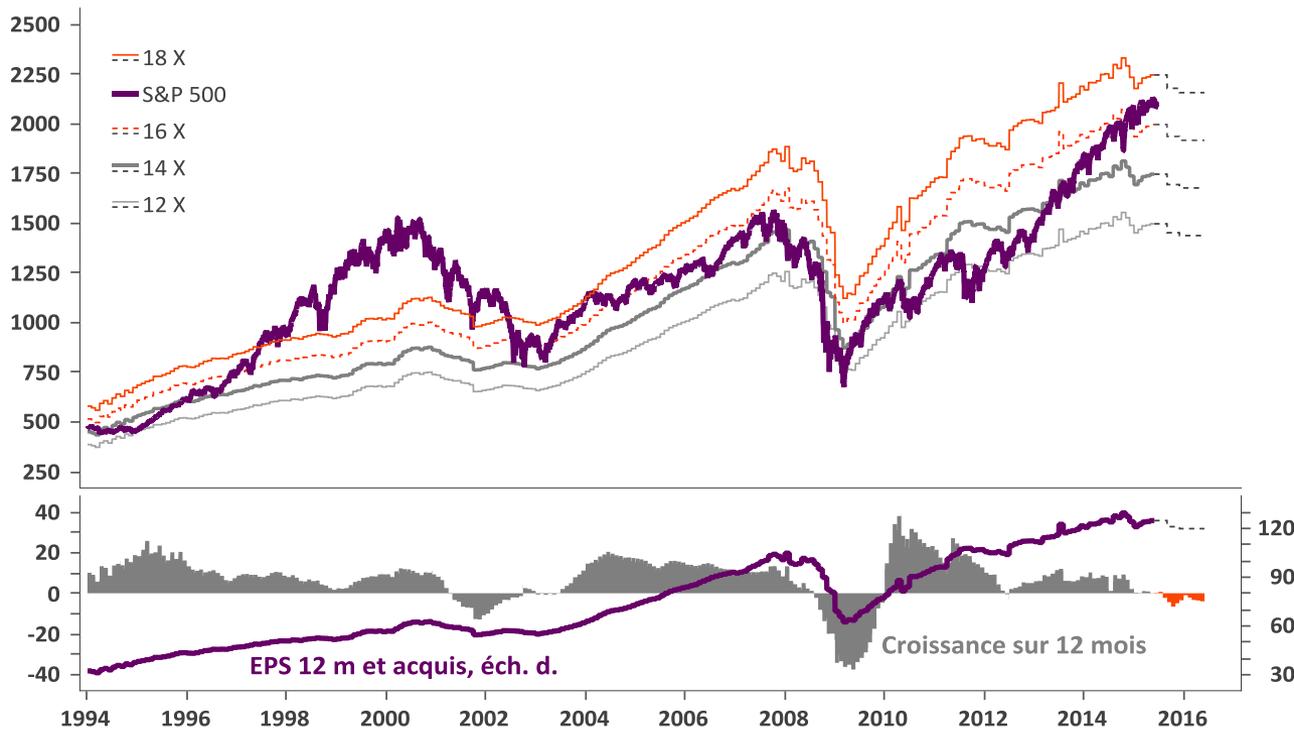
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une remontée du taux de participation est impérative pour prolonger le cycle dans de meilleures conditions et rendre, *in fine*, supportable une normalisation monétaire

Le marché américain est mature

Les révisions à la baisse des résultats à venir justifieraient un retour du S&P sous les 1900 points au cours de l'année à venir, un niveau susceptible d'être franchi plus ou moins rapidement selon l'orientation de la Fed.

US S&P 500, Forward EPS à 12 mois et multiples



Croissance du PIB 2015 : 2%
EPS : -1% à -3 % d'ici fin 2015,
0% à -5% pour 2016

Objectif 1900 points
- À 12 mois, sans hausse des
taux directeurs
- À 6 mois, avec une hausse de
50 pb des taux directeurs

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Rien de neuf du côté des émergents

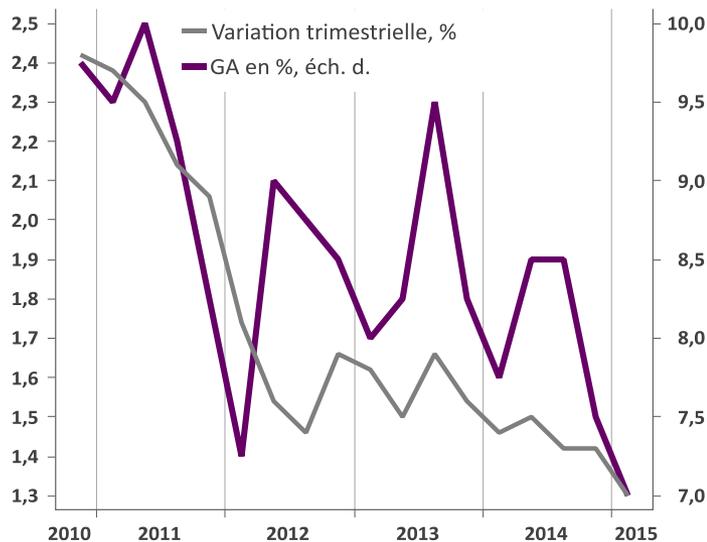
- Fragilité de la situation chinoise
- Excès généralisés de capacités de production en Asie
- Pressions déflationnistes renforcées par l'appréciation des devises
- Surendettement généralisé
- Stabilisation sur de bas niveaux des prix du pétrole et autres MP
- Risques persistants sur les marchés des changes

Les déceptions récurrentes finissent par entamer les perspectives de croissance structurelle

Chine, de mal en pis : perte de compétitivité, excès de capacités, pressions déflationnistes, surendettement

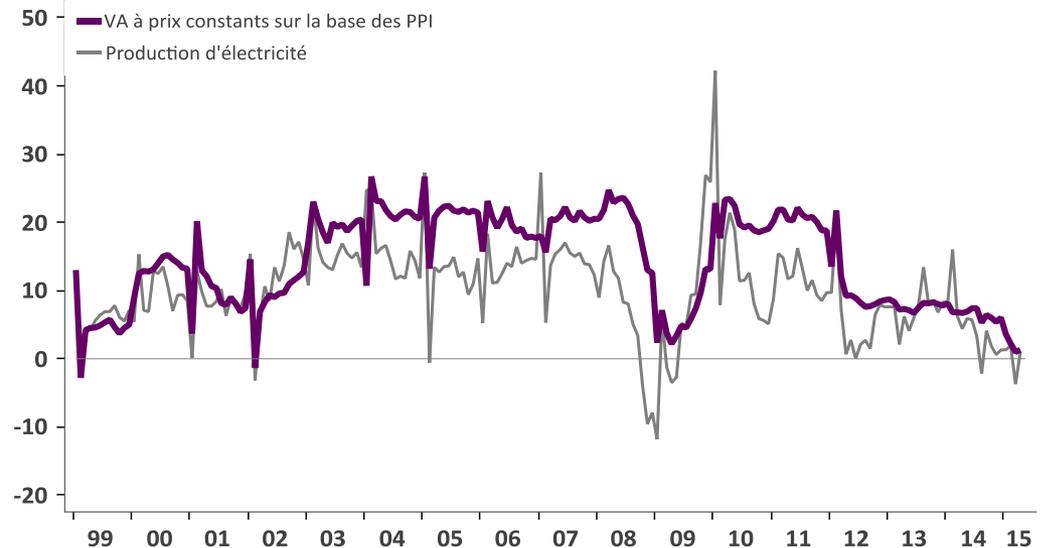
Entre mutations structurelles et déséquilibres croissants, la croissance de la production est plus faible aujourd'hui que durant la crise de 2009

Produit intérieur brut chinois, à prix constants



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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

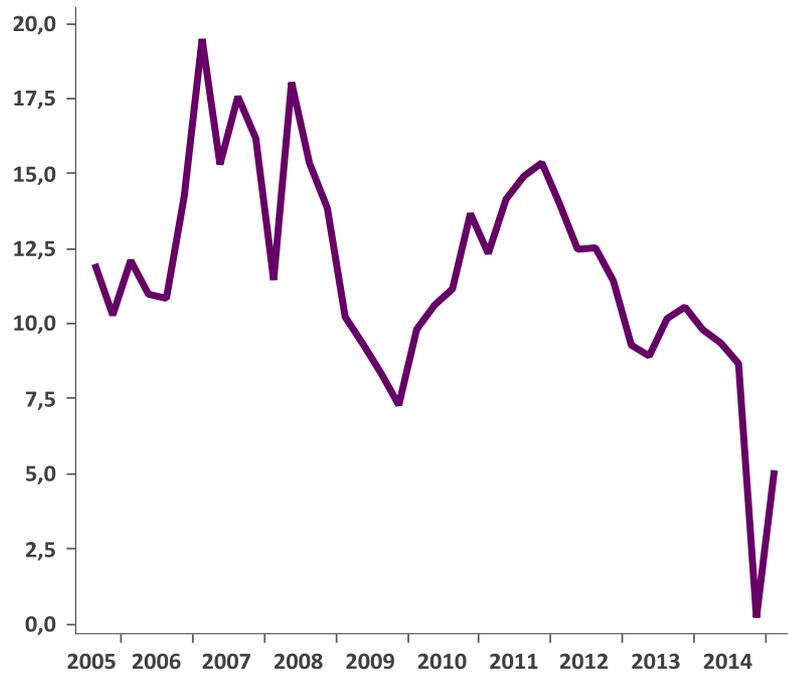


Sources : RichesFlores Research, Macrobond
* calculs RFR sur la base des prix à la production

Les ressorts du rattrapage de la consommation finissent par être entamés

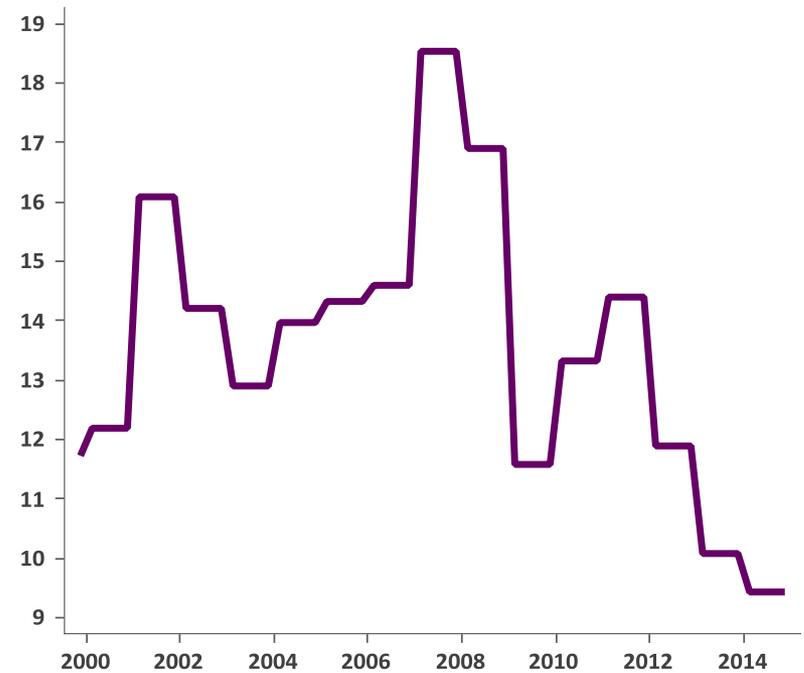
Les retombées sur la situation des consommateurs commencent à être ressenties : les perspectives de croissance de moyen/long-terme se détériorent

Croissance du revenu disponible



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance annuelle du salaire par tête

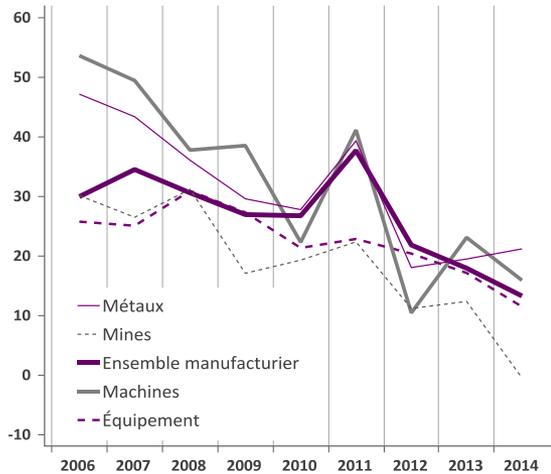


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'investissement reflue même dans les secteurs stratégiques ou, supposés en essor

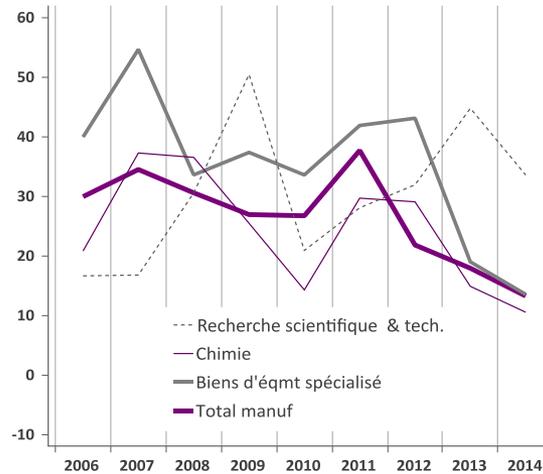
Le ralentissement de l'investissement dans les secteurs en transition du tertiaire accentue l'anticipation d'une décélération de la croissance potentielle

