



RICHES
FLORES
RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC
INDEPENDENT RESEARCH

PERSPECTIVES 2013

Terminus pour l'euro (?)

13 SEPTEMBRE 2012

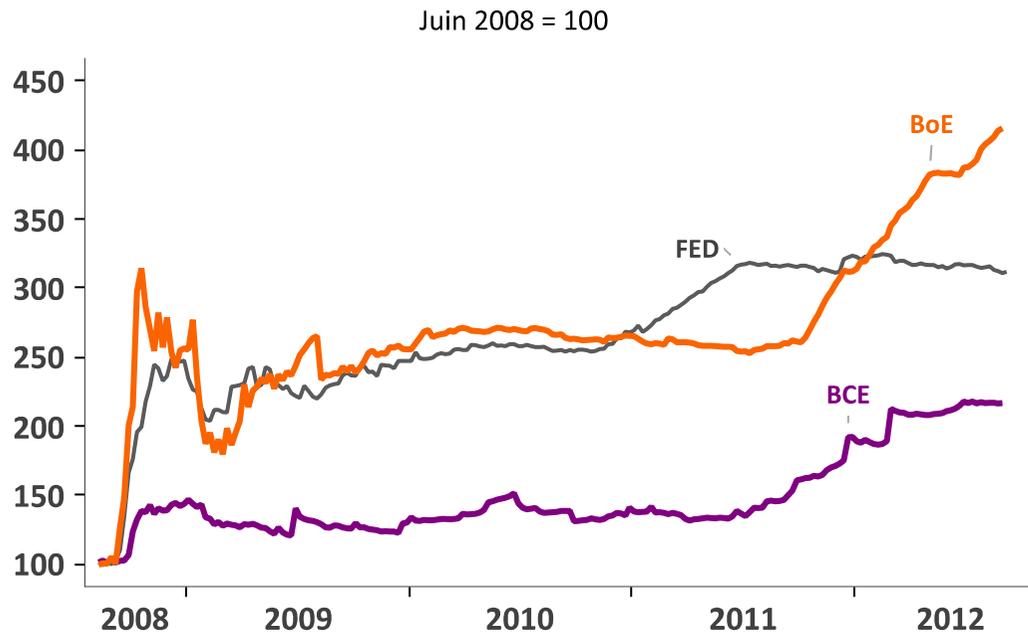
BCE : un pas historique

- Après quatre longues années de crise, les responsables prennent la mesure de la gravité de la situation en zone euro
- La BCE franchit le pas en dotant l'union monétaire d'un prêteur en dernier ressort
- Un signal potentiellement bien plus fort que le seul effet d'annonce d'achats de titres souverains :
 - Une nouvelle approche dans la gestion de la crise de la dette
 - La fin des tabous monétaires hérités des pratiques de la Bundesbank
 - Pour la première fois, l'expression d'une véritable cohésion européenne
- L'union monétaire d'après la crise ne sera jamais plus celle d'avant la crise

La BCE se dote des moyens pour frapper potentiellement aussi fort que la Fed

- A 3 100 milliards d'euros en août, le bilan de la BCE est deux fois plus important qu'à la veille de la crise de 2008. Cela reste faible au regard de ce qu'ont réalisé la Fed et la BCE dans un temps beaucoup plus court.
- La BCE peut aujourd'hui frapper aussi fort que la Fed, ce qui signifierait une hausse des ses actifs de 1500 milliards supplémentaires.
- Toutefois, même dans ce cas, son action resterait inférieure à celle menée par la BoE dont le bilan a été multiplié par plus de quatre entre 2008 et 2012 !

Evolution des bilans des banques centrales depuis juin 2008



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une respiration pour les marchés malgré les inquiétudes sur la croissance future

La disparition des primes de risques extrêmes - redénomination des dettes, dislocation de la zone euro, risque systémique – laisse la place à une embellie à court terme

Effets escomptés à court terme (3 mois) de l'action de la BCE

TAUX DE FINANCEMENT

- Baisse des taux de l'Italie, de l'Espagne, dans la zone des 5% - 5.5 %
 - Hausse des taux des pays du noyau dur : + 25 à 50 bp
- } Ecrasement des spreads

CHANGE

- Hausse de l'euro dans la zone des 1.26 USD – 1.30 USD

ACTIONS

- Soutien global aux marchés des actions
- Poursuite du rebond des marchés des pays du sud amorcé après le 26 juillet
- Récupération des financières
- Surperformance du marché européen par rapport au marché américain

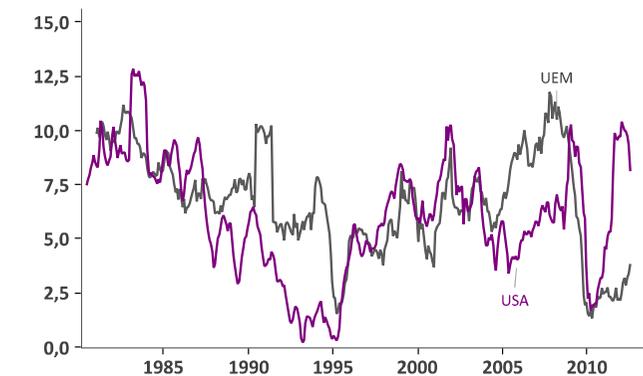
MATIERES PREMIERES

- Hausse des MP industrielles et énergétiques

Un préalable au rétablissement des mécanismes de transmission de la politique monétaire

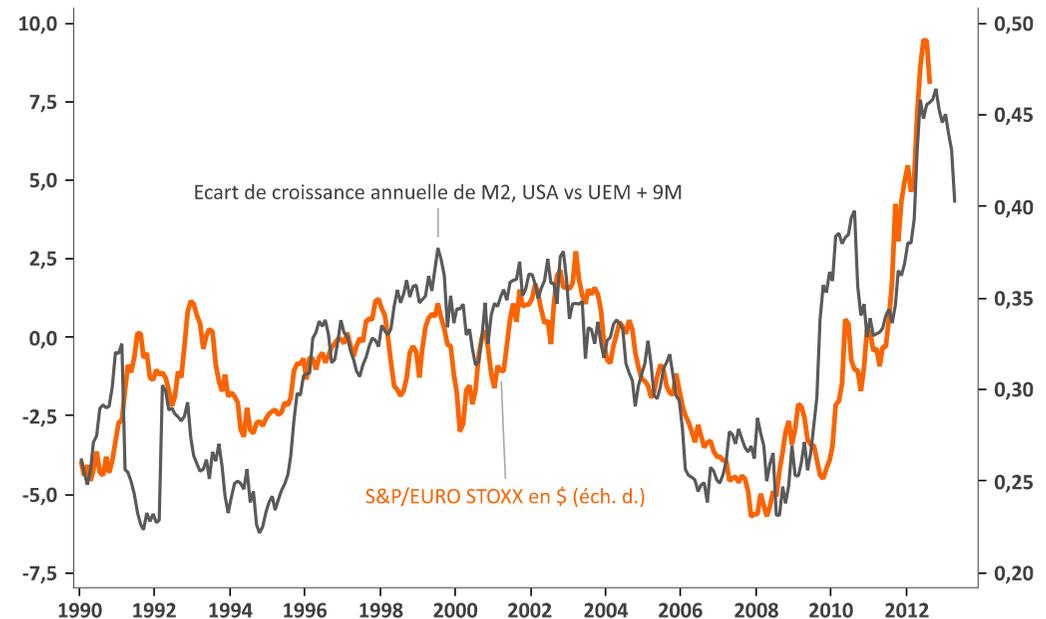
La mise à l'écart les actifs à haut risque était un préalable indispensable, sinon suffisant, au réveil de la croissance monétaire. Les bourses européennes ne peuvent que se trouver soulagées du changement de cap de la BCE.

Croissance annuelle de M2 - USA et UEM en %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Ecart de croissance de M2 et performance relative du S&P contre l'EURO STOXX



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Lendemain de fête. Quelles priorités, comment ?

Le geste de la BCE n'en reste pas moins qu'un tout petit pas au regard du chantier que l'Europe a devant elle

Dotée des instruments monétaires, l'Europe doit maintenant se construire.

