RICHES FLORES RESEARCH

Global Macro & Thematic Independent Research

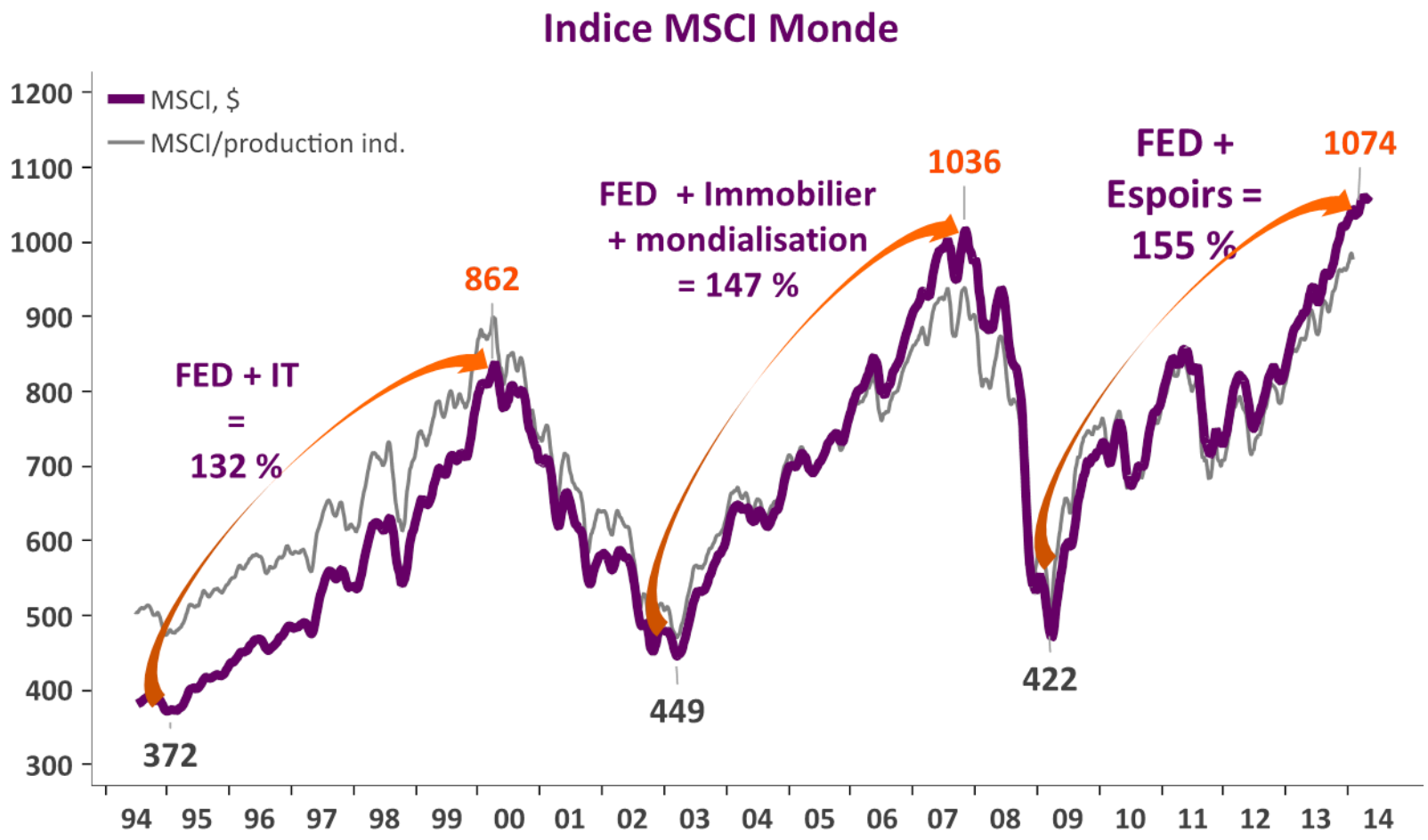
Actifs à risque, le temps se gâte

Conférence du 13 mai 2014

V. Riches-Flores

Jusqu'ici, tout baigne…

Pour combien de temps encore ?



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Principaux piliers des attentes de résultats futurs

QE — 1

- *Rétablissement des mécanismes de financement*
- *Deleveraging moins coûteux*
- *Soutien à l'immobilier/effets richesse*

BCE/UEM — 2

- *Canalisation du risque extrême*
- *Consolidation à terme de la construction européenne*
- *Inflation allemande rééquilibrante*

Révolution Scientifique — 3

- *Productivité, investissement, prolongement du cycle*
- *Dépassement des limites physiques à la croissance*
- *Espoirs de rendement*