Industrie traditionnelle



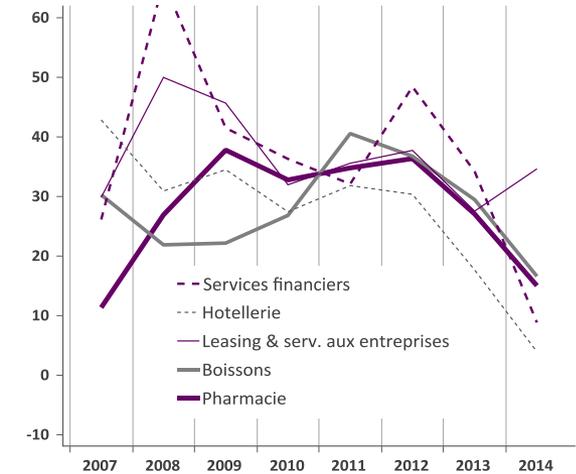
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Secteurs industriels stratégiques



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Secteurs en essor

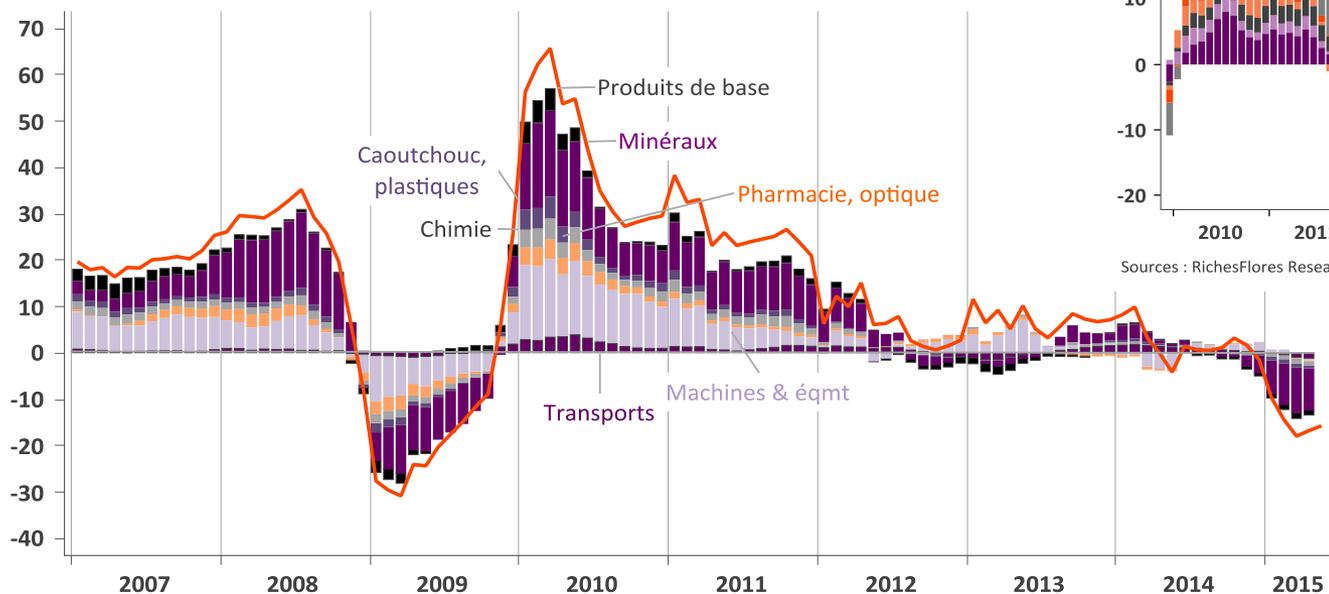


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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

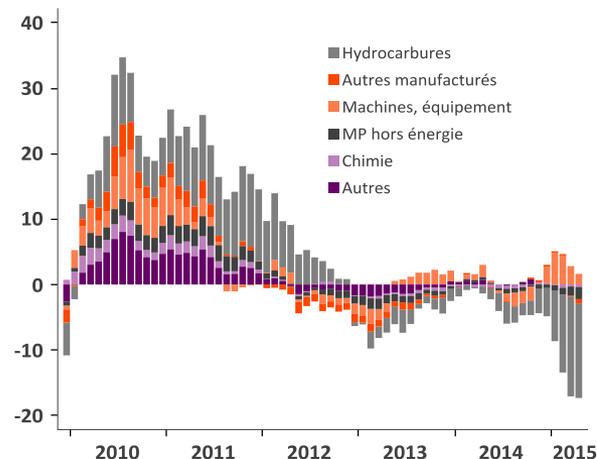
Contributions à la croissance annuelle des importations chinoises

Moyenne mobile 3 mois, prix courants, pts de %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Contribution à la croissance annuelle des importations de la Corée

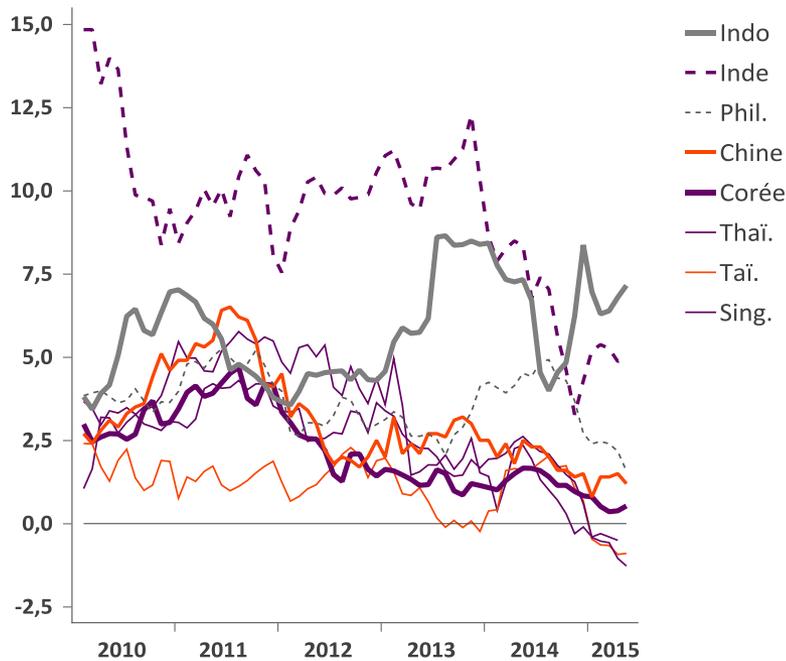


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Déflation latente, la surévaluation du yuan est de moins en moins soutenable

Les enjeux stratégiques qui président à la gestion du taux de change (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 d'inflation annuel, en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de change réel du yuan, 2002=100

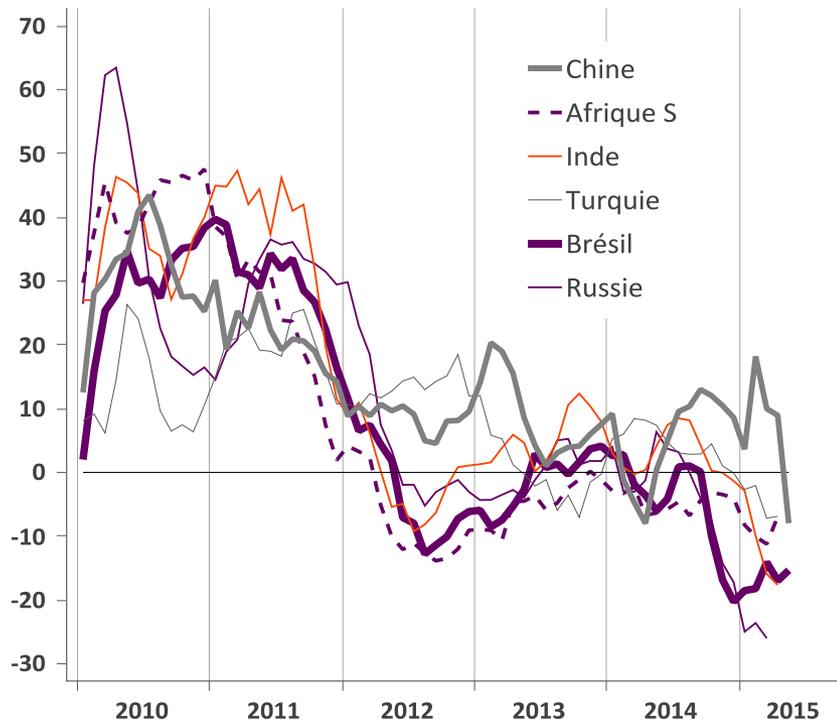


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La dynamique du monde émergent est interrompue

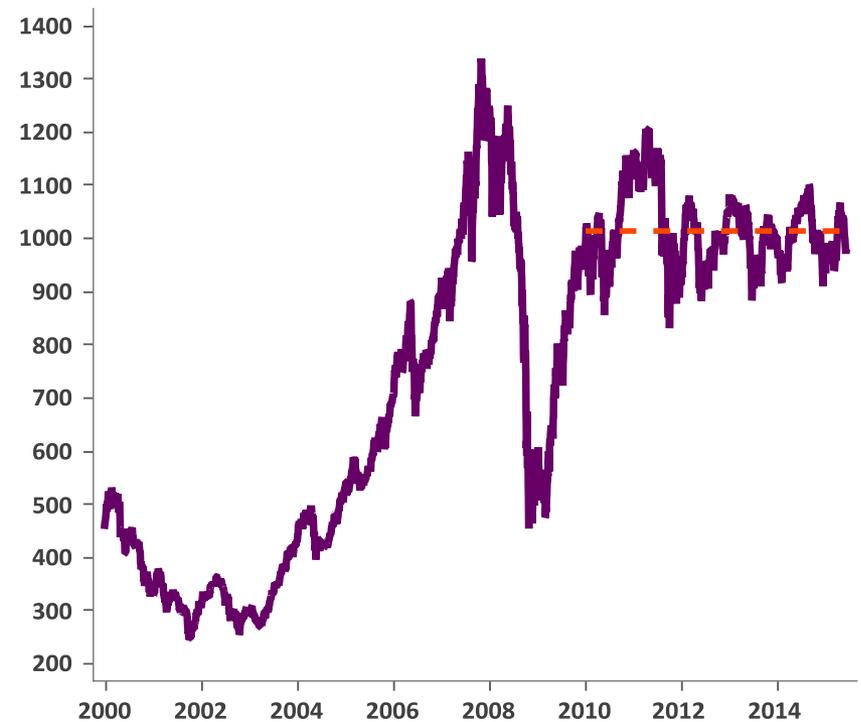
Les recettes à l'exportation des pays émergents disparaissent, la production industrielle stagne, au mieux, les marchés restent fébriles sauf en cas de bulle (Chine)

Croissance des exportations en dollars



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice MSCI des marchés émergents

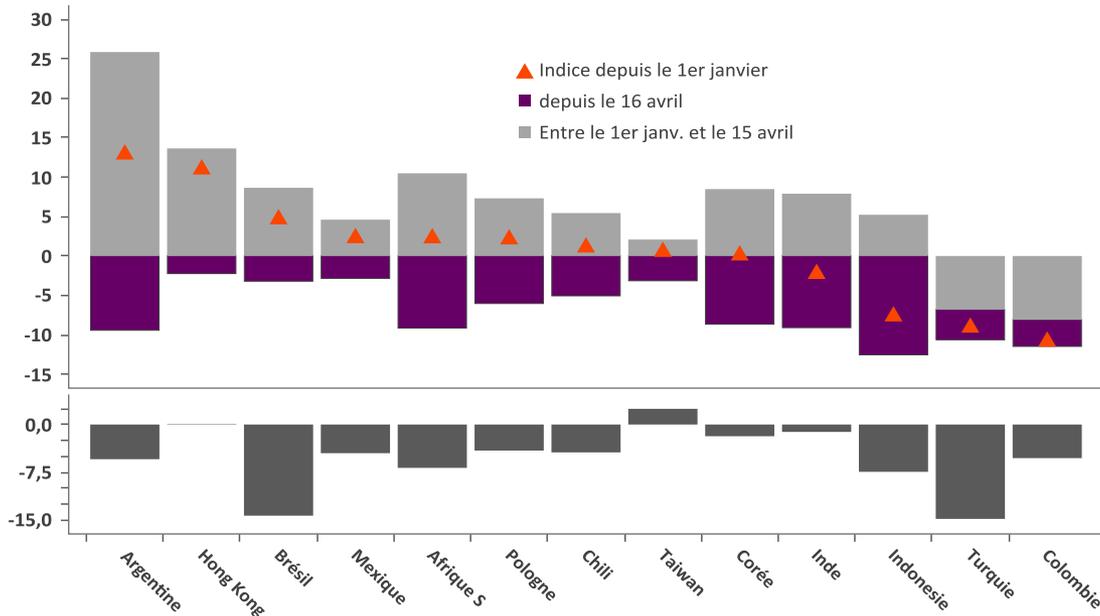


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Des marchés ballotés sur fond d'instabilité des changes subie ou provoquée par les autorités monétaires