Le chantier est titanesque et les vents contraires

Le vaste chantier de construction d'une union monétaire pérenne

LISTE DES PRIORITES :

- **Contrer les forces récessives** qui plongeront la zone euro en récession dès le second semestre
 - Donner du temps au temps en redéfinissant un **calendrier crédible de réduction des déficits**
 - **Restaurer la croissance structurelle** de chacune des économies, ce qui nécessite avant tout de définir son modèle de croissance :
 - Les pays de la zone euro n'ont pas vocation à devenir des successeurs du modèle allemand
 - L'Europe n'a de richesse que sa diversité et sa complémentarité
 - **Quelles ressources ?** Le budget européen, 1 % du PIB de l'UE, est déjà considéré comme trop onéreux
 - L'UEM a des besoins que les pays de l'UE non-membres de la zone euro n'ont pas. La zone euro doit se doter de **moyens spécifiques**. Après le FESF/ESM, à quand le **budget fédéral** des pays de l'UEM ?
 - Impulser une meilleure **mobilité des capitaux productifs**
 - Se doter des moyens de **gérer les écarts de productivité** entre les pays, comme le font chacun des pays à l'égard de leurs propres régions
 - **Prévenir les insuffisances intrinsèques de la politique monétaire** par des mécanismes de compensation monétaires, budgétaires ou réglementaires
- ...
- La balle est dans le camp de tous les politiques européens, l'effort de longue haleine, tiendront-ils ?**

Vents contraires

- Les pays de la zone euro basculent tous, sans exception, en récession au troisième trimestre
- La traction du reste du monde n'est plus à l'œuvre :
 - L'économie américaine vivote à la veille des élections et de l'ouverture du chantier fiscal
 - La Chine peut se sauver mais n'a plus la même capacité d'entraîner le reste du monde
- La zone euro ne peut compter que sur elle-même
- L'échéancier de réduction des déficits publics ne peut être tenu, les projections de déficits et de dettes devront être à nouveau revues à la hausse d'ici la fin de l'année
- Un coût de sauvetage toujours plus élevé pour la BCE, pour les Etats (EFSF/ESM)... de nouveaux rounds de négociations politiques... de nouvelles périodes d'incertitude
- Poursuite de la politique d'austérité immédiate ou reconsidération de l'agenda des réformes ? L'Allemagne va-t-elle renouer avec les pratiques qui, jusqu'alors, étaient les siennes durant les périodes de récession ?

L'Europe du Sud perd pied

En Espagne, le nouveau plan des restriction équivaut à une ponction de 10% de la consommation privée

Espagne : estimation officielle de l'impact des mesures gouvernementales du gouvernement Rajoy de juillet 2012, € md

	2012	2013	2014	Total
TVA	2.30	10.13	9.67	22.10
Fiscalité des entreprises	2.59	2.45	2.45	7.49
Droits d'accise	-0.06	0.39	0.39	0.73
Impôts sur les revenus	0.15	1.93	2.04	4.11
Coupes additionnelles de dépenses	1.0	0.0	0.0	1.0
Services publics	5.43	1.92	1.87	9.22
Emploi	1.9	5.81	6.05	13.76
Sécurité sociale	0.07	-1.15	-3.89	-4.98
Loi sur la dépendance	0.16	1.39	1.47	3.02
Total	13.53	22.86	20.05	56.44
Mesures essentiellement à la charge des ménages	9.95	20.42	17.6	47.97
Fiscalité énergétique (non encore détaillée)				8.6
Total général				65

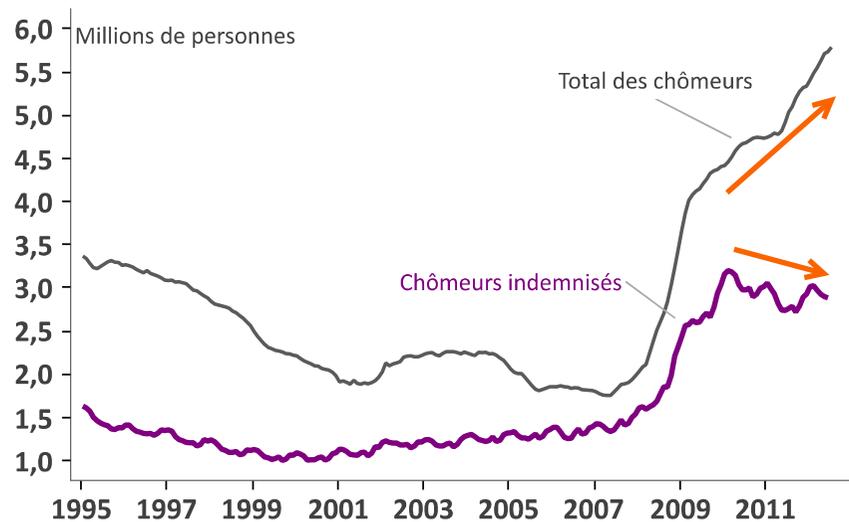
Soit 10 % de la consommation des ménages

Source: Spain Ministry of economy and competitiveness

La chute du pouvoir d'achat entraîne la consommation à la baisse

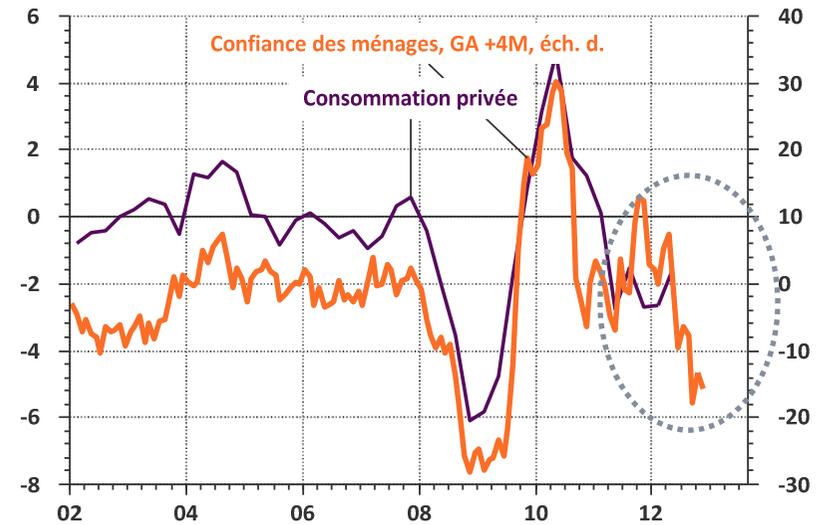
Restriction salariale, envolée du chômage et augmentation de la ponction fiscale entraînent une forte chute du pouvoir d'achat que la désépargne ne compense plus : les perspectives de consommation s'effondrent depuis le printemps

Espagne : nombre de chômeurs et bénéficiaires d'indemnités chômage



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

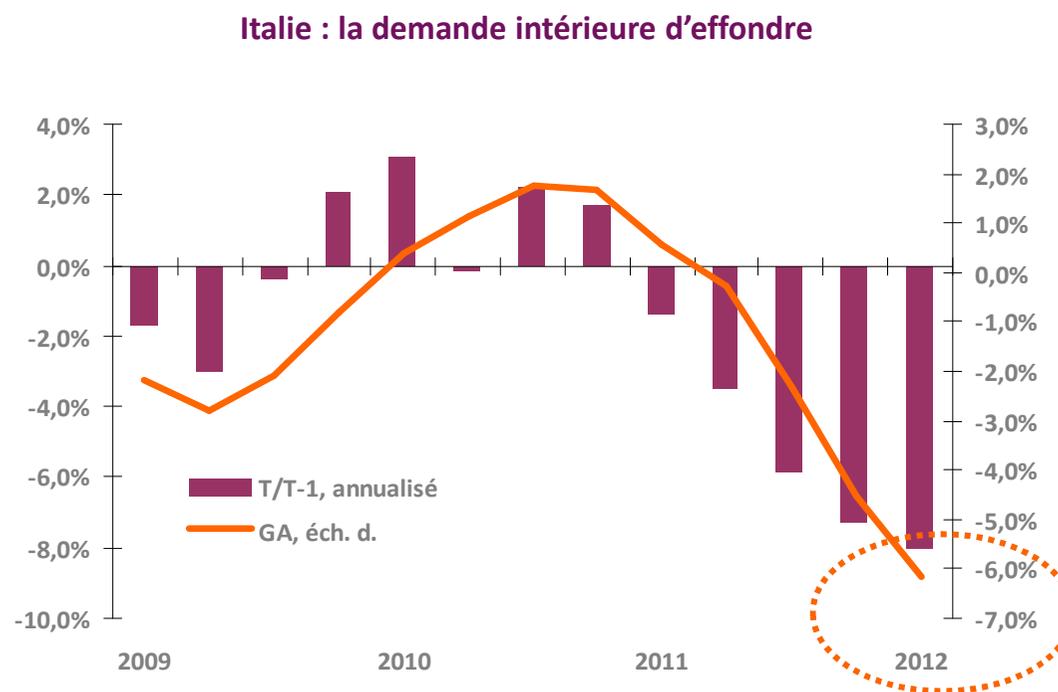
Confiance des ménages espagnols et consommation Momentum 12 M