Émergents — 4

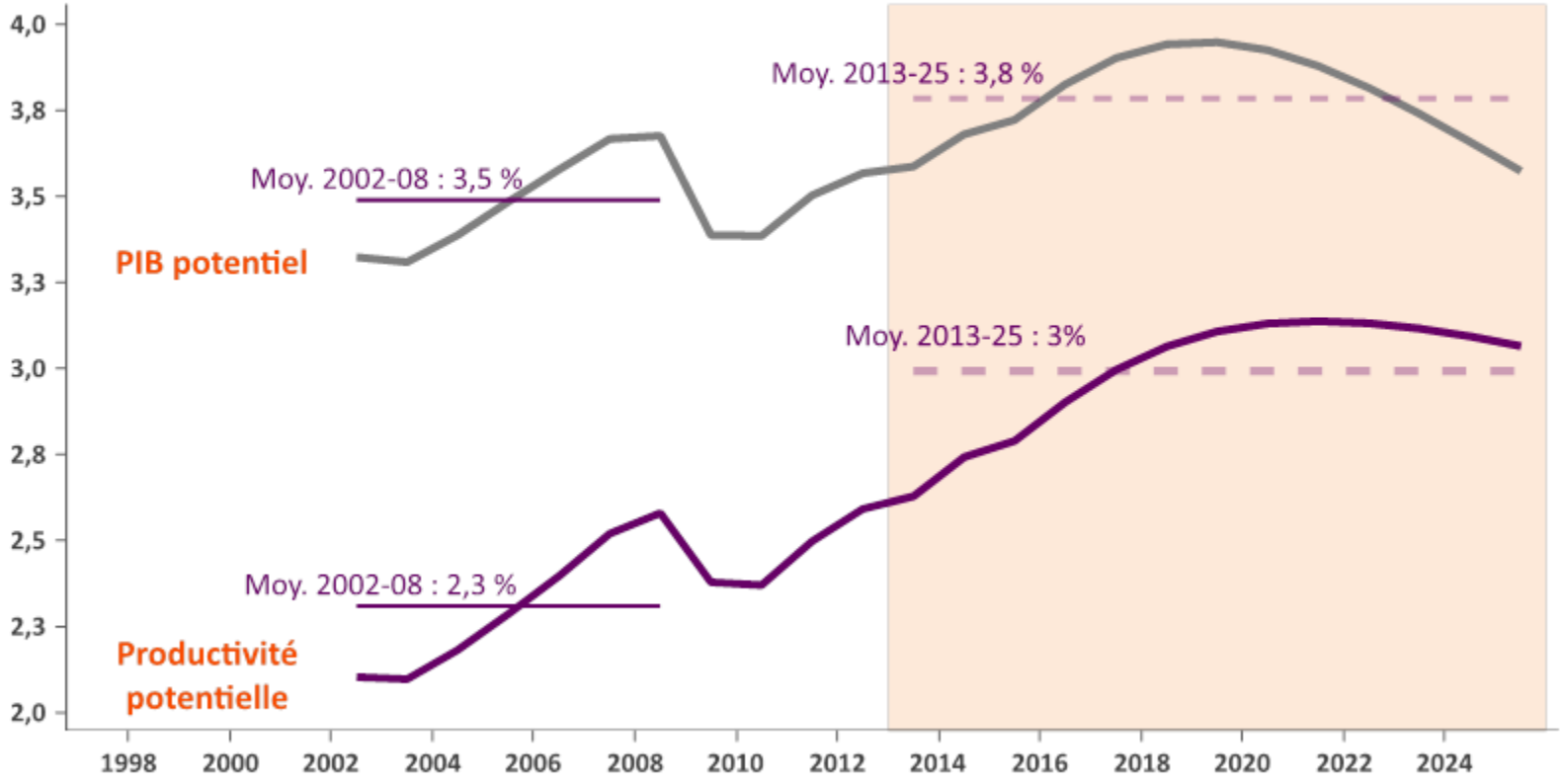
- *Nouvelles classes moyennes*
- *Renouvellement de la demande mondiale*
- *Approfondissement des marchés financiers*

Marchés frontières — 5

- *Renouvellement des sources d'offre*
- *Diversification des investissements*

« Grande modération 2.0 »*, une utopie entretenue à grands renforts

PIB et productivité potentiels de l'économie mondiale selon le scénario de long-terme de l'OCDE



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

* Cf, John Normand, JPMorgan Chase & Co, London, 8 mai 2014

La réalité sans fioritures

- ***QE -*** *Les ressorts de la croissance américaine sont trop abimés pour en finir sans dommages*
  - Avec ou sans fin du QE, les taux longs ne montent pas mais refluent
- ***UEM*** *– Déflation, sans surprise. La survie de l'UEM nécessitera beaucoup plus et différemment, cela prendra du temps*
  - La BCE obligée d'agir durablement… jusqu'à appeler une relaxe budgétaire ?
- ***Productivité*** *- Le temps de l'innovation n'est pas celui du cycle conjoncturel*
  - Les gains de productivité piétinent, l'investissement ne décolle pas, le cycle des profits s'étiole
  - Le cycle actuel n'a rien d'un cycle parti pour durer
- ***Émergents*** *– De source de croissance à source d'instabilité*
  - Les « Next Eleven » n'ont ni la taille critique, ni la stabilité requise pour remplacer la Chine
  - L'arrêt du processus de globalisation confisque le premier moteur de développement économique du monde en développement