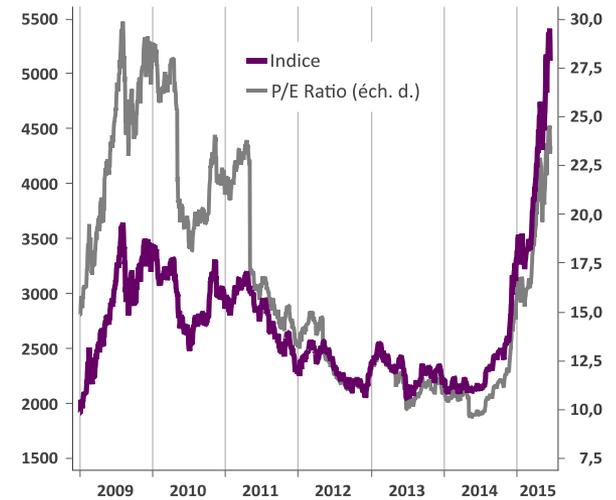
Le risque d'instabilité des conditions financières reste très élevé sur fond, qui plus est, de menace d'éclatement de la bulle chinoise

Principaux indices MSCI depuis le début de l'année et taux de changes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice A-Share de Shanghai et P/E

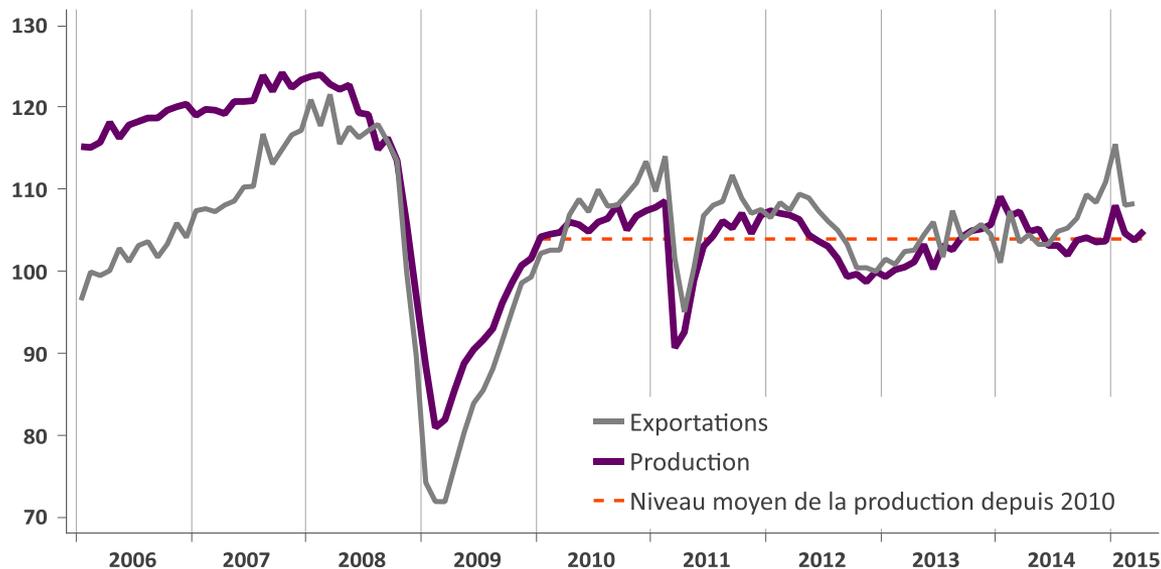


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Abenomics : réformes structurelles contre réalité du moment

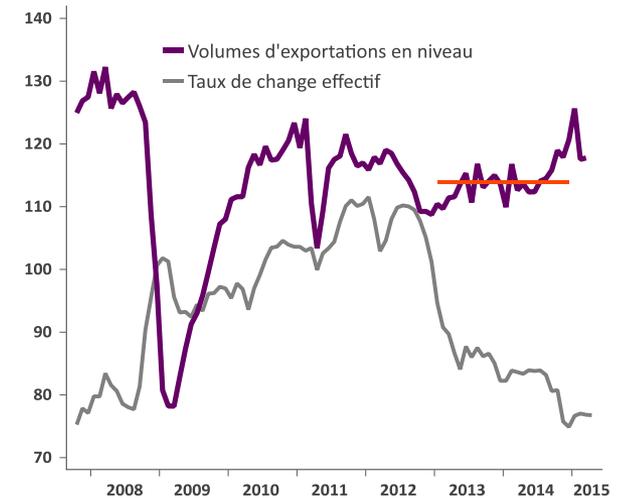
Le contexte international va à l'encontre de la stratégie du gouvernement japonais.
Les réformes structurelles progressent mais le pays a besoin de ses exportations pour sortir la tête de l'eau

Production industrielle et exportations en volume, déc. 2012=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de change du yen et exportations



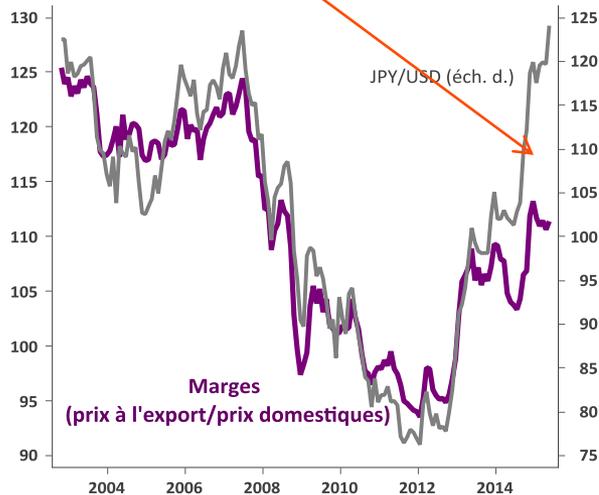
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une nouvelle baisse du yen serait nécessaire pour maintenir l'indice Nikkei sur ses niveaux présents...

Un exercice plus difficile à mener dans un contexte d'affaissement du billet vert, de baisse des devises asiatiques et de risque de dépréciation du yuan...

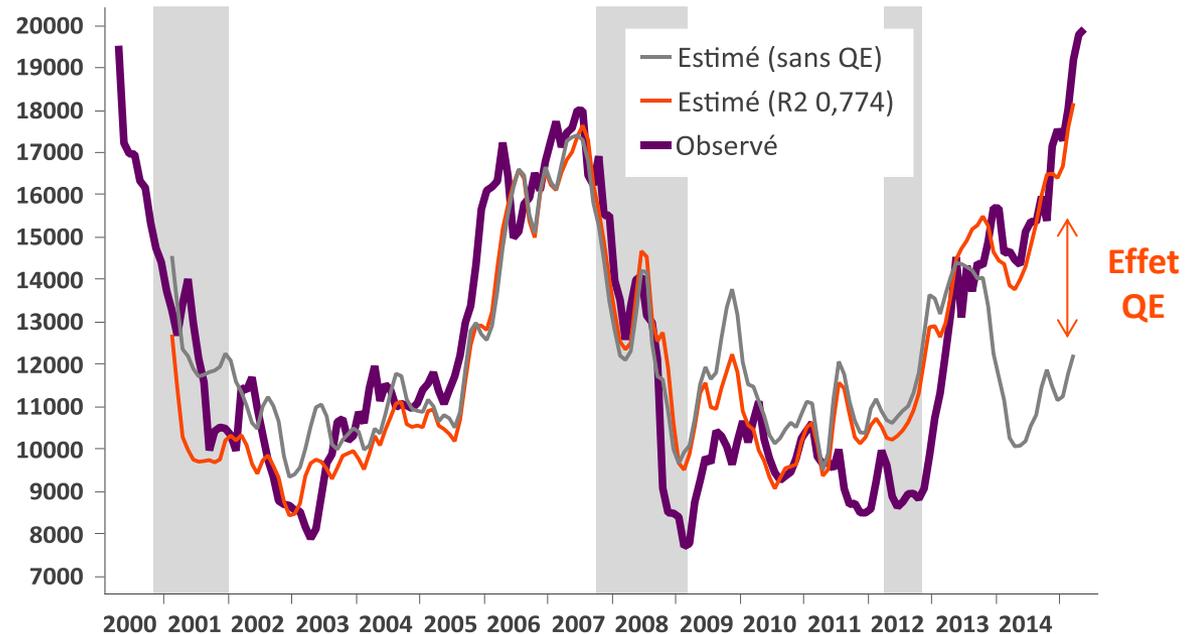
Effet baisse de l'euro, des devises asiatiques et d'un environnement très concurrentiel

JPY et indicateur de marges à l'exportation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indice Nikkei observé et estimé *



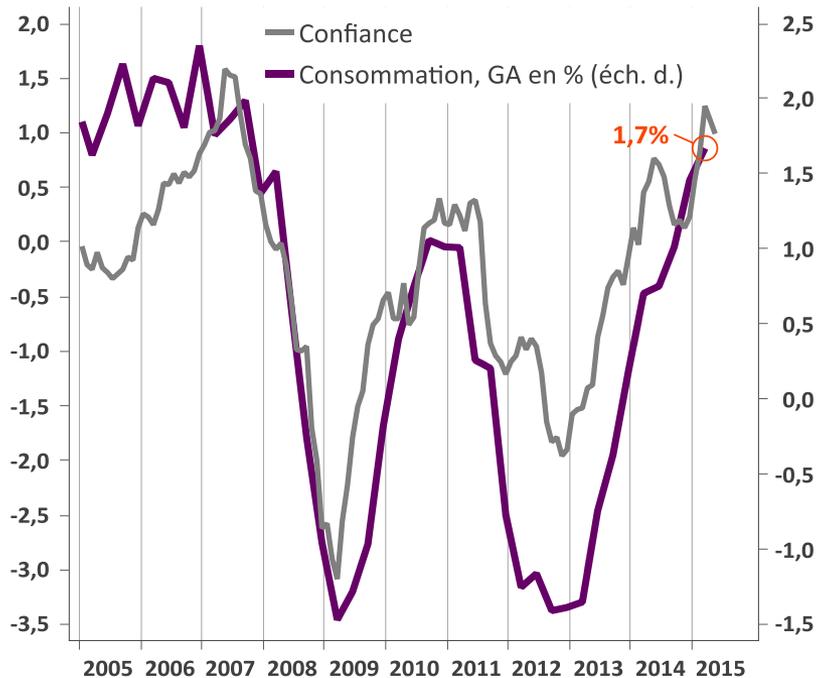
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

* Sur la base des taux 2 ans, des marges à l'exportation, de la production industrielle et de l'évolution du bilan de la BOJ, de 2001 à aujourd'hui

Déjà des cailloux dans les rouages de la reprise européenne

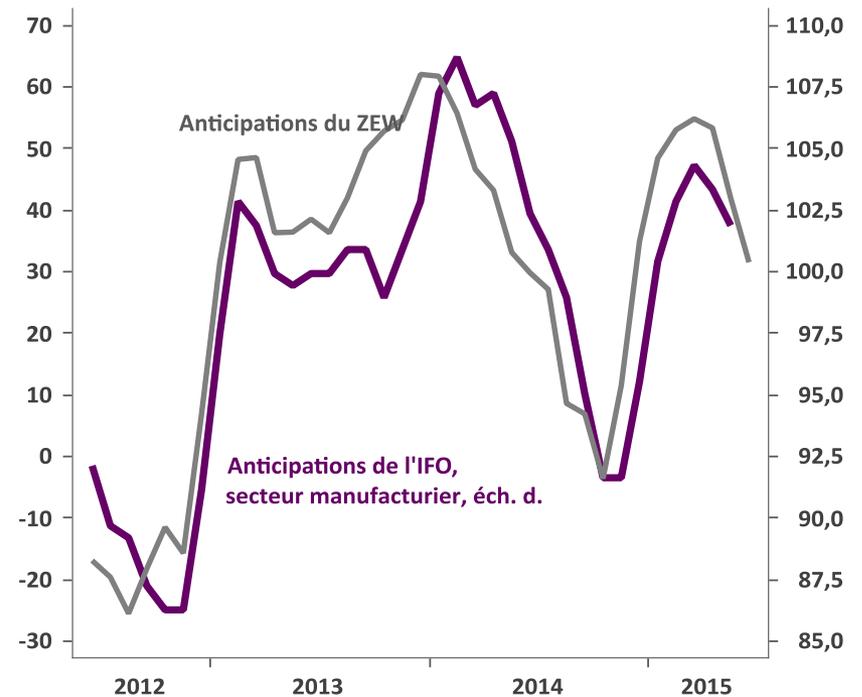
Moins de six mois après leur décollage, les indicateurs avancés de l'activité semblent déjà plafonner

Confiance des ménages et consommation



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Allemagne : anticipations de l'IFO et du ZEW