Source: Thomson Reuters Datastream-RichesFlores Research

Italie, de la récession à la dépression

- Le soutien à l'exportation, qui a procuré jusqu'à 3 points de croissance de PIB l'an dernier, s'est évaporé depuis cet hiver
- Les mesures de soutien à l'activité ont été remplacées par des mesures de restriction
- L'ensemble se solde par une chute de la production, une envolée du chômage (35 % des moins de 25 ans) et une récession de plus en plus profonde
- **Avec une chute de plus de 6 % de sa demande domestique, l'Italie n'est plus en récession cyclique mais bel et bien en dépression**



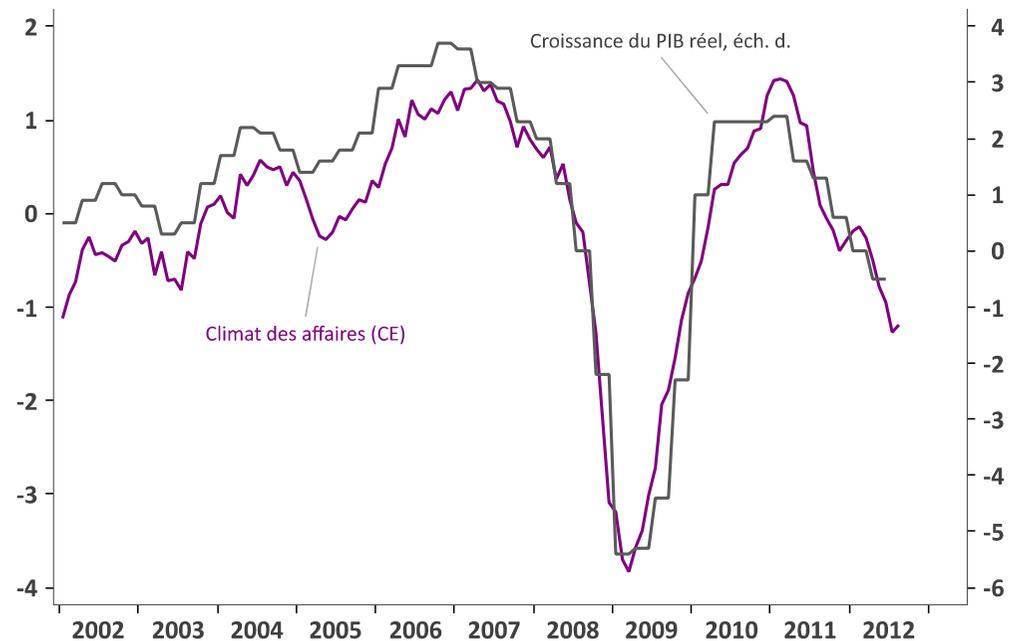
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le reste de la zone euro bascule en récession

En l'absence de soutien du reste du monde, la diffusion du choc souverain à l'ensemble de la zone euro est fulgurante

- La détérioration des perspectives conjoncturelles s'intensifie depuis le début de l'été
- L'Allemagne et ses « satellites », qui avaient jusqu'alors résisté à la crise, flanchent
- La zone euro entame une récession générale dont les effets seront particulièrement marqués au second semestre

Climat des affaires et croissance annuelle du PIB de l'UEM

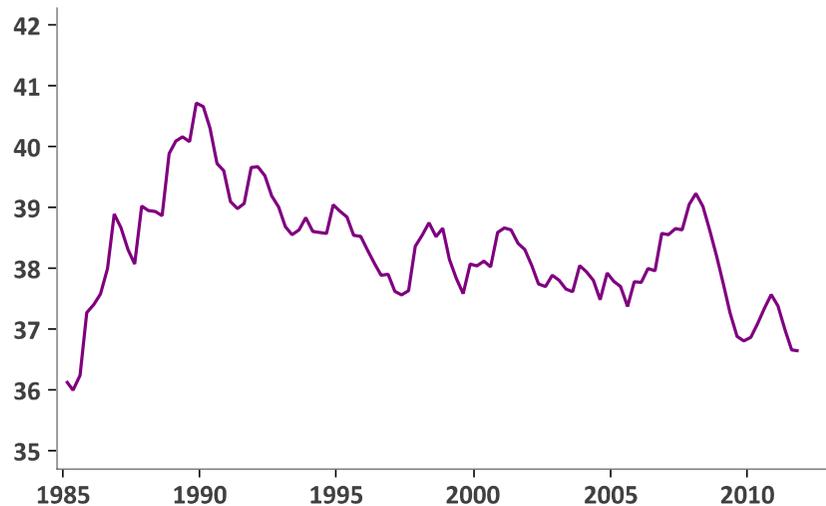


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

France : le taux de marge toujours plus faible et le climat des affaires au tapis...

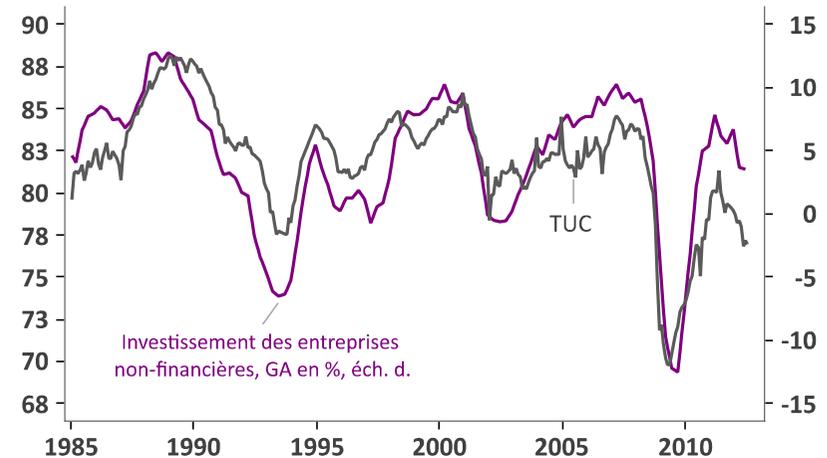
La chute récente du taux d'utilisation des capacités sur fond de fort repli de la confiance augure un net repli de l'investissement

France : taux de marge, tous secteurs



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

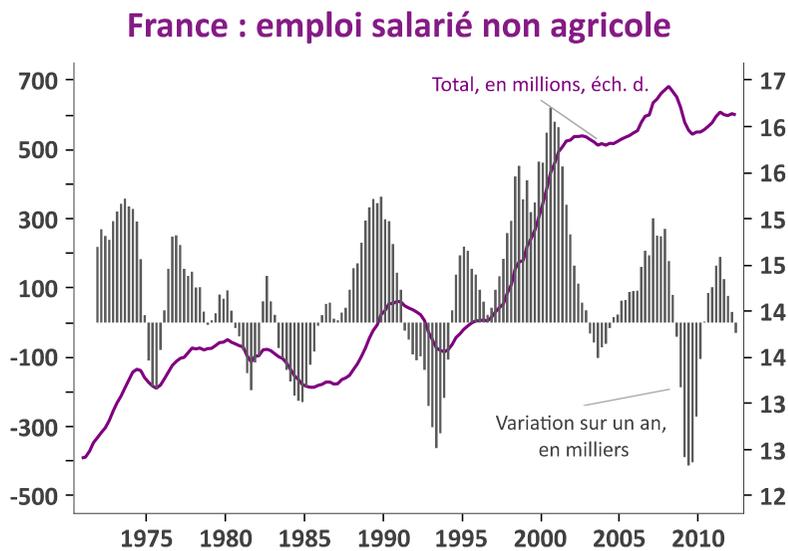
France : Investissement des entreprises et taux d'utilisation des capacités



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

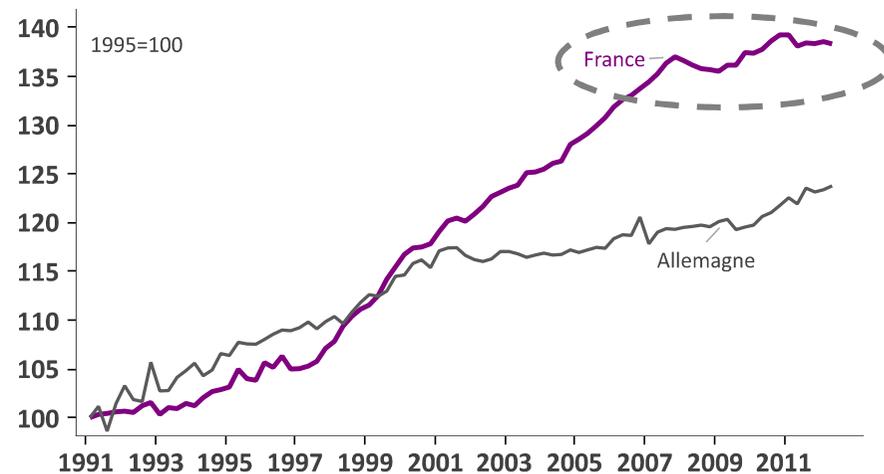
La croissance de l'emploi est enrayée, le moteur de la consommation à l'arrêt