QE

Les ressorts de la croissance américaine sont trop abimés pour en finir sans dommages

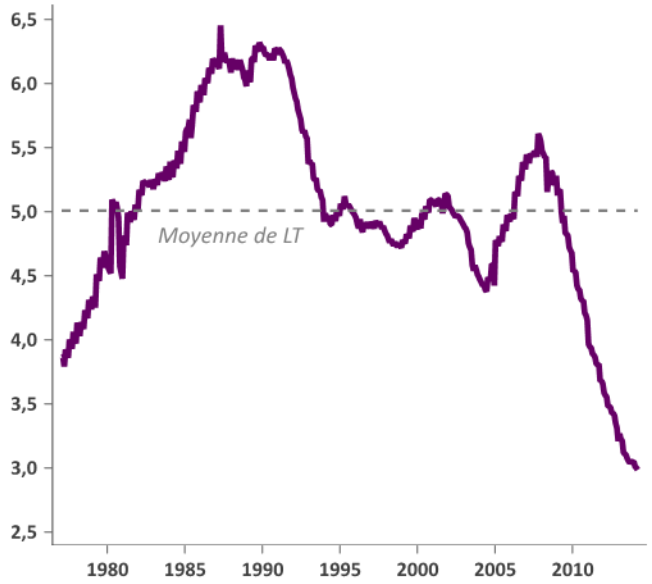
Les limites d'un exercice nécessaire mais pas suffisant

- **Le sauvetage des institutions de crédit ne garantit pas le retour à des conditions normales de financement :**
  - Le coût de la dette a fortement baissé, pas son stock : demande faible
  - Les incertitudes économiques sont élevées : offre contenue
- **La hausse des prix immobiliers trop précoce pénalise la reprise plutôt qu'elle ne la consolide**
  - Les prix ont retrouvé leur niveau d'avant crise quand les volumes de transactions sont encore à leurs plus bas
  - La dynamique de croissance dans les activités de services est structurellement entamée et, avec elle, celle de l'emploi
- **Le potentiel de croissance de l'économie américaine s'érode**
  - La fragilité conjoncturelle ne permet pas de normalisation de la politique monétaire
  - Le tapering pourrait ne pas aller jusqu'à son terme, les taux directeurs ne monteront pas

Le coût du désendettement

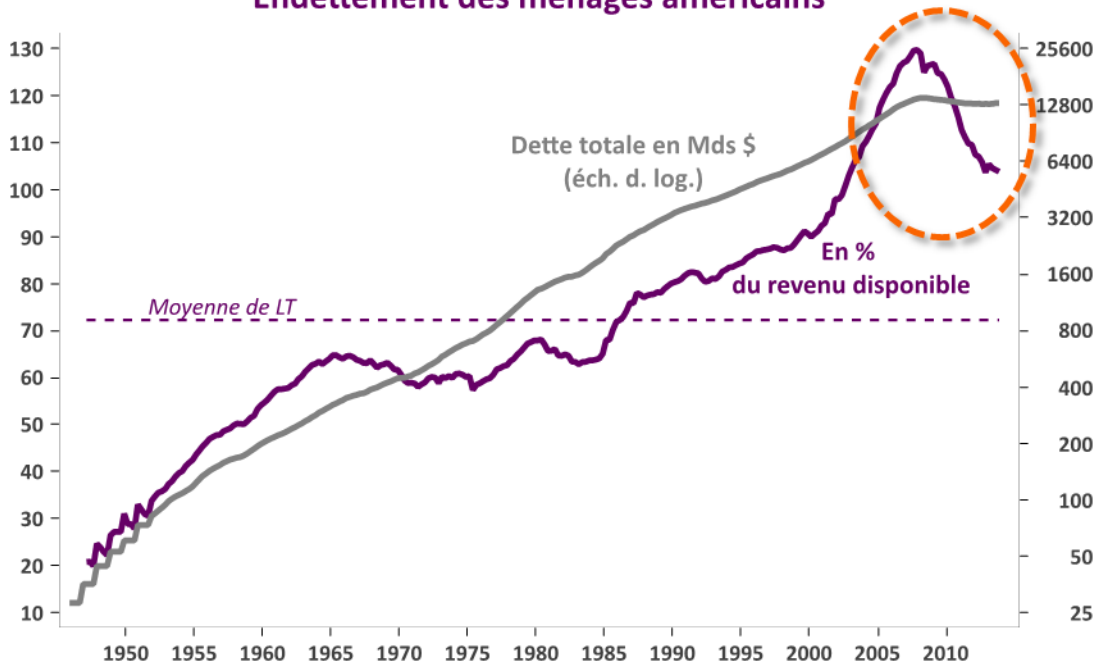
Le coût de la dette s'est effondré mais le taux d'endettement n'a que très peu reflué. Une normalisation des mises en chantier vers leur moyenne de LT (1,5M/an) nécessiterait une remontée du taux d'endettement vers son niveau d'avant la crise…