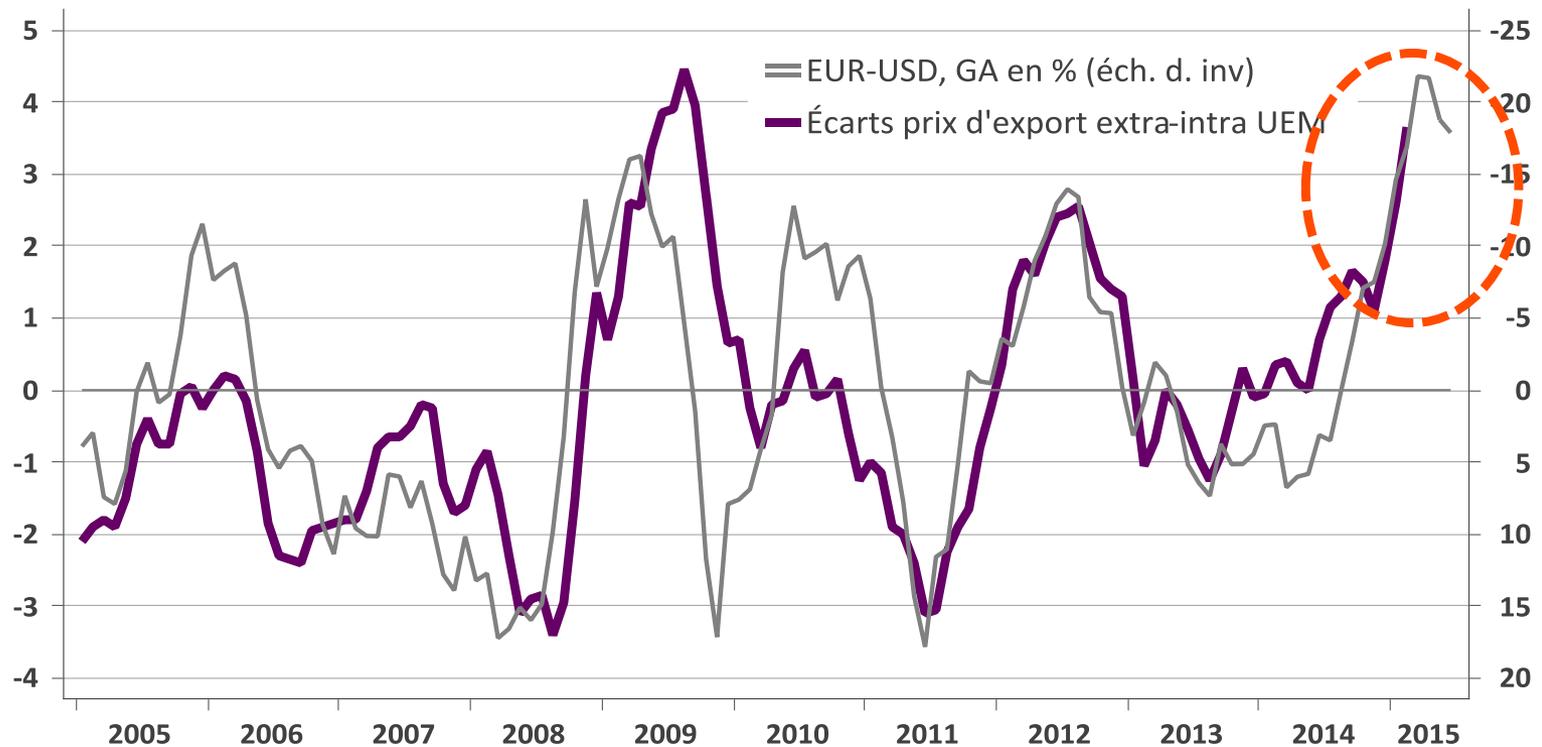


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La chute de l'euro porte ses fruits sur les marges à l'exportation...

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

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

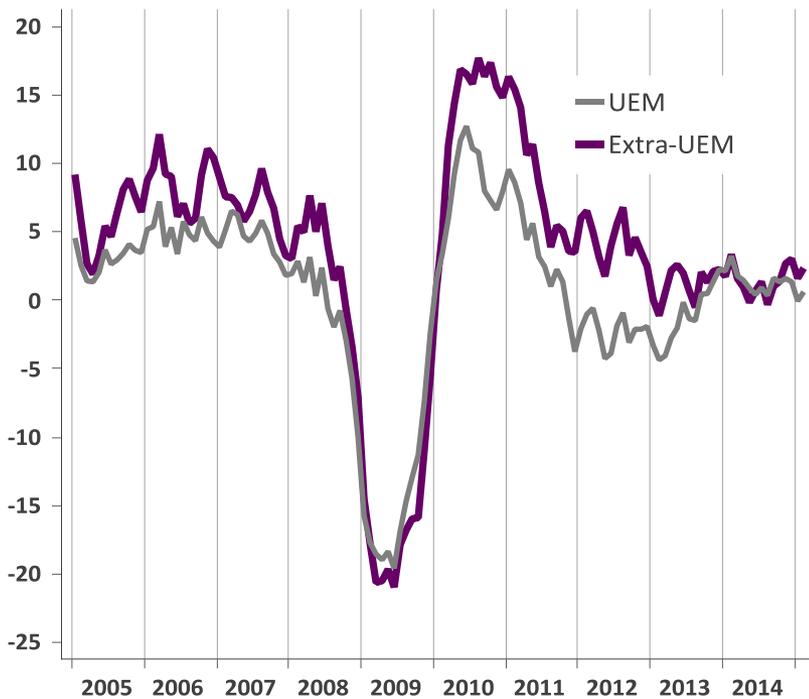


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

... Guère sur les volumes exportés

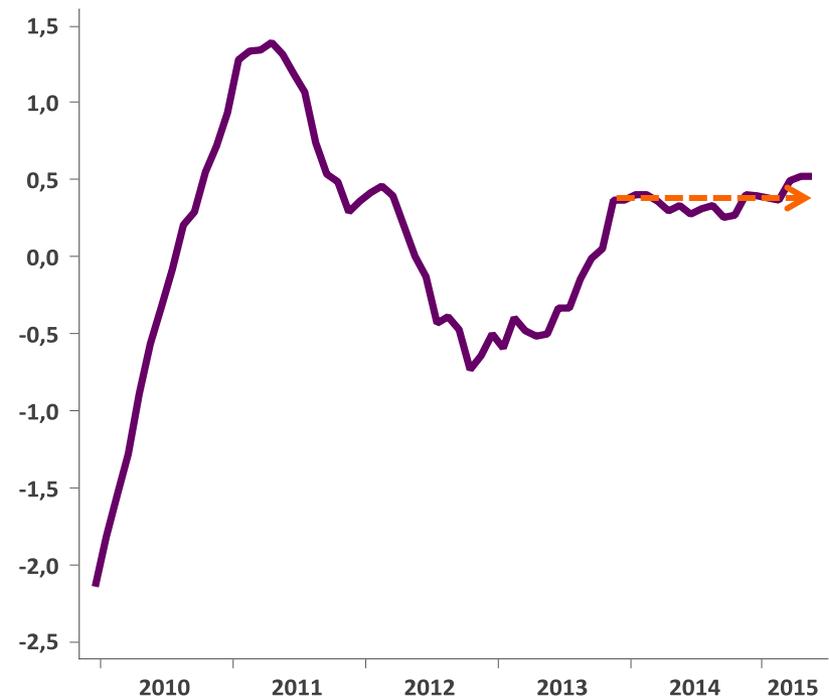
Les retombées de la baisse de l'euro sur l'activité exportatrice sont à peine perceptibles (cf. expérience japonaise)

Exportations en volume, GA en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Commandes à l'exportation en zone euro

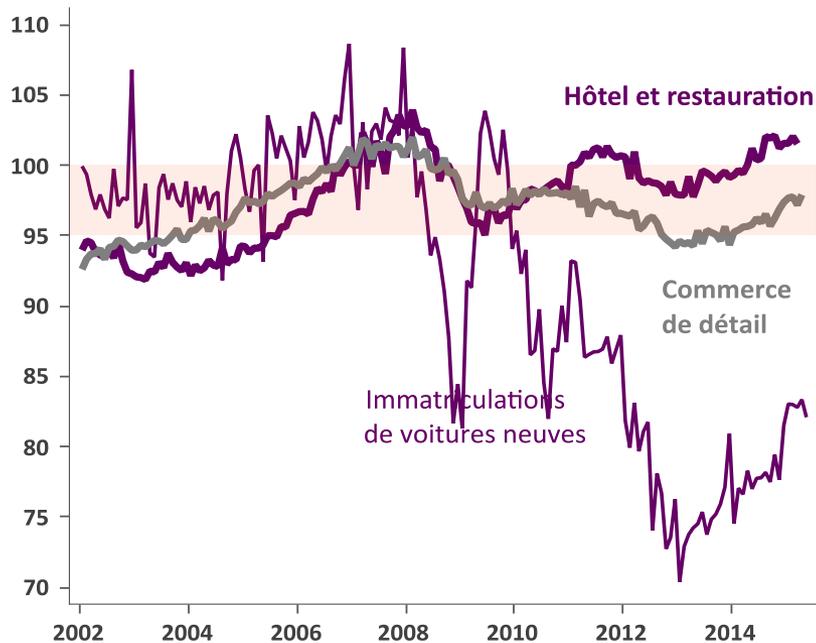


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une reprise, oui... mais poussive

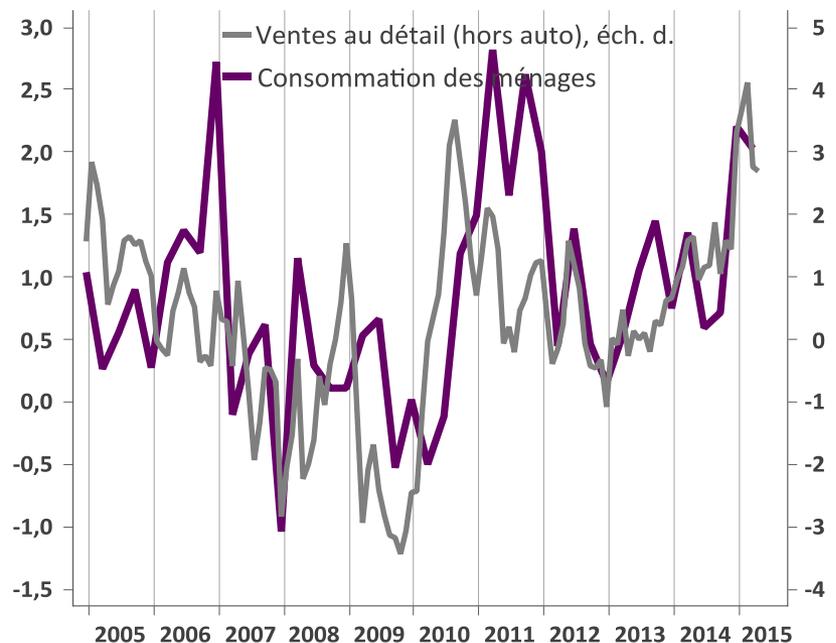
En l'absence de relais international, l'embellie domestique aura vraisemblablement du mal à être entretenue

Indicateurs d'activité domestique en zone euro, jan. 2007=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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

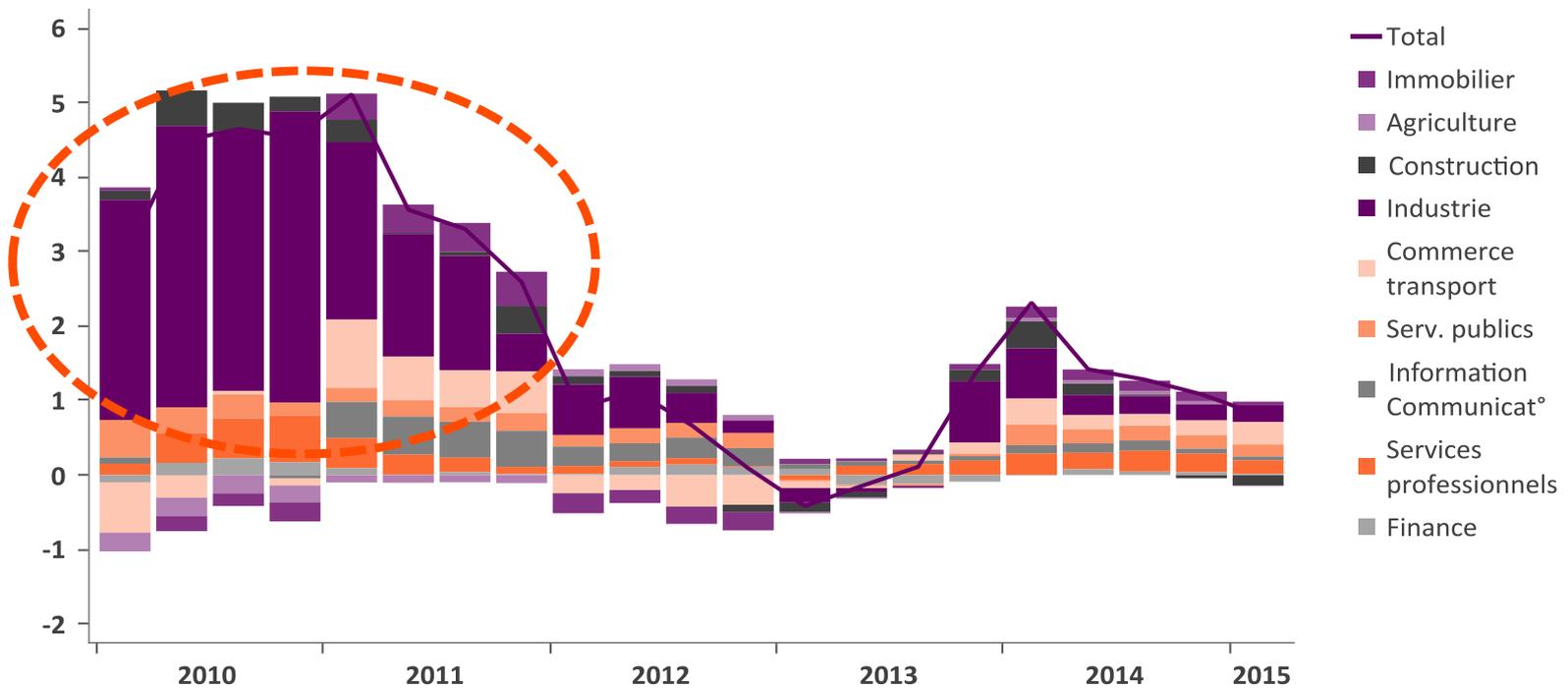


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La croissance allemande peut-elle se priver des exportations ?