Enlèvement de la situation économique, anémie de l'emploi, inquiétudes fiscales... la défiance s'accroît de mois en mois : le taux d'épargne culmine, la consommation stagne



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Consommation réelle des ménages en France et en Allemagne

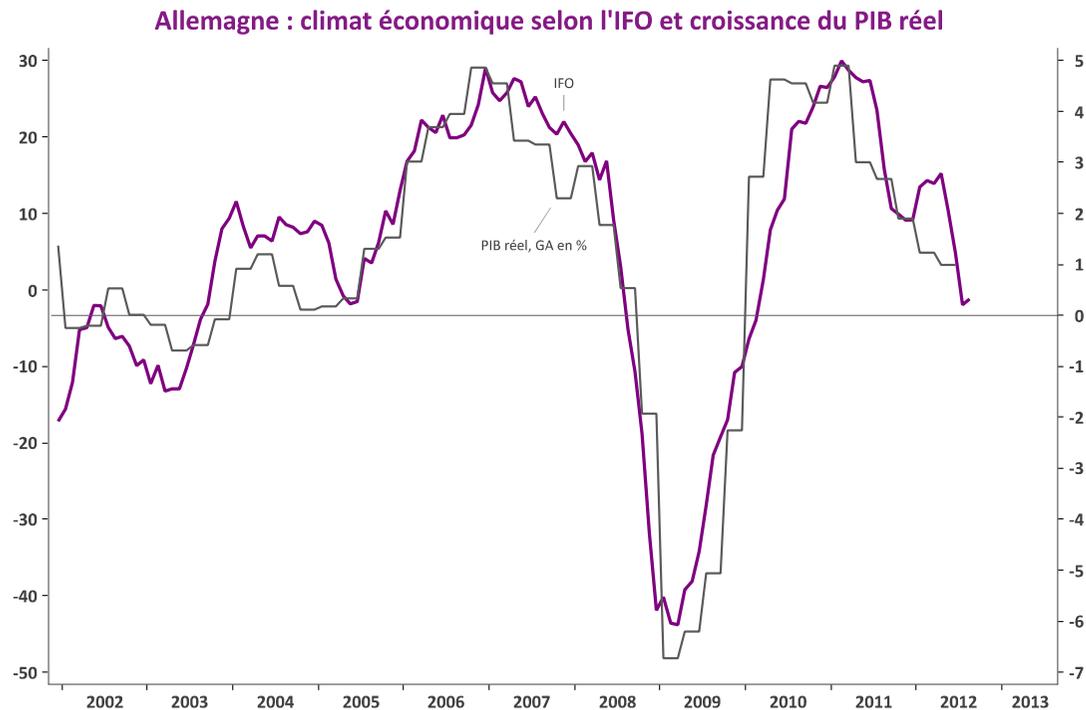


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La locomotive allemande en panne de carburant

Chute des exportations, détérioration des perspectives d'emploi et d'investissement : l'Allemagne n'échappe pas à la récession

- La forte détérioration des indicateurs avancés préfigure une entrée en récession dès le troisième trimestre
- Les exportations, principales sources de croissance du pays, sont lourdement sanctionnées par la détérioration du contexte régional et mondial
- **L'Allemagne affichera une décroissance de l'ordre d'un demi-point en 2013, très en deçà des prévisions actuelles du consensus**

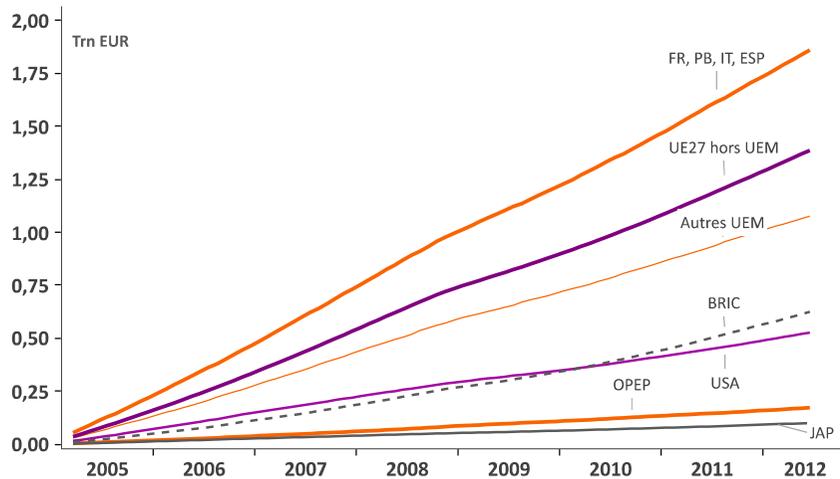


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'Allemagne ne peut prétendre faire cavalier seul

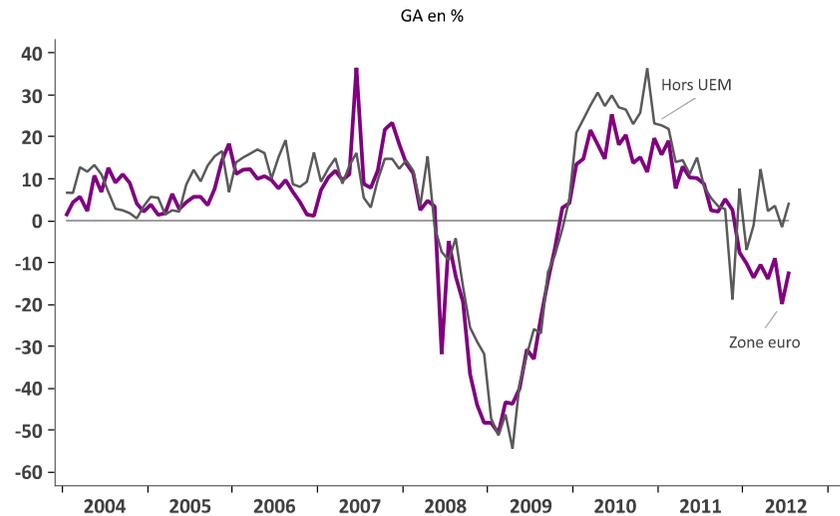
La zone euro a absorbé plus de 60 % de la croissance des exportations allemandes ces dix dernières années. Les commandes en provenance de la région sont aujourd'hui en chute de 20 % l'an quand la demande du reste du monde est atone : les ventes vers la Chine, qui expliquaient plus de 2% de la croissance totale des exportations allemandes l'an dernier, ont fondu.

Cumul des exportations allemandes par principale destination depuis 2005



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Allemagne : commandes à l'exportation par destination

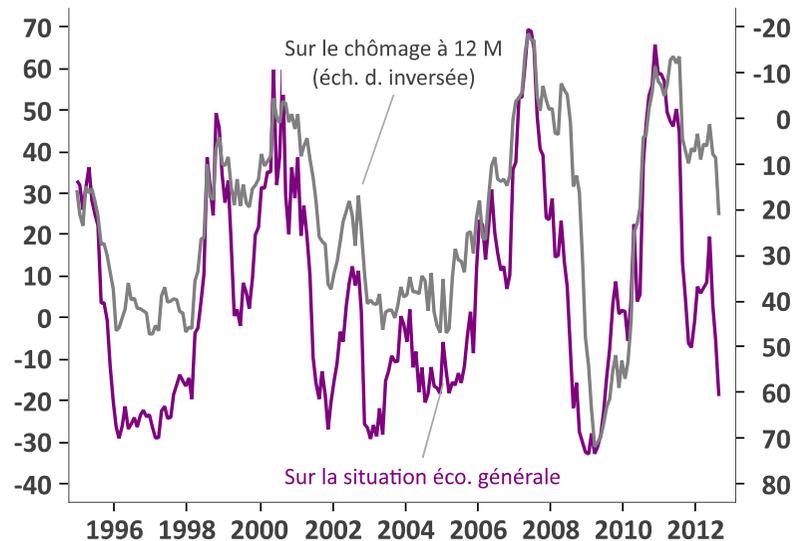


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'amélioration du marché de l'emploi arrive à son terme en Allemagne