Charge d'intérêts hypothécaires, en % du revenu disponible des ménages



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Endettement des ménages américains

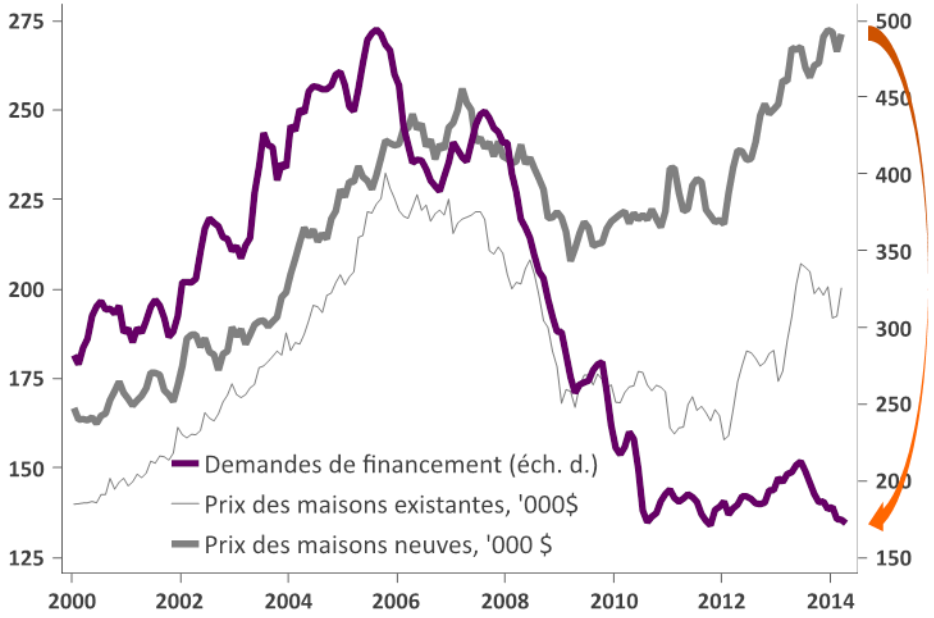


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La hausse des prix immobiliers n'entretient pas la reprise, elle la réfrène

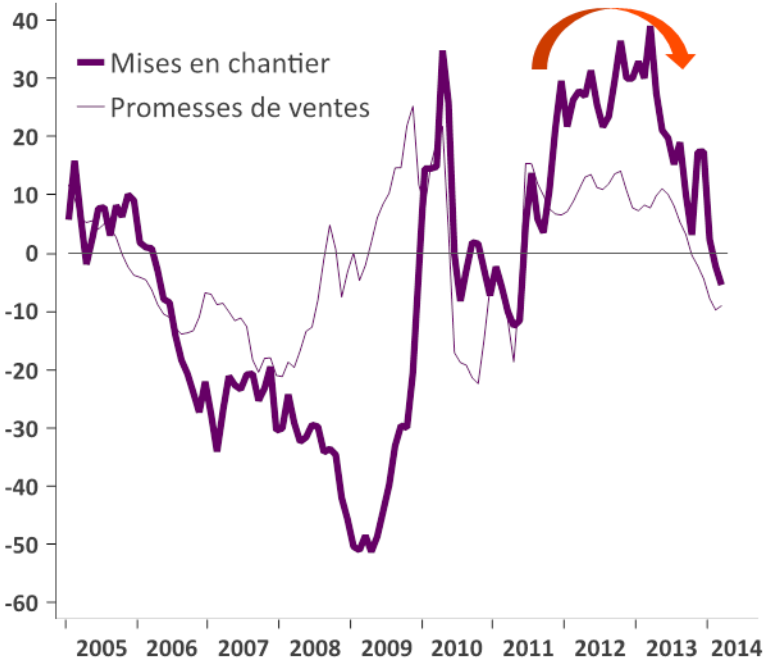
Insuffisance de l'offre et achats des investisseurs institutionnels ont fait remonter les prix de manière trop précoce. Ceux-ci sont trop élevés pour une normalisation de l'activité ; la sensibilité au niveau des taux d'intérêt est extrême.