Contributions à la croissance annuelle du PIB allemand

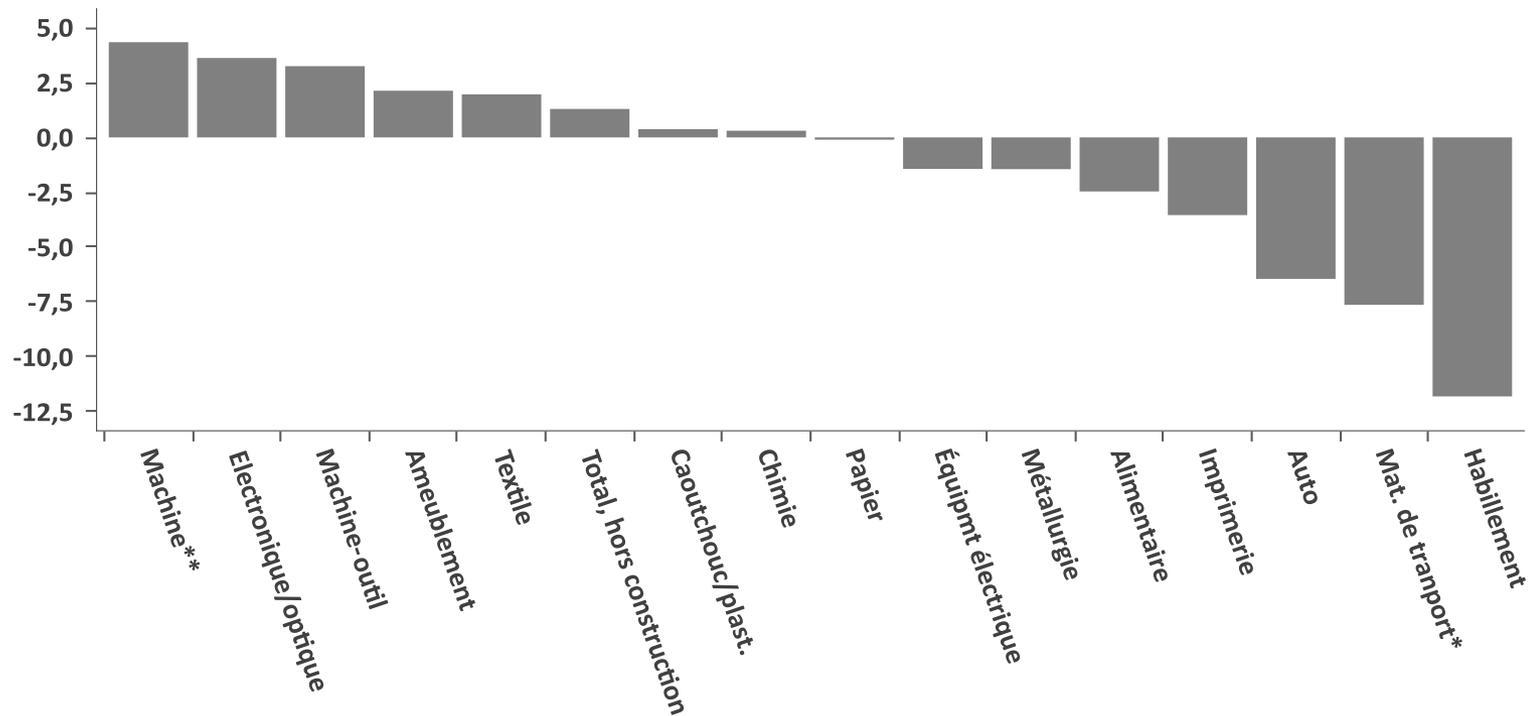
En glissement annuel et prix constants



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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

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

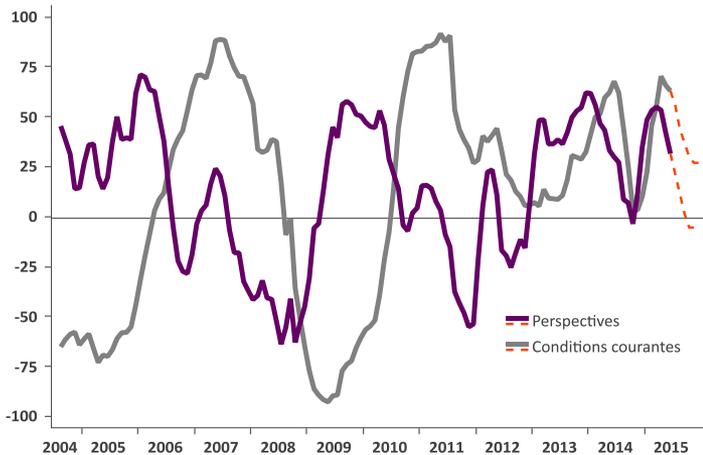


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

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

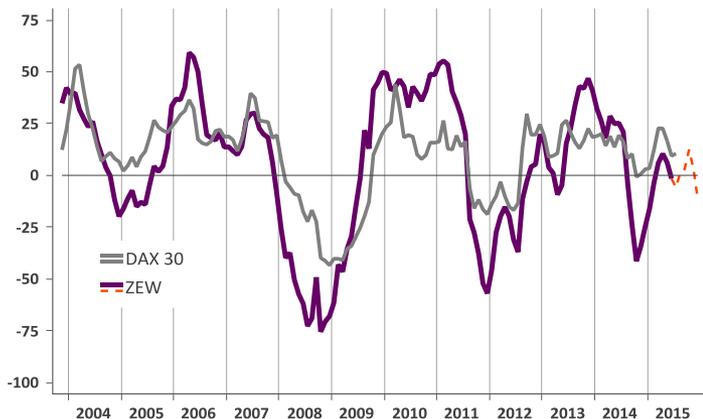
La correction du DAX s'amplifie

Indicateur ZEW du climat de confiance et scénario



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

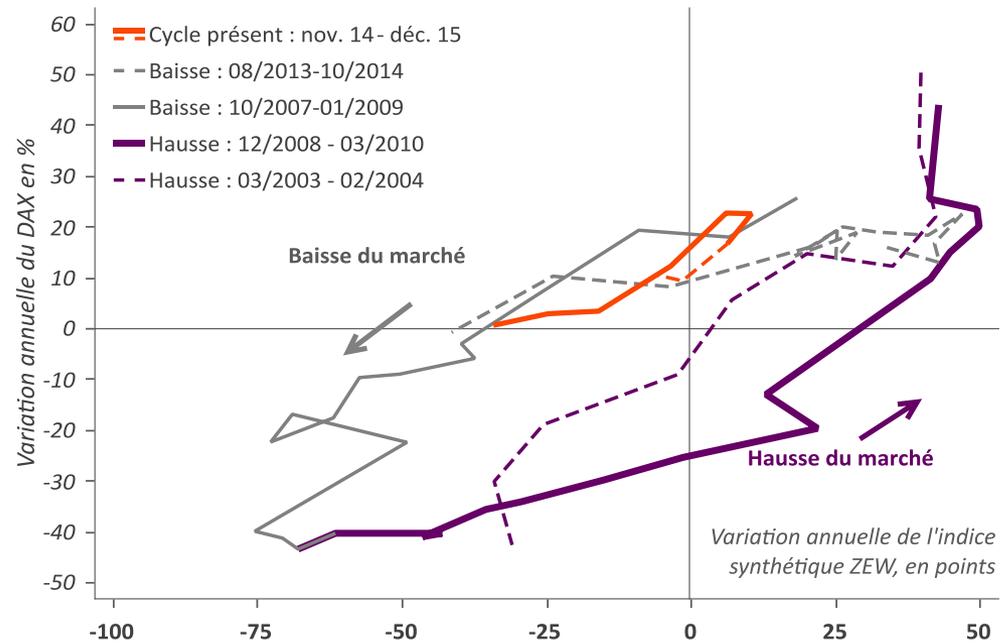
Composante synthétique du ZEW et performance du DAX, GA en points et en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La correction du ZEW est amenée à durer, au moins jusqu'à l'automne, un signal de repli additionnel du marché allemand à brève échéance

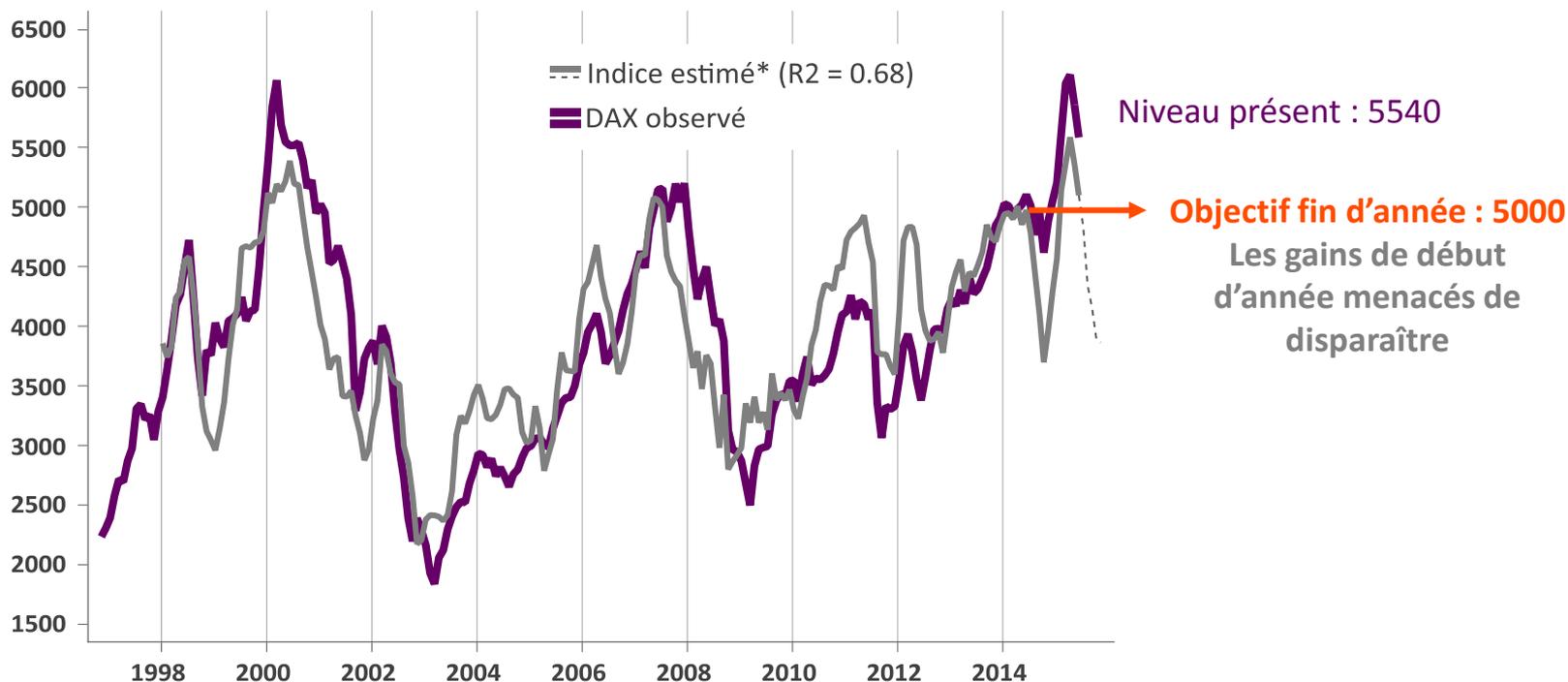
Variation du ZEW et performance annuelle du DAX