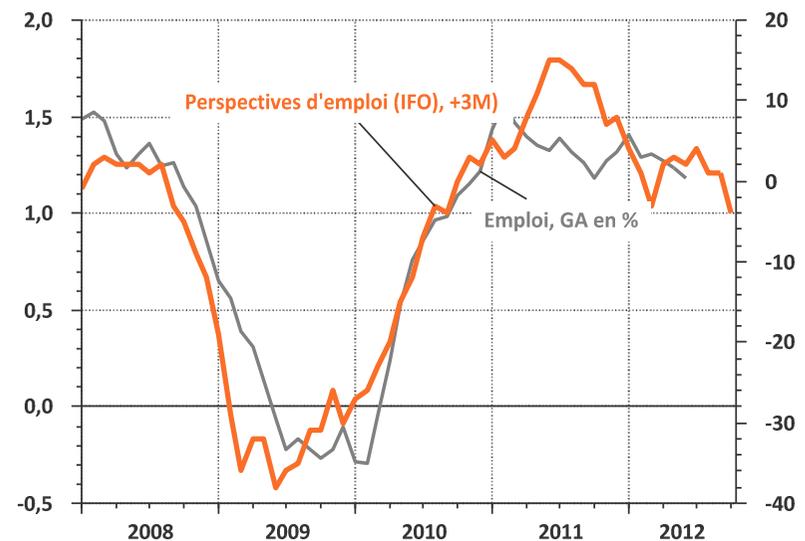
L'amélioration du marché de l'emploi a atteint son pic, le chômage remonte graduellement, la confiance des ménages chute déjà

Opinion des ménages allemands



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Allemagne : perspectives IFO sur l'emploi et emploi

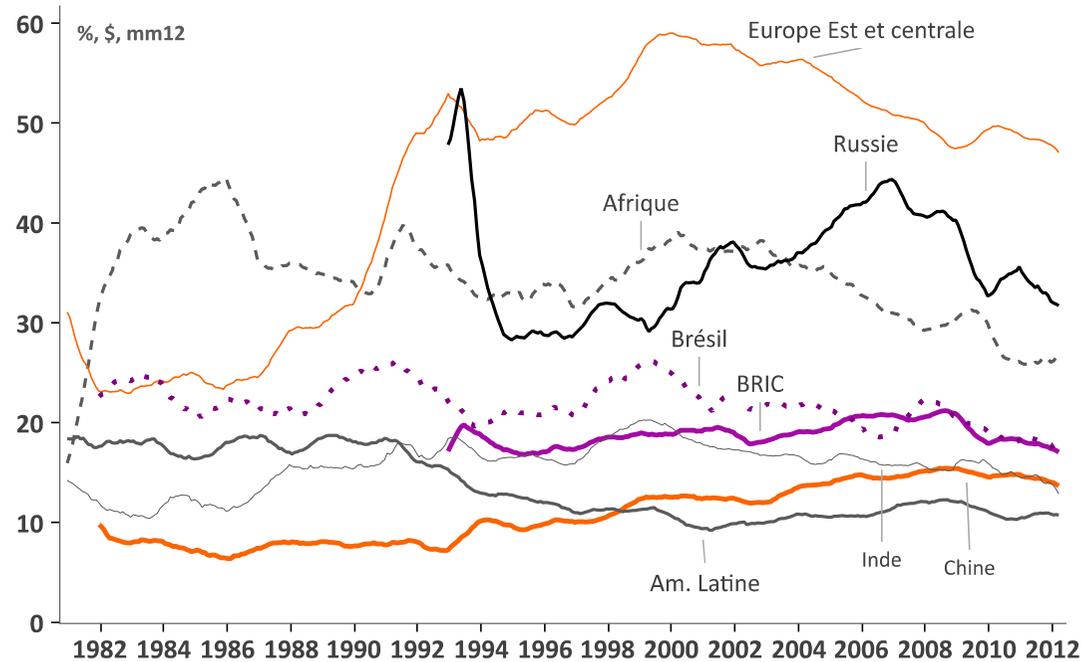


Source: Thomson Reuters Datastream-RichesFlores Research

Les pays émergents sont tous très exposés au marché européen

La zone euro représente à elle seule près de 20 % des débouchés des BRICs, le quart de ceux de l'Afrique, le tiers de ceux de la Russie et la moitié de ceux de l'ensemble de l'Europe centrale et orientale

Poids de la zone euro dans les exportations des émergents

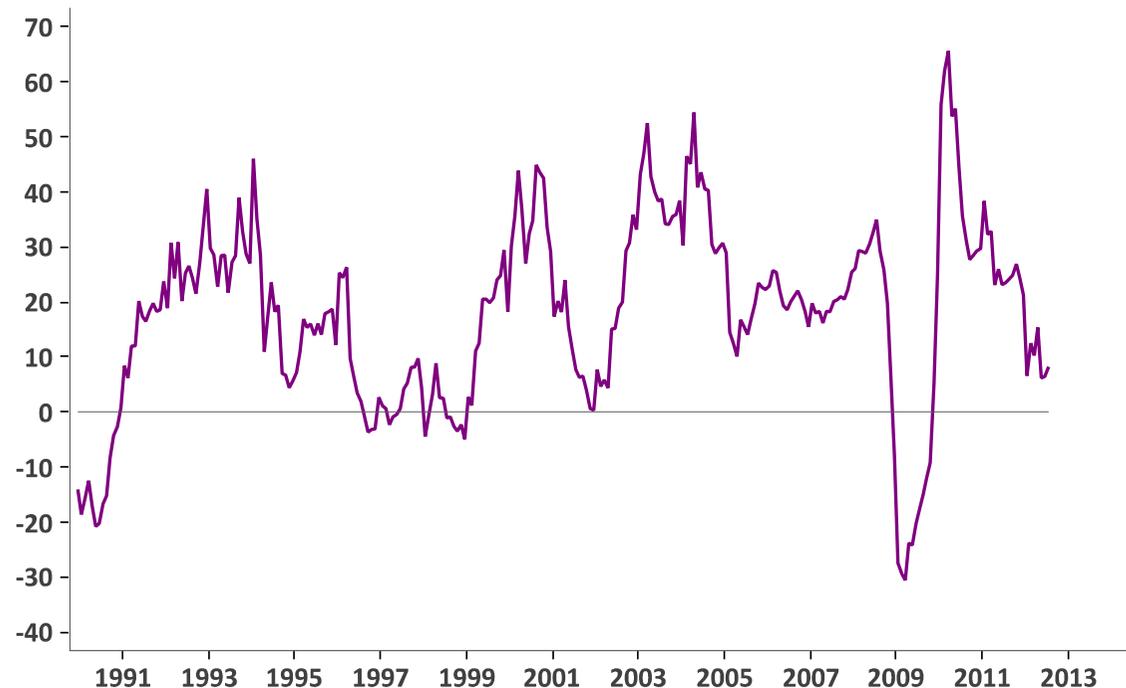


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La ralentissement de l'économie chinoise ajoute à la déprime des échanges

- La croissance des importations du pays qui s'était établie à un rythme de 30 % à 60 % l'an au cours des années 2010 et 2011 a stimulé la croissance du monde entier. Elle avoisine zéro pourcent aujourd'hui
- Le rôle de traction joué par la Chine a disparu
- Les mesures adoptées par le gouvernement aideront la croissance domestique mais auront peu d'effet sur la demande internationale

Croissance annuelle des importations chinoises

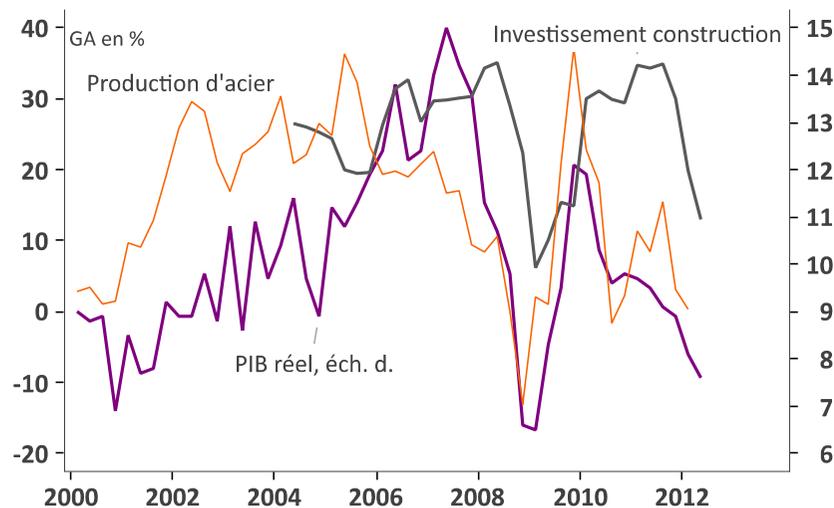


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La Chine peut se sauver mais n'a plus la capacité de tracter le reste du monde