Demandes de financements hypothécaires et prix immobiliers



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Indicateurs de l'activité immobilière, GA en %



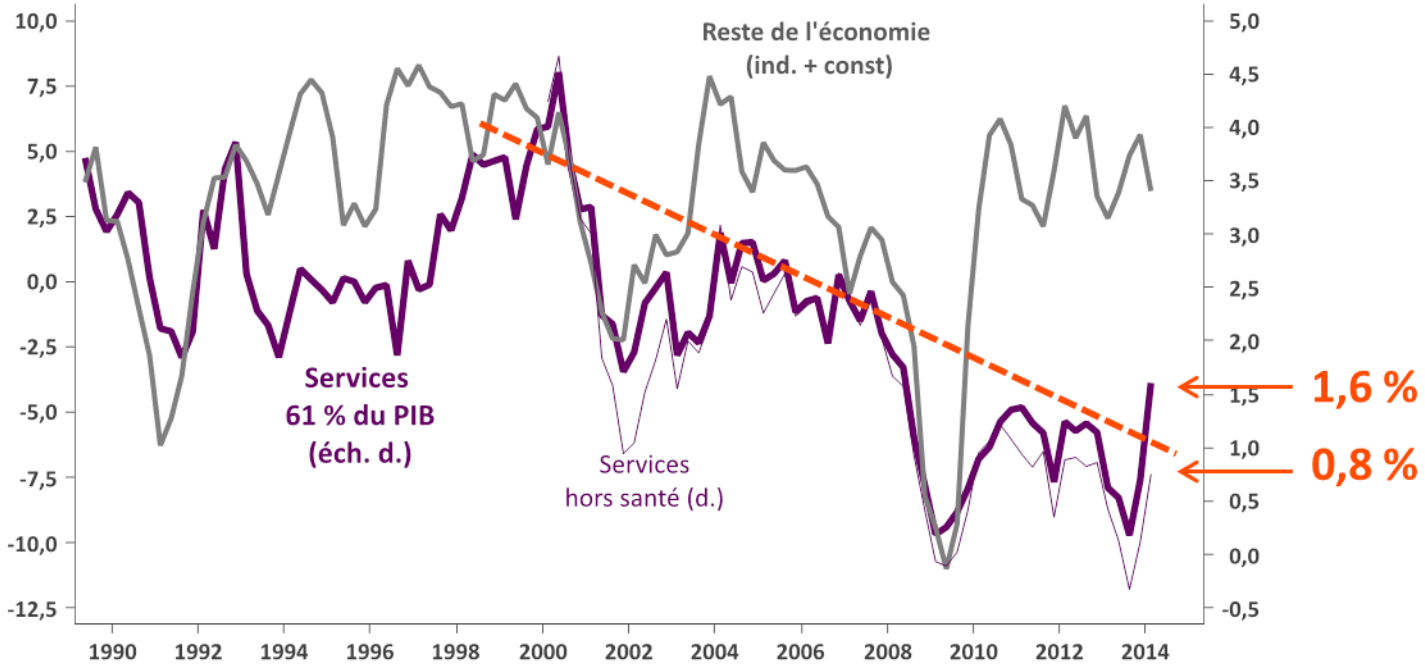
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Érosion de la ressource de croissance dans les services

En déclin depuis plus de dix ans, la croissance du tertiaire ne se remet pas de la crise de 2008. Le rebond du premier trimestre ne s'explique que par celui, ponctuel, des dépenses de santé post réforme Obama.