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

DAX : une correction de 10 % vraisemblable d'ici la fin de l'année

DAX 30 estimé et projection pour fin d'année



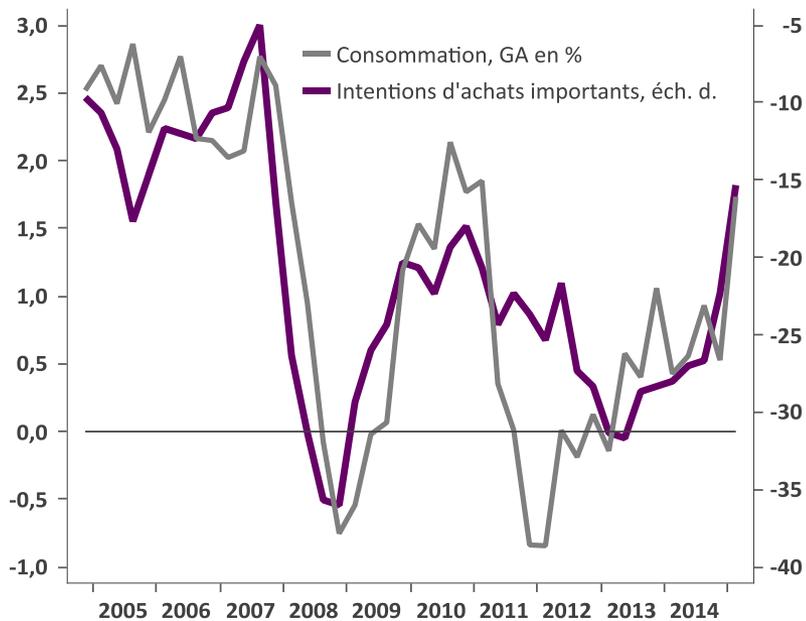
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

* Sur la base du ZEW, EUR=1,15USD, inflation et GA de la production : 1,2% et 1,4% en décembre

Revanche de la France

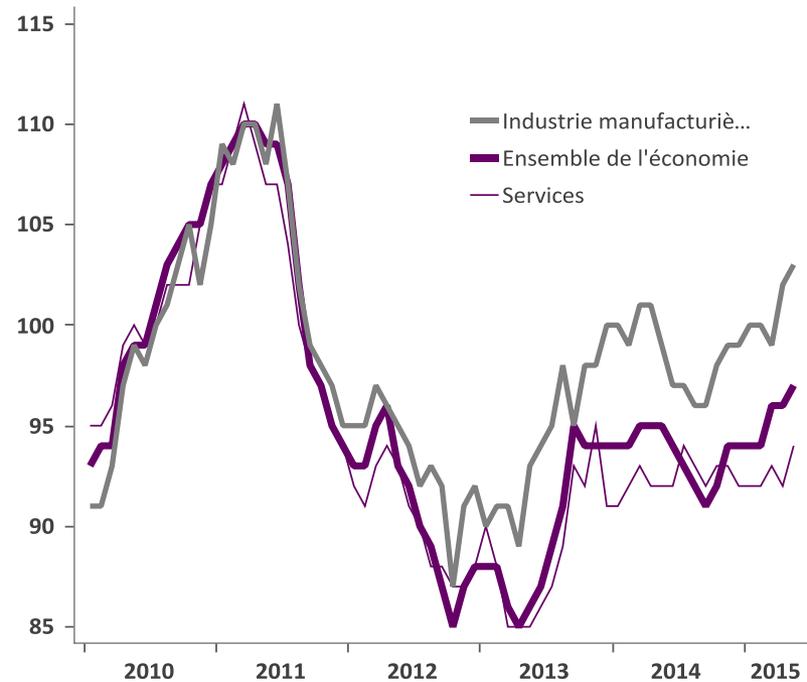
Le réveil aura été tardif mais la reprise finit par devenir plus convaincante

Consommation et intentions d'achat des ménages français



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Climat des affaires par secteur selon l'INSEE

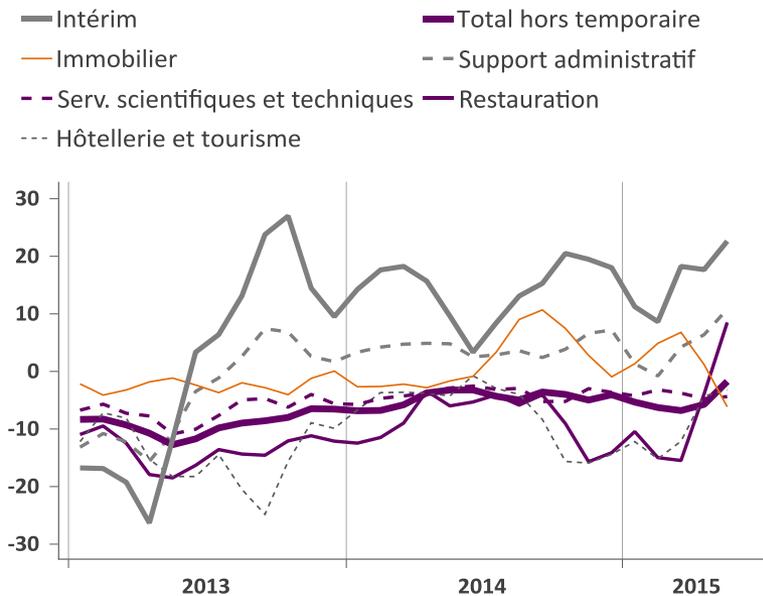


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les perspectives d'emploi frémissent

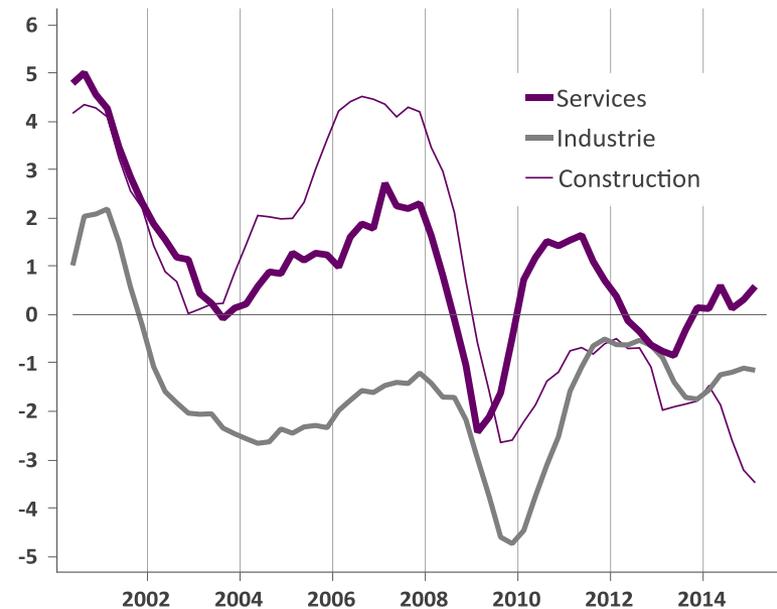
Le rebond de la consommation commence à porter ses fruits sur les activités de services, les intentions d'embauche se redressent dans plusieurs secteurs clés : hôtellerie, restauration, services aux entreprises

Tendance prévue de l'emploi dans les services



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Croissance annuelle de l'emploi salarié en France, GA %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

CAC contre DAX, le vent tourne

Allemagne

- **L'Allemagne est plus exposée à la détérioration de l'environnement international**
 - Regain de vigueur de l'euro
 - Anémie de l'investissement mondial
 - Enlisement des pays émergents
- **Les espoirs, élevés, du consensus des économistes seront déçus**
 - L'Allemagne ne parviendra probablement pas à atteindre la croissance de 2 % attendue par le consensus pour 2015 et 2016

France

- **La croissance française reste très dépendante de la demande domestique**
 - Réorientation des indicateurs d'emploi
 - Politique favorable aux entreprises
 - Moindre exposition à la demande mondiale
- **Le consensus a une marge de révision à la hausse**
 - Les attentes, contenues, ont des chances croissantes d'être dépassées

Le positionnement relatif des deux économies redevient plus favorable au marché français

La croissance converge, le PMI allemand faiblit, le positionnement relatif de la France s'améliore

Croissance du PIB réel, GA en %



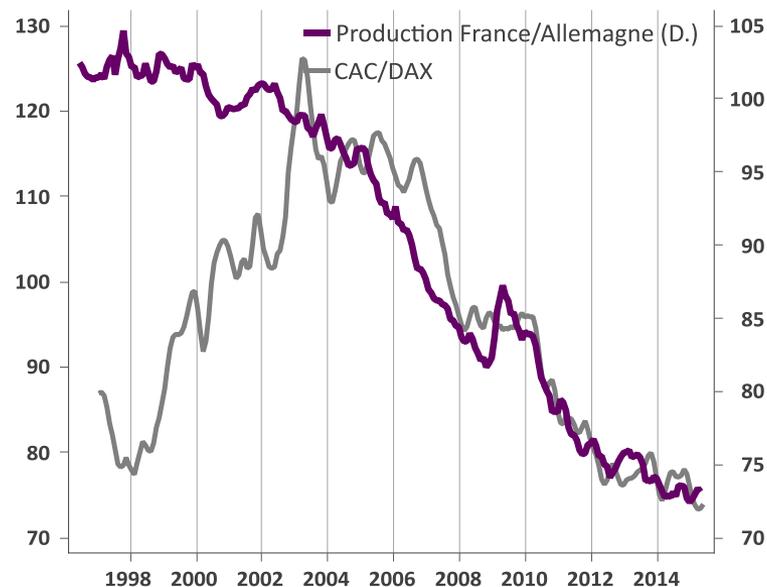
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

PMI manufacturier normalisés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

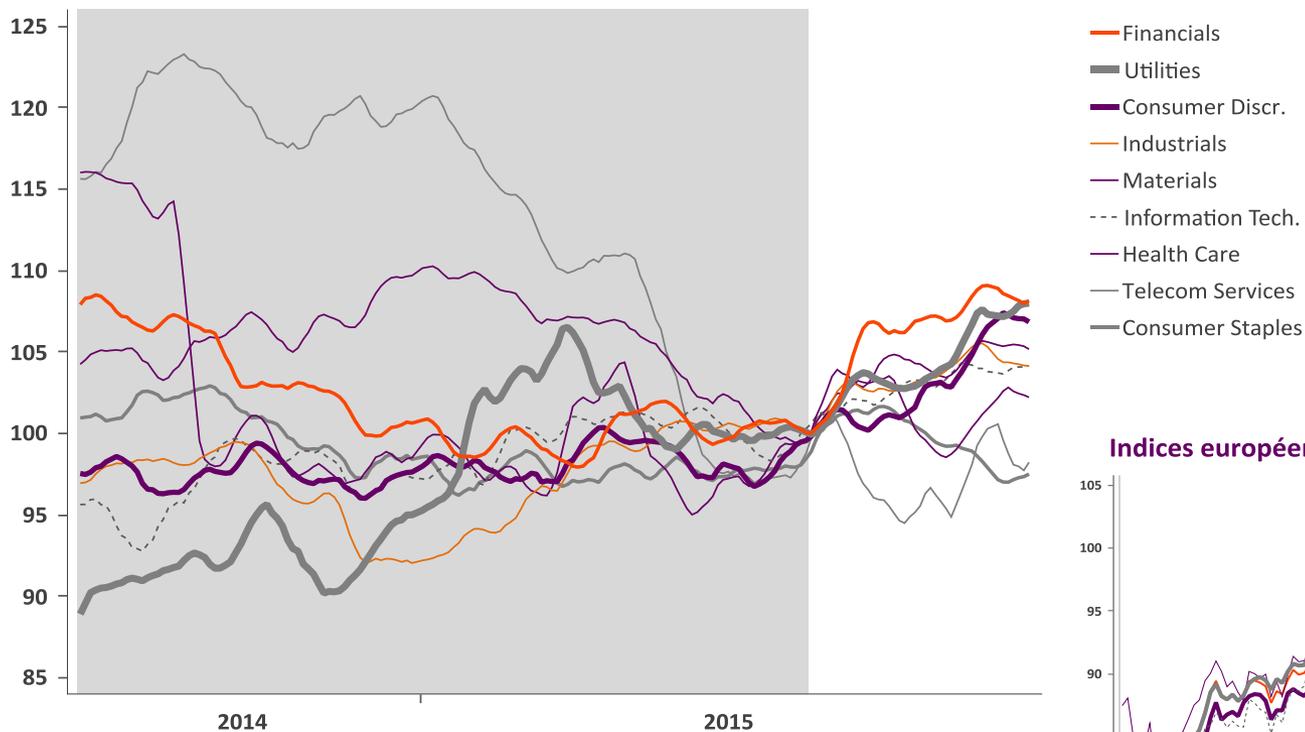
La sous-performance industrielle de la France s'estompe



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

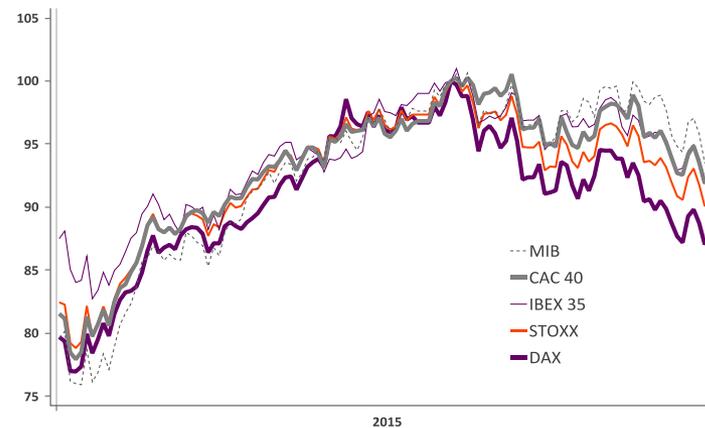
La surperformance récente des indices sectoriels français sur les allemands devrait se poursuivre