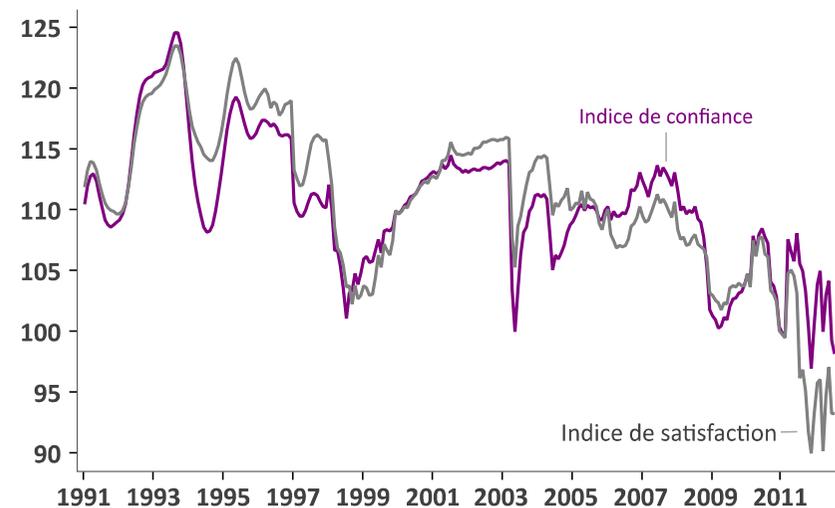
- Une combinaison de facteurs négatifs à l'œuvre :
 - **Des facteurs conjoncturels** : érosion des effets du plan de relance de 2008, durcissement monétaire, retournement du marché immobilier, appréciation du change
 - **Des facteurs structurels** : normalisation des gains de productivité, réduction du taux d'investissement du 12ème plan (2010-15), vieillissement démographique, pertes structurelles de compétitivité, rééquilibrage de la croissance

Indicateurs d'activité et PIB chinois



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Chine : enquêtes auprès des ménages



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

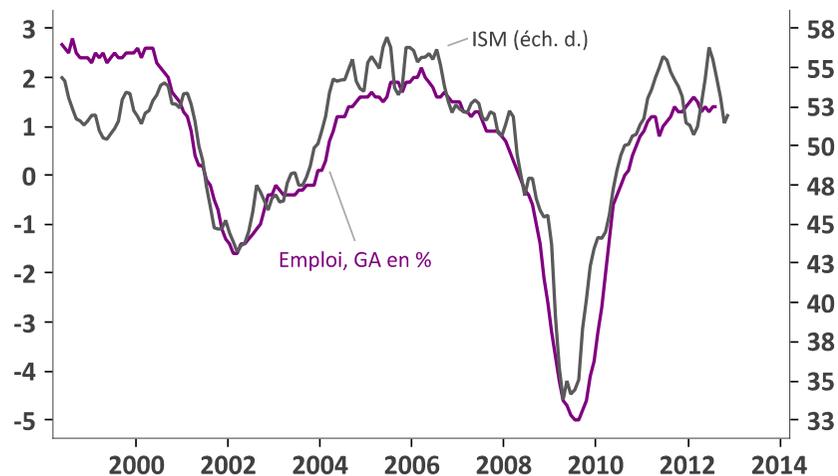
US Island ?

- L'économie américaine résistera-t-elle aussi facilement à l'extrême détérioration du contexte mondial que le prévoit le consensus ?
- L'immobilier renaît de ses cendres mais ses effets d'entraînement sur le reste de l'activité ne pourront être de même ampleur que par le passé
- Qu'attendre des ajustements fiscaux post-élections ? Sera-t-il aussi facile d'éviter la restriction imposée par la loi : **4% du PIB sur les exercices fiscaux 2012 et 2013** ?
- Où sont les effets du choc d'offre issu de la chute des coûts énergétiques ?
- ...
- Les questions en suspens sont trop nombreuses pour ne pas susciter la prudence
- A l'inverse des attentes du consensus, le point bas de l'activité n'a pas été dépassé et se situera au mieux en fin d'année
- Dans de telles conditions, **la croissance américaine ne dépasserait pas 1.5% l'an prochain**

La reprise de l'emploi reste fébrile, les perspectives d'investissement se détériorent

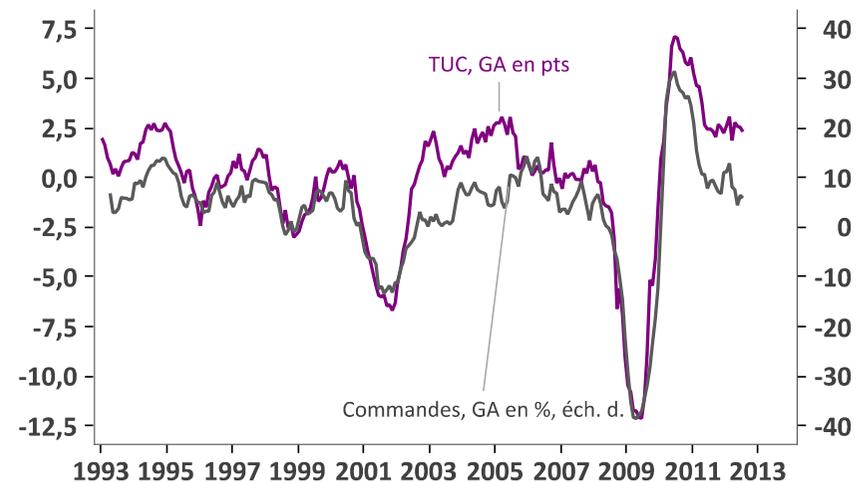
- Les perspectives d'emploi ne décollent pas, les gains de pouvoir d'achat sont trop faibles pour une normalisation de la reprise
- L'investissement des entreprises piétine, au mieux

USA : emploi et composante synthétique de l'ISM
emploi



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

USA : commandes de biens durables et taux
d'utilisation des capacités



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Immobilier : les hausses de volumes et de prix assurent une reprise durable

- La baisse continue des taux d'emprunt, le repli généralisé des taux de défaut et le bas niveau des stocks de logements ont eu raison de la crise dans le secteur
- Le rebond de l'activité continuera à soutenir la croissance américaine dans les trimestres à venir mais il ne pourra pas faire des miracles

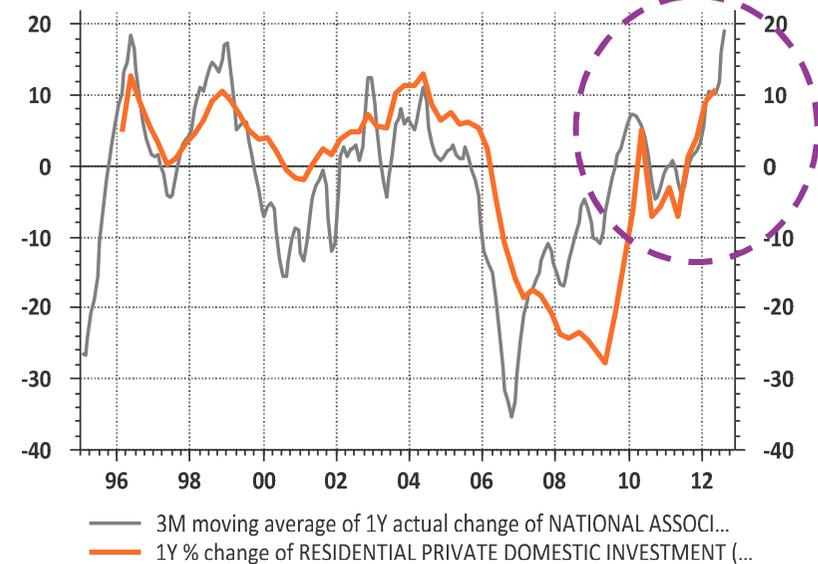
Taux des mortgages, %



Source: Thomson Reuters Datastream-RichesFlores Research

Enquête constructeurs et investissement immobilier

Momentum 12 M et GA en %



Source: Thomson Reuters Datastream-RichesFlores Research

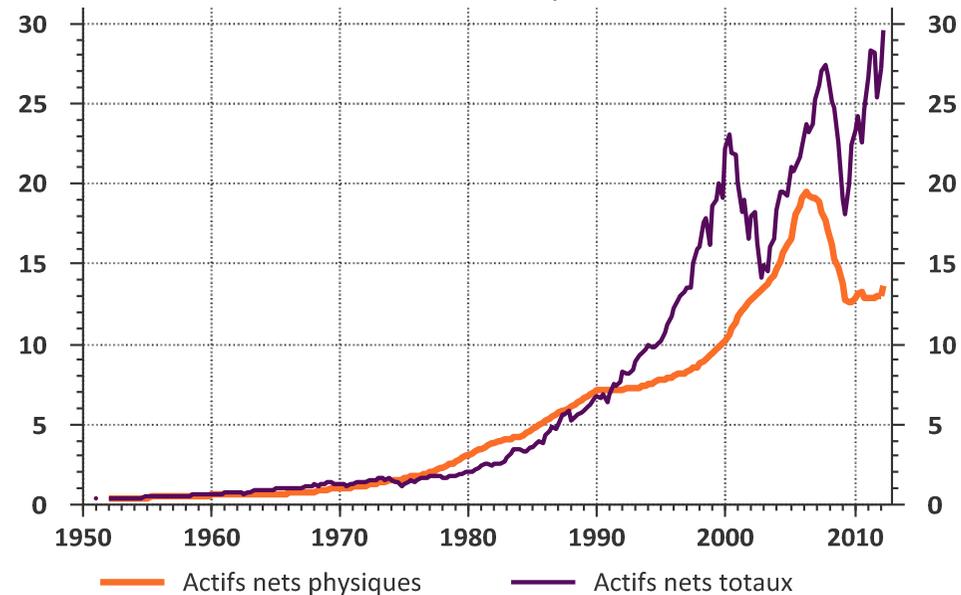
Les espoirs associés à la reprise immobilière semblent toutefois très exagérés