Croissance du PIB américain par secteur

À prix constants, glissement annuel en %

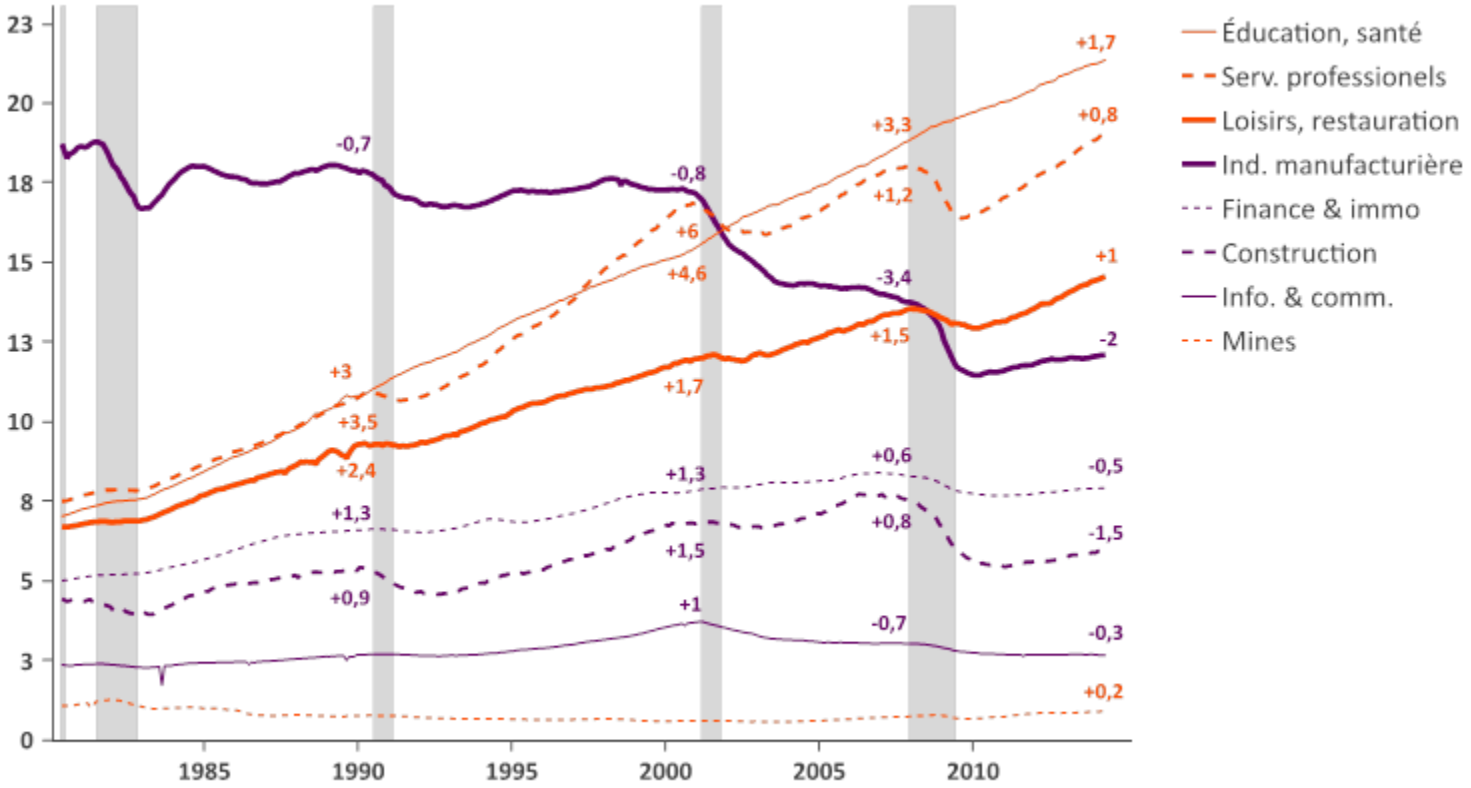


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La dynamique de l'emploi est structurellement entamée

De nombreux secteurs traditionnellement créateurs d'emplois ne jouent plus ce rôle. Le emplois peu qualifiés en pâtissent particulièrement.

Emplois salariés privés et évolutions de pic à pic en millions

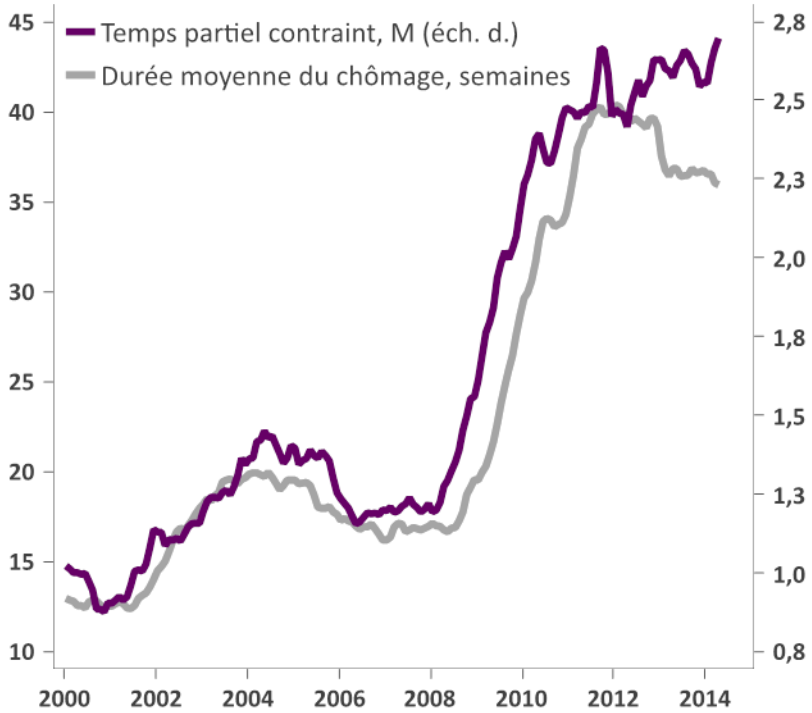


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Pénurie d'emplois, découragement, moindre mobilité entament le potentiel de croissance