France/Allemagne - Indices sectoriels, 15/04/2015=100



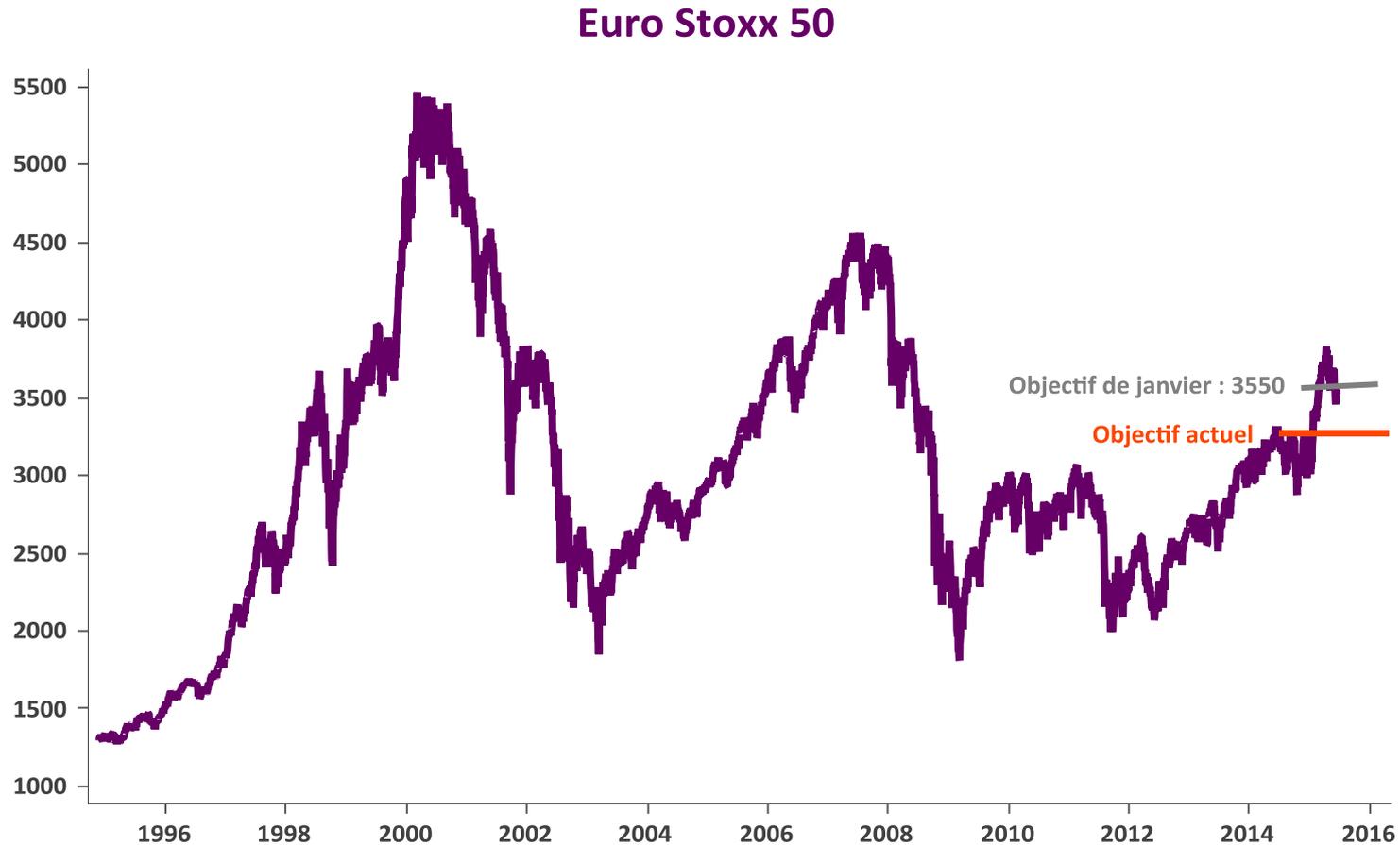
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indices européens, point haut du DAX (10/04/15)=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Euro Stoxx 50 : notre objectif de 3500/3600 de début d'année est trop optimiste, le risque est à 3000 pts



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Perspectives mondiales

Scénario de croissance et d'inflation - juin 2015

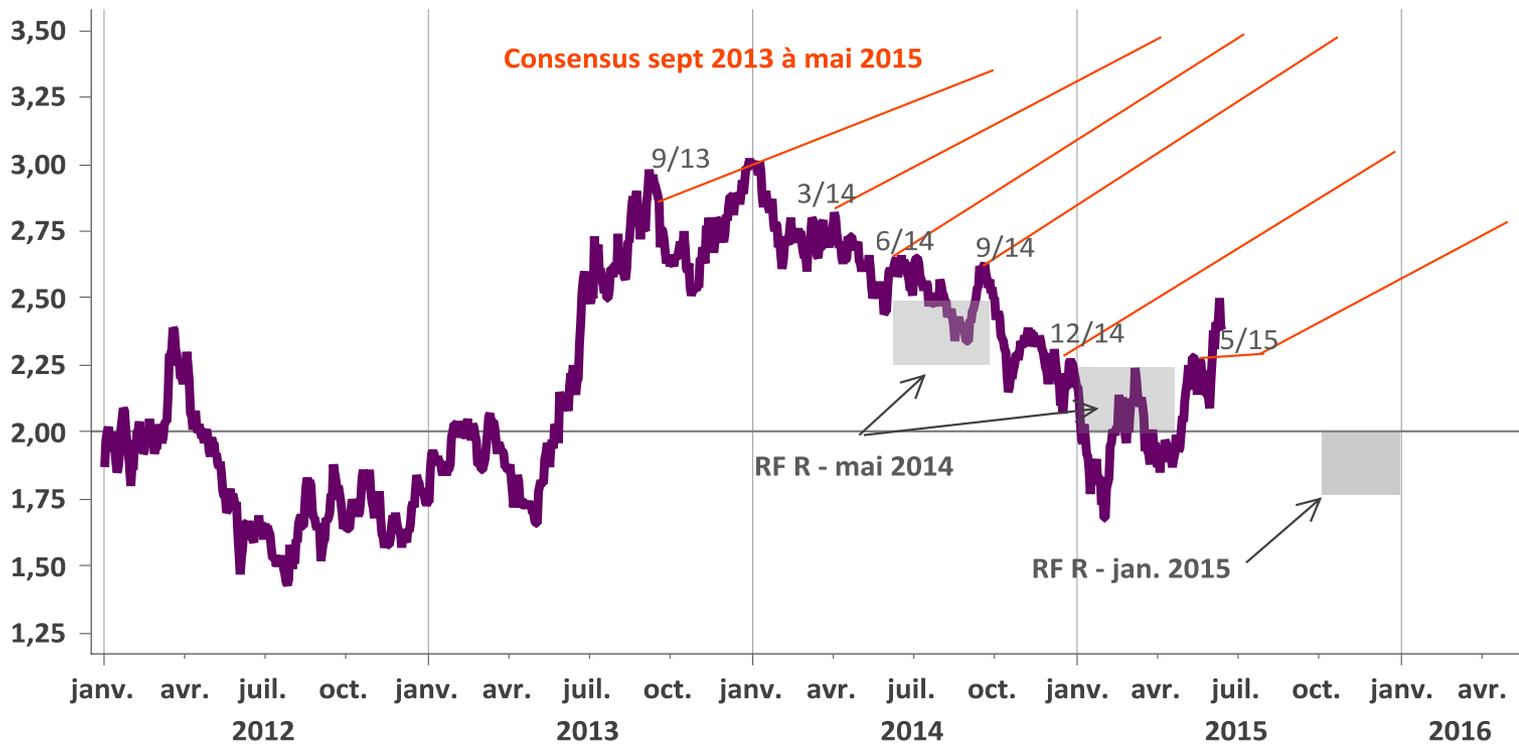
	2014		2015		2016	
	PIB réel	CPI	PIB réel	CPI	PIB réel	CPI
Moyenne mondiale*	3.4%	2.8%	3.2%	2.2%	3.3%	2.6%
Pays industrialisés	1.7%	1.4%	1.7%	0.3%	1.7%	1.4%
États-Unis	2.4%	1.5%	2.0%	0.1%	2.0%	1.8%
UEM, dont :	0.9%	0.4%	1.3%	0.2%	1.5%	1.0%
- Allemagne	1.6%	0.8%	1.5%	0.4%	1.5%	1.5%
- France	0.2%	0.4%	1.2%	0.2%	1.5%	1.3%
- Italie	-0.4%	0.1%	0.6%	0.7%	1.1%	0.7%
- Espagne	1.3%	1.4%	2.8%	-0.2%	2.3%	1.0%
Royaume-Uni	3.0%	1.5%	2.5%	0.2%	2.2%	1.7%
Japon	-0.1%	2.7%	1.3%	1.0%	1.0%	0.5%
BRICs	5.3%	4.4%	4.9%	4.4%	5.1%	4.1%
Chine	7.4%	2.2%	6.8%	1.1%	6.7%	2.0%
Brésil	-0.3%	6.0%	-0.5%	8.5%	0.5%	7.5%
Inde	5.2%	7.2%	6.3%	5.0%	5.8%	5.0%
Russie	0.7%	7.5%	-2.0%	15.0%	0.5%	9.0%

* Sur la base des pays ci-dessous listés, aux taux de changes de PPA de 2013 du FMI

Source : RichesFlores Research

Jusqu'où les taux peuvent-ils monter?

T-Bonds à 10 ans et prévisions du consensus à + 12 mois

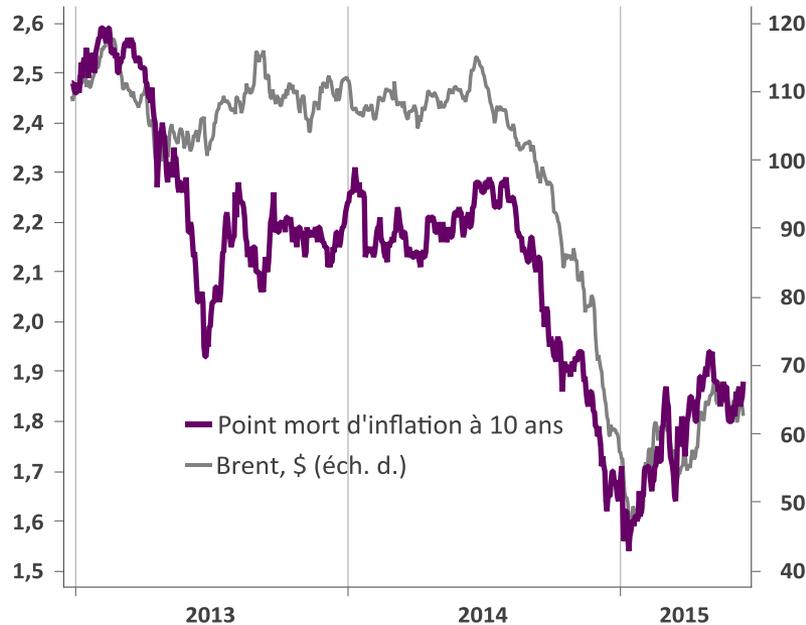


Sources : RichesFlores Research, Consensus Forecasts, Macrobond

La remontée des taux ne trouve pas son explication dans celle des anticipations d'inflation

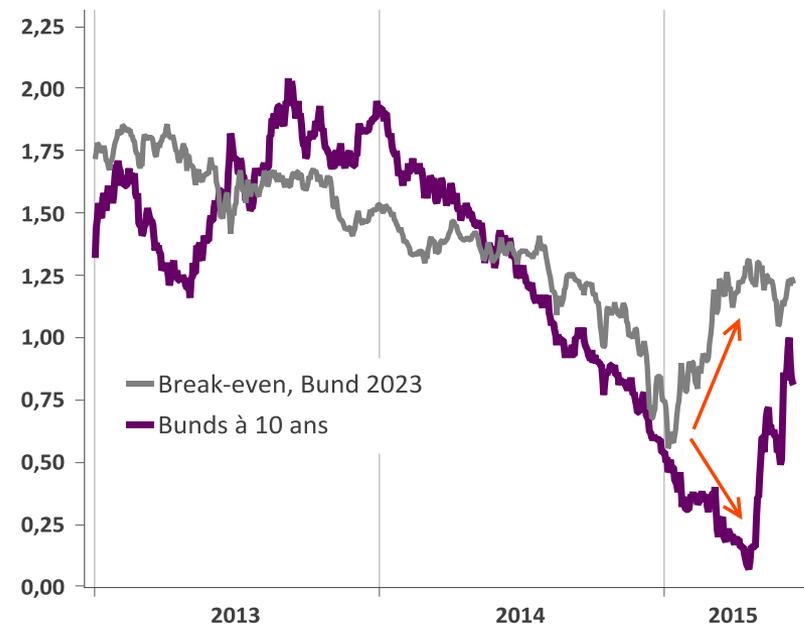
Les anticipations d'inflation se sont stabilisées après leur rebond des premiers mois de l'année mais le premier mouvement, ignoré, a fait chuter les taux réels dans des proportions sans doute exagérées