Les effets d'entraînement de l'immobilier au cours des années de la bulle ont disparu



- Entre 1998 et 2008, la hausse du patrimoine immobilier a expliqué jusqu'à un point de baisse du taux d'épargne des ménages par an en moyenne.
- En l'absence de hausse significative des prix, ces « effets richesse » ne sont plus à l'œuvre quand les effets richesse liés au patrimoine financier sont sans comparaison

Patrimoine des ménages américains
Actifs nets des dettes, '000 Mds



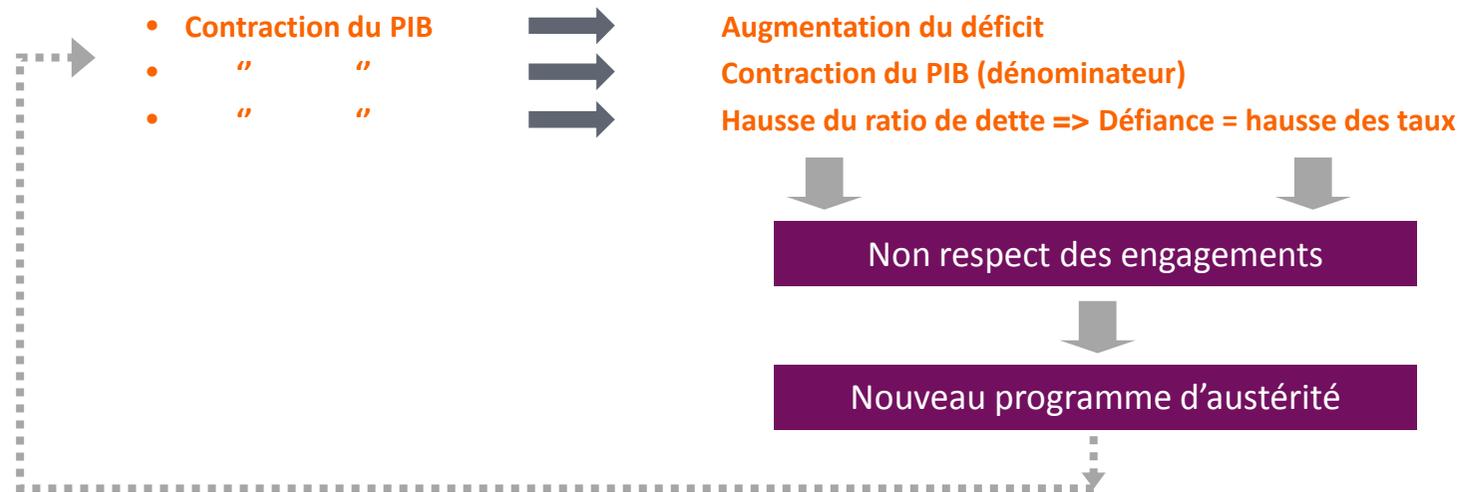
Source: Thomson Reuters Datastream-RichesFlores Research

La seule action de la BCE ne pourra suffire à solder la situation

- Détérioration du contexte domestique et international s'auto-entretiennent, sauver les pays en difficulté sera de plus en plus difficile
- La récession de l'ensemble de la zone nécessitera une aide en constante augmentation de la part de la BCE et des autres mécanismes de soutien européens
- **Jusqu'où cette spirale sera-t-elle considérée comme acceptable ?**

Grèce, Espagne, Italie : mêmes erreurs, mêmes effets

Malgré des situations à l'origine très différentes, l'Espagne, l'Italie et la Grèce se retrouvent face à la même crise : l'accentuation des exigences de réduction des déficits en période de récession ne peut les pousser que vers la faillite

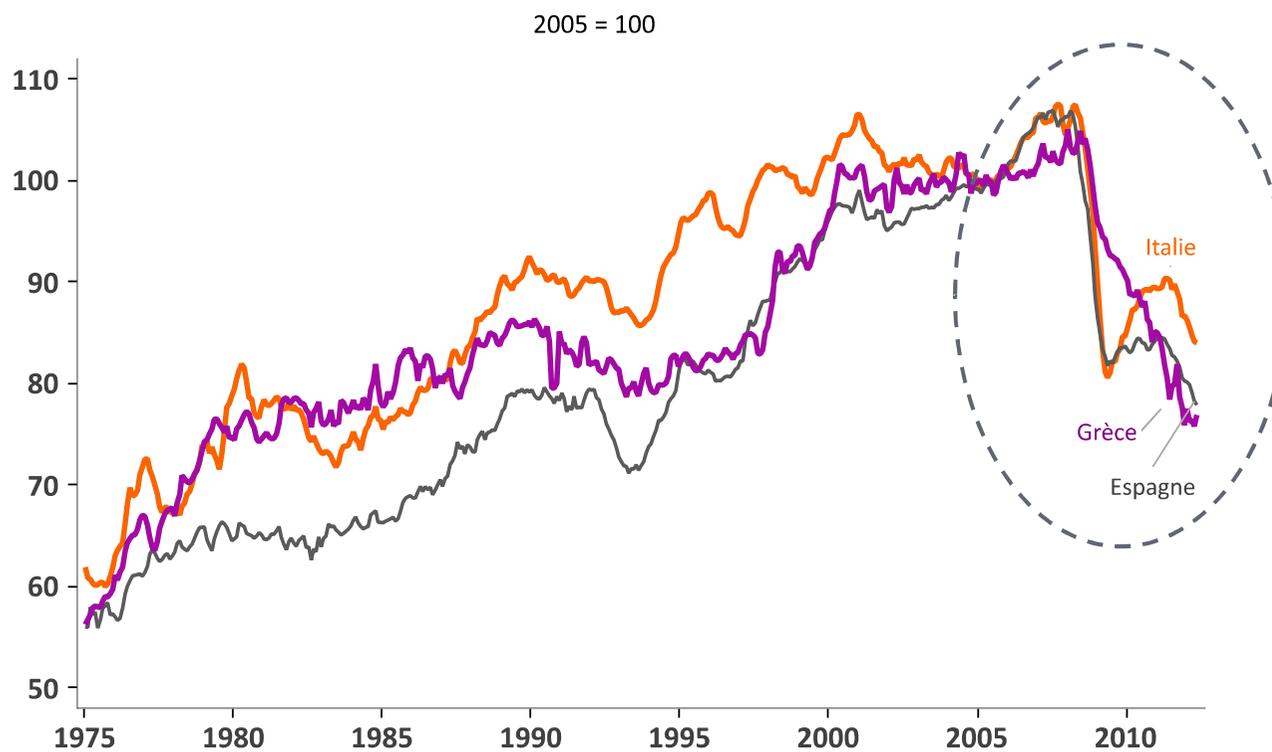


Des économies prises dans une telle trappe n'ont aucune voie de sortie, à l'exception :

- d'un puissant choc de croissance externe (dévaluation du change/relance...)
- d'un ajournement de leurs engagements et d'une forte baisse de leurs taux d'intérêt