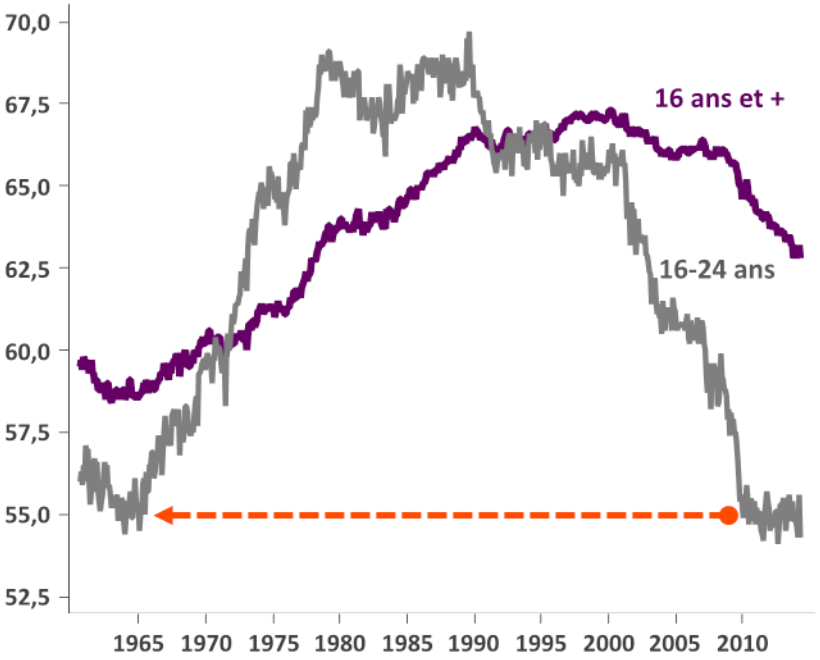
Les emplois à temps partiel contraint se multiplient ; le taux de participation des jeunes s'effondre ; la mobilité des américains ne cesse de baisser (20 % au début des 90s, 11 % en 2013).

Indicateurs du marché de l'emploi



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux de participation de la population en âge de travailler



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

BCE/UEM

Comme prévu, restriction budgétaire, paralysie monétaire et hausse de l'euro mènent à la déflation. La survie de l'UEM nécessitera beaucoup plus… et différemment

Déflation, nous y sommes

1

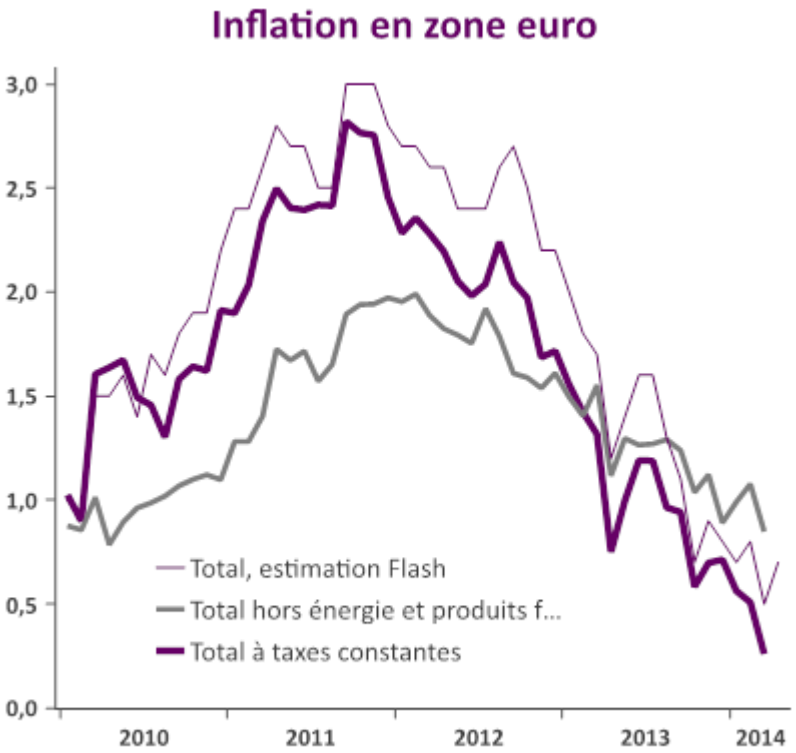
- *L'inflation hors taxe n'est plus qu'à 0,25 % dans l'UEM et négative dans 8 pays*
- *Les prix domestiques et extérieurs sont sous pression*
- *Les anticipations des ménages vacillent*

2

- *La politique budgétaire pro-cyclique est largement responsable*
- *La politique monétaire, de facto pro-cyclique faute d'action, en accentue les effets*

3

- *Inverser la tendance sera difficile :*
  - *Retard chronique d'action de la BCE*
  - *Hausse de l'euro*
  - *Poursuite des ajustements budgétaires*
  - *Environnement mondial*