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



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Rendement à 10 ans du Bund et inflation implicite



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une correction après un excès post-QE de la BCE

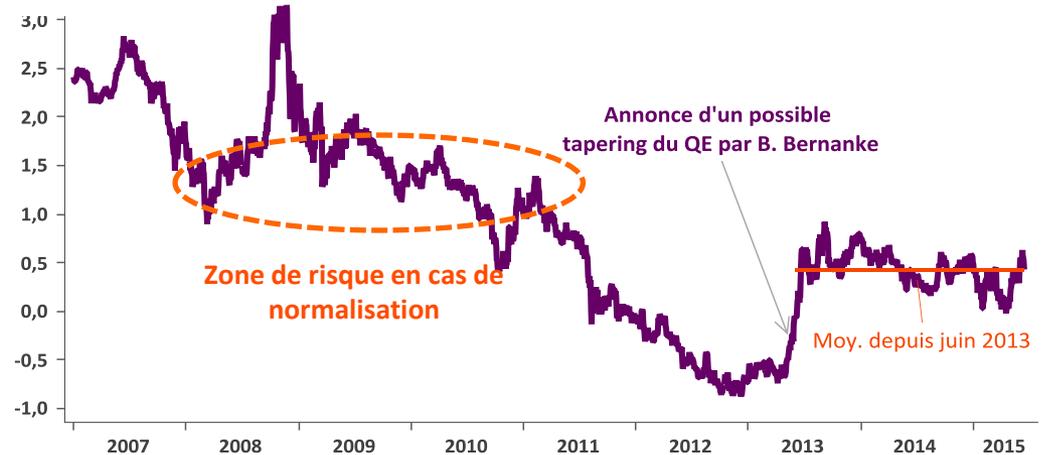
Taux réels à 10 ans allemands



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le vrai risque : une normalisation trop précoce des taux réels américains mais il faudrait pour cela une normalisation de la situation économique qui ne se précise pas

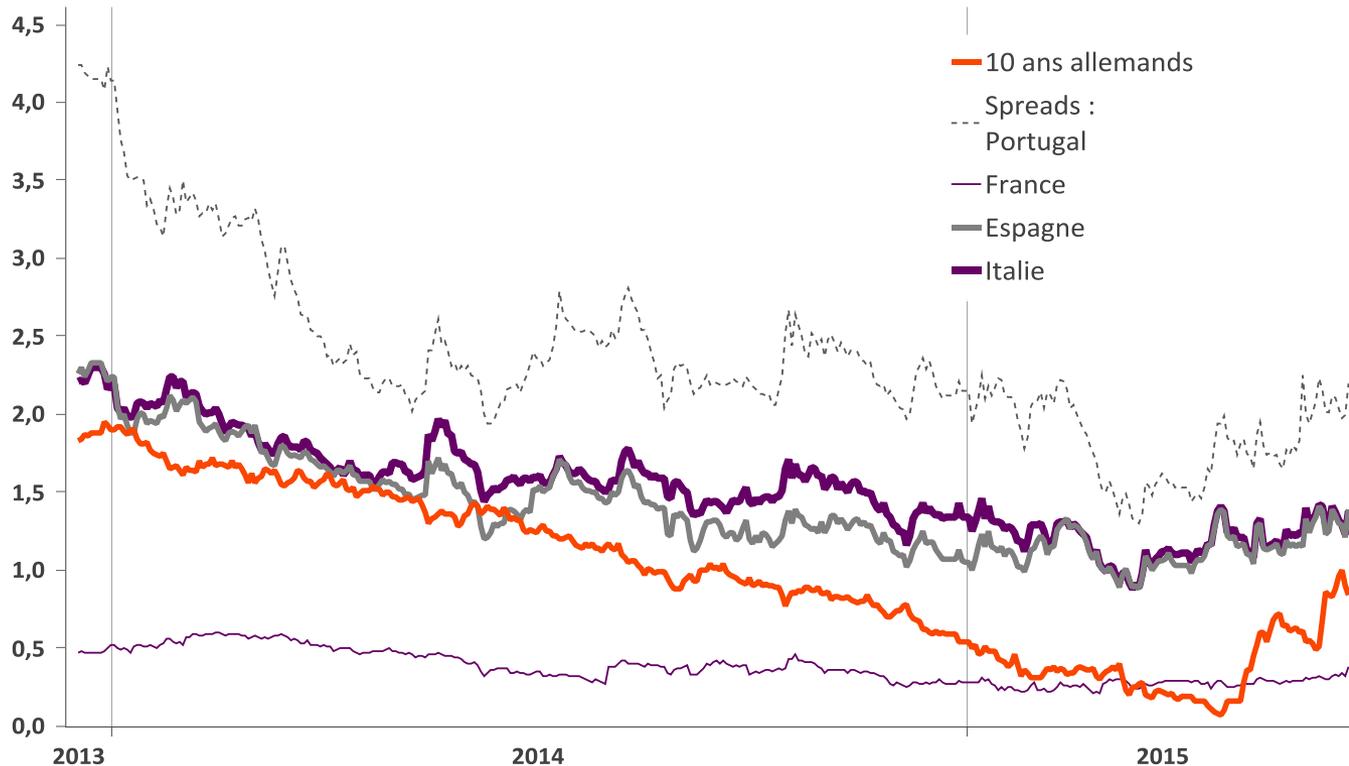
Taux réels implicites à 10 ans américains



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'écrasement des spreads de taux longs stoppé... À quoi bon le QE de la BCE ?

Écarts de taux souverains à 10 ans avec l'Allemagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Effet grec ou davantage ?
Une tendance embarrassante pour la BCE

Scénario de taux et de changes

Prévisions au 16 juin 2015

	Niveau au 15/06/2015	déc-15	juin-16
Taux à 10 ans des emprunts d'Etats			
Etats-Unis	2.32%	1.8-2.0%	1.5-2.0%
Allemagne	0.82%	0.4-0.8%	0.4-0.8%
France	1.27%	0.8-1.2%	0.8-1.2%
Italie	2.32%	1.7-2.1%	1.6-2.0%
Espagne	2.36%	1.7-2.1%	1.6-2.0%
Royaume-Uni	2.02%	1.5-1.9%	1.5-2.0%
Japon	0.48%	0.2-0.4%	0.2-0.4%
Taux directeurs			
FED	0-0.25%	0-0.25%	0-0.50%
BCE	0.05%	0.05%	0.05%
BOE	0.50%	0.50%	0.5-1.0%
BOJ	0-0.1%	0-0.1%	0-0.1%
Taux de changes			
...\$/ EUR	1.12	1.15-1.20	1.18-1.22
...JPY/\$	123	120-125	125-130
...GBP/EUR	0.72	0.70-0.73	0.75-0.78
Pétrole (brent)			
\$/b	63	60-65	60-70

Source : RichesFlores Research

- Les anticipations d'inflation montées trop vite, corrigent (20 à 25 pb)
- La Fed ne relève pas ses taux
- La BOE non plus
- Les taux réels se stabilisent, voire baissent légèrement
- Les taux longs refluent vers leurs niveaux d'avant la crise sans renouer avec leurs plus bas de janvier-février
- L'euro se raffermi
- Le yen finit par baisser plus tard
- La £ reste ferme tant que perdurent les anticipations de hausse des taux, fléchit ensuite
- Le pétrole oscille sous les 70 \$, peut casser les 60\$ à la baisse ponctuellement

L'euro avec ou sans la Grèce

La baisse de l'euro de début d'année a largement dépassé les fondamentaux (excédent courant, écart de taux et de bilan de BC). Sauf sortie de la Grèce de l'UEM, l'euro devrait se réapprécier, le schéma inverse ouvrirait toutefois la porte vers l'inconnu

Taux de change de l'euro

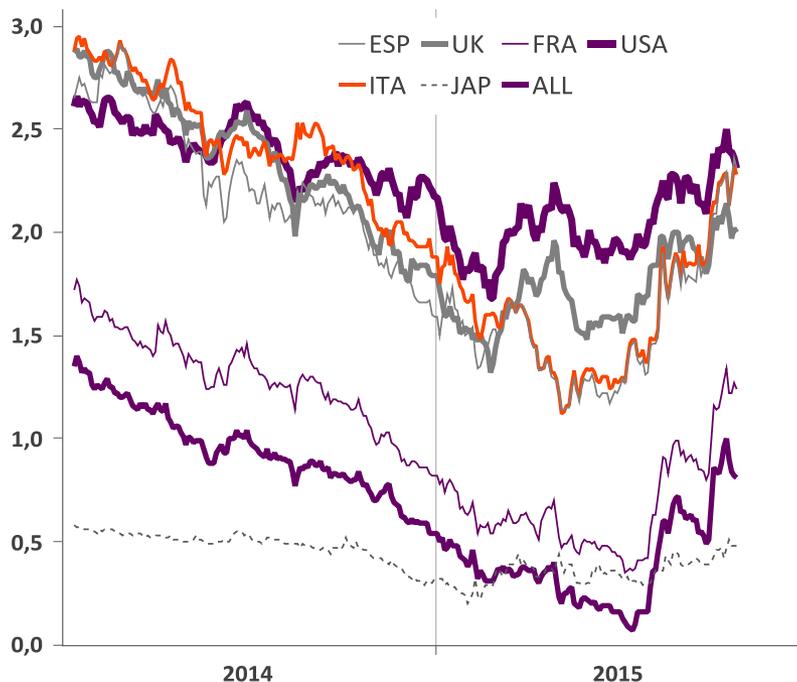


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Trop de QE, tue le QE : la crédibilité des banques centrales, sans doute le plus grand danger

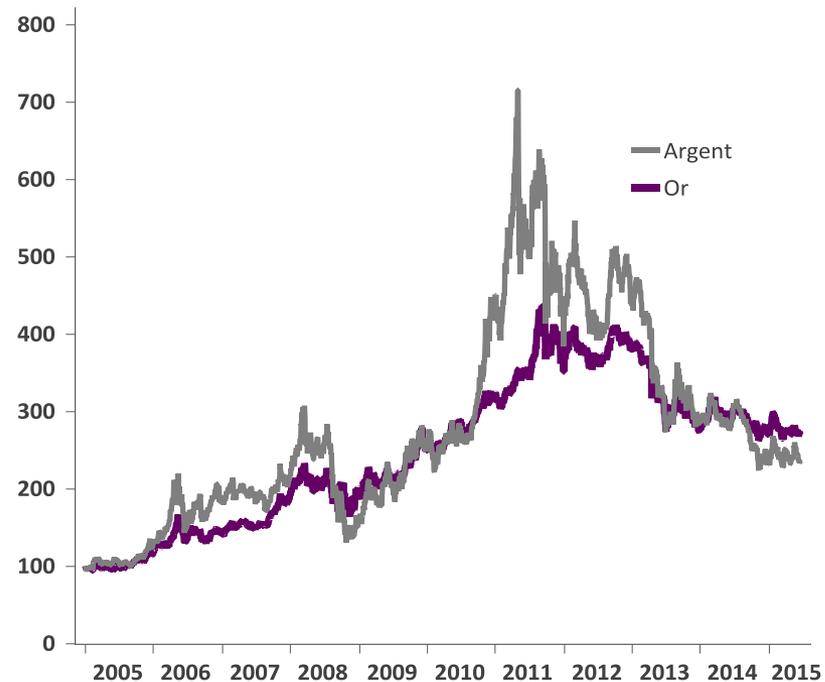
La remontée des taux longs de ces dernières semaines illustre une incertitude croissante sur la politique des banques centrales : Fed, BoE, BoJ, et les autres...
Un contexte qui devrait finir par profiter aux métaux précieux

Rendement des emprunts d'État à 10 ans



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cours des métaux précieux, USD, 2005=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Stratégie d'investissement

Allocation d'actifs, au 16 Juin 2015

		Sous-pondérer	Neutre	Surpondérer
		-- -	0	+ ++
ACTIONS	US			
	EURO Core			
	Périphériques			
	JAP			
SOUVERAINS	EM			
	US			
	EURO Core			*
	Périphériques			
CREDIT	JAP		/+	
	EM			
	US		-/	
	EUR		/+	
MP	JAP		/+	
	Pétrole		-/	
	MP industrielles		-/	
CHANGES	Or		/+	
	USD			
	EUR			*
	JPY		-/	
	CHF		-/	
	GBP		-/	
CASH	CNY		-/	
	EM			
	EUR			

**Au risque grec près*

Source: RichesFlores Research



**RICHES
FLORES**
RESEARCH

**GLOBAL MACRO & THEMATIC
INDEPENDENT RESEARCH**



Société de Recherche et de conseils économiques et financiers pour la gestion de portefeuille. RF Research a obtenu l'agrément R&D par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche pour les années 2013, 2014 et 2015. Elle est en tant que telle éligible au Crédit Impôt Recherche (CIR)

Société par Actions Simplifiée unipersonnelle au capital de 10 000 EUR

Présidente : Véronique Riches-Flores

N° SIRET 751698382.00015

Contact : veronique@richesflores.com, www.richesflores.com