Spirales à la grecque

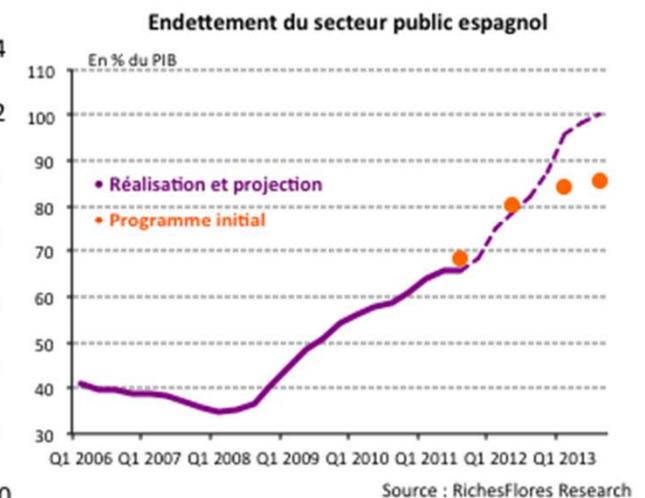
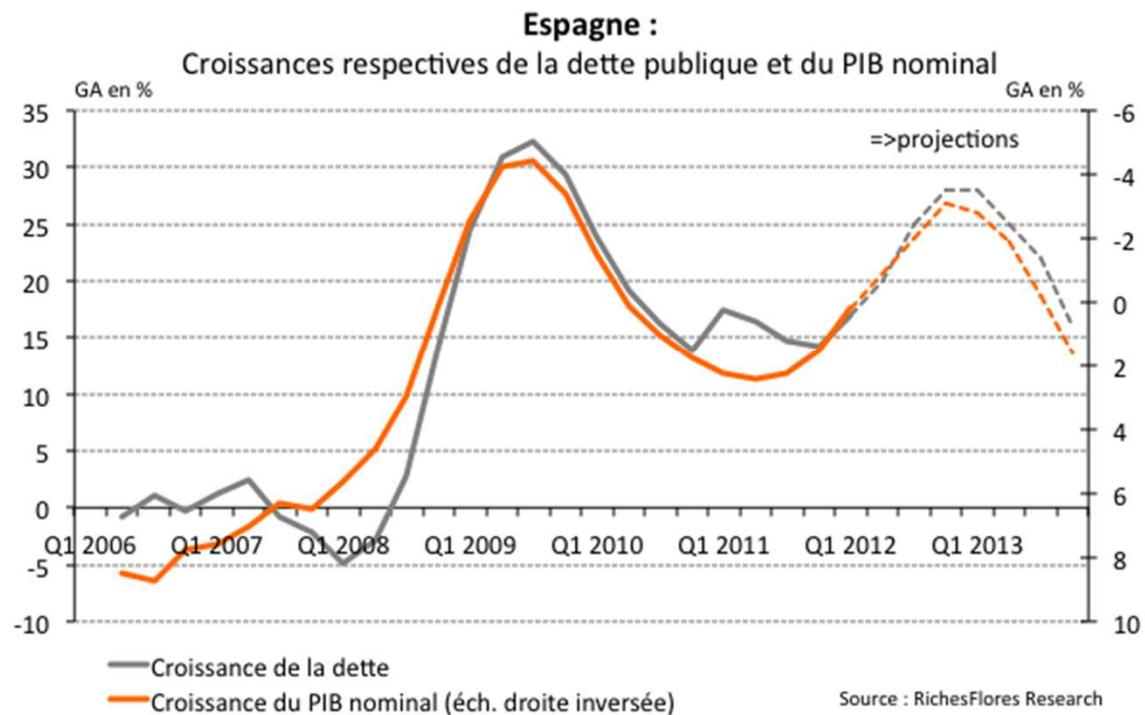
Production industrielle : Grèce, Espagne et Italie



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

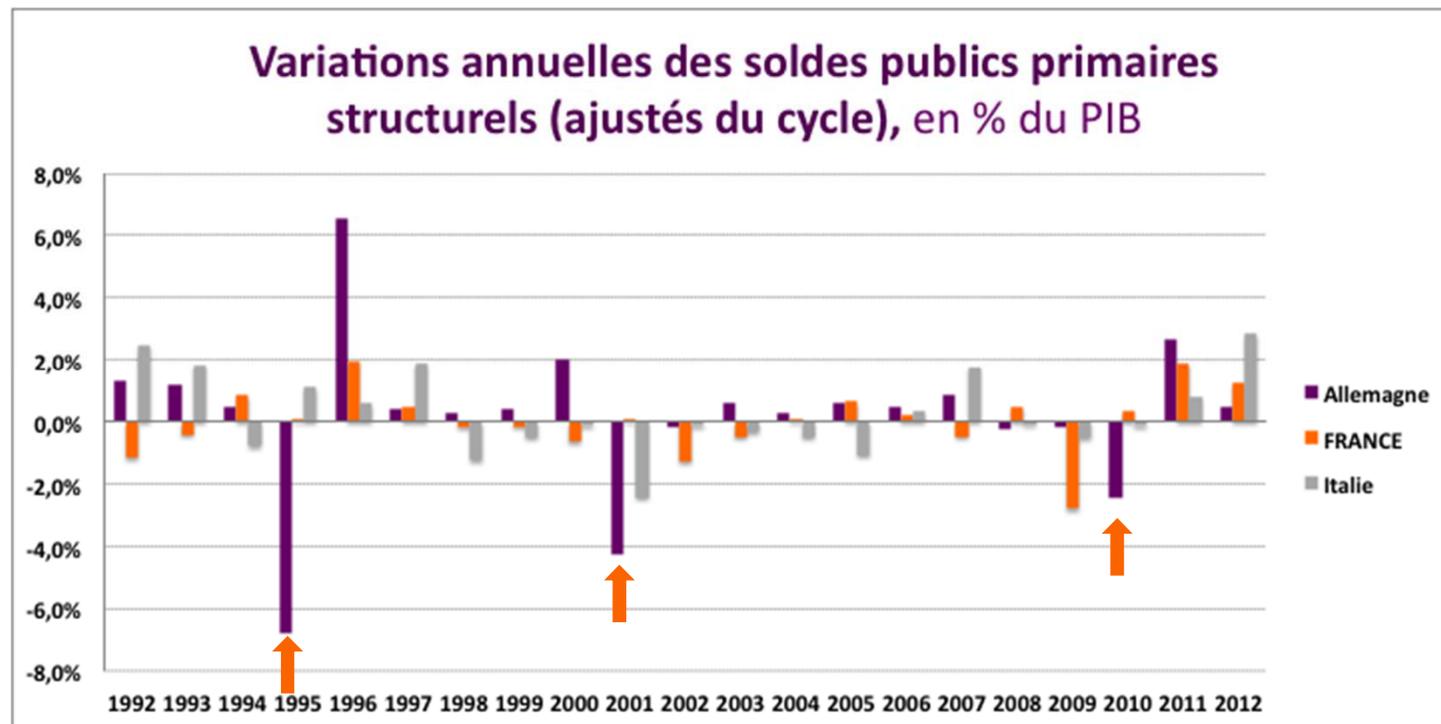
Le surendettement n'est pas soluble dans l'austérité

Sur le long terme, la solidité de la relation entre PIB nominal et dette publique vaut toutes les équations ...



L'Allemagne, championne des politiques contra-cycliques, en passe d'assouplir sa position ?

- L'Allemagne a toujours mené des politiques très agressives de soutien à sa croissance durant ses périodes de récession
- Fera-t-elle autrement cette fois-ci, à la veille des élections législatives ?



Sources : RichesFlores Research, Commission Européenne

La BCE, et après ?

Les effets escomptés des changements de politique de la BCE ont toutes les chances de varier au fil des prochains mois

Effets escomptés à CT (3mois)

IMPACT SUR LES TAUX

- Baisse des taux de l'Italie, de l'Espagne, dans la zone des 5%-5.5%
- Hausse des taux des pays du noyau dur (25 à 50 bp)
- Forte réduction des spreads

IMPACT SUR LE CHANGE

- Hausse de l'euro dans la zone des 1.26 USD/1.30 USD

IMPACT SUR EQTY

- Poursuite du rebond, notamment pour les pays concernés
- Surperformance du marché action européen par rapport aux US

IMPACT MP

- Effet haussier

Effets escomptés à LT (6 mois)

En l'absence de restriction

IMPACT SUR LES TAUX

- Stabilisation des taux en Espagne et au Portugal
- Hausse graduelle des taux des pays du noyau dur
- Réduction plus graduelle des spreads

IMPACT SUR LE CHANGE

- Repli modéré de l'euro (effet monétisation)

IMPACT SUR LES ACTIONS

- Fin des effets de rattrapage des marchés périphériques
- Fin des effets sur la performance relative du marché européen

IMPACT MP

- Accentuation de la hausse

Effets escomptés à LT (6 mois)

Avec restriction

IMPACT SUR LES TAUX

- Hausse des taux en Espagne et au Portugal
- Chute des taux des pays du noyau dur
- Réouverture marquée des spreads

IMPACT SUR LE CHANGE

- Retour du risque d'éclatement de la zone euro -chute de l'euro

IMPACT SUR LES ACTIONS

- Chute généralisée
- Sous performance marquée des bourses des périphériques
- Sous performance renouvelée des marchés européens

IMPACT MP

- Chute des cours