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

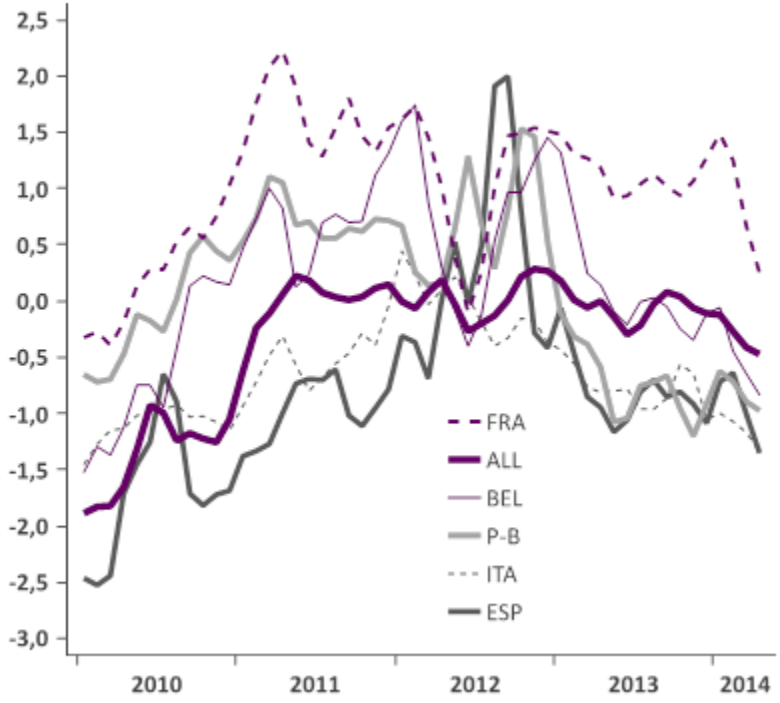
L'Allemagne et les pays du nord de la zone euro suivent dangereusement

Un degré d'intégration trop fort pour permettre des évolutions contrastées. L'activité allemande n'est pas assez soutenue pour transformer le confort monétaire dont elle bénéficie en inflation.

Inflation à taxes constantes

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Opinion des ménages sur l'inflation future



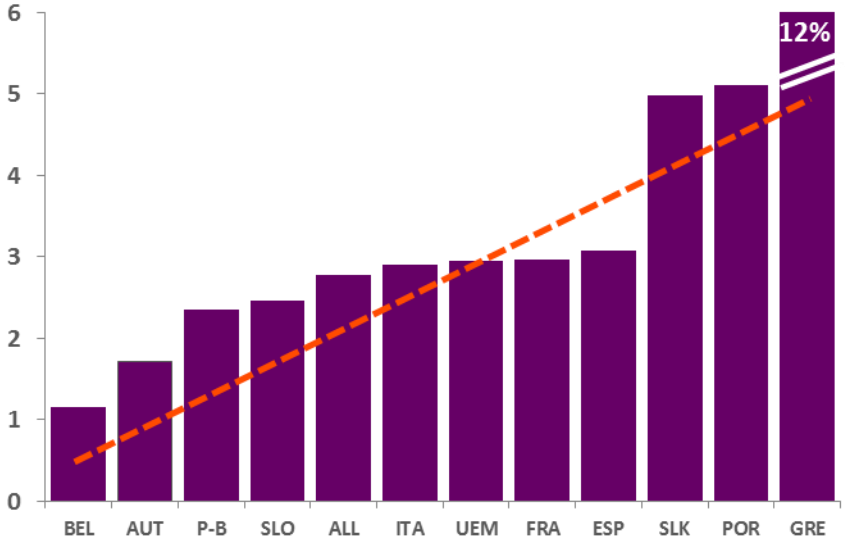
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Cherchez l'erreur….

La politique budgétaire exagérément restrictive est la première cause de déflation. Pour contrer ses effets, il faudrait que l'euro s'effondre…

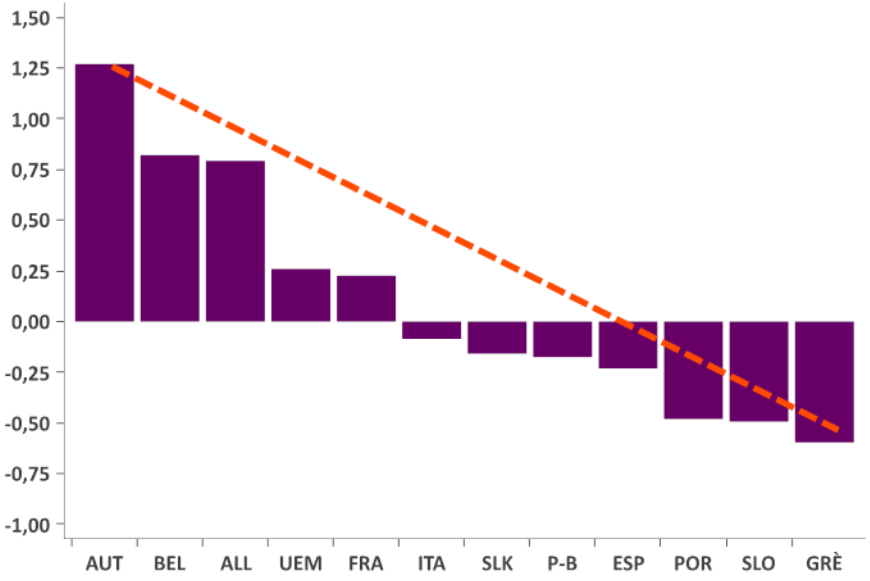
Restriction budgétaire : 2010 à 2013

Variation du solde public primaire structurel en % du PIB



Source : RichesFlores Research, base AMECO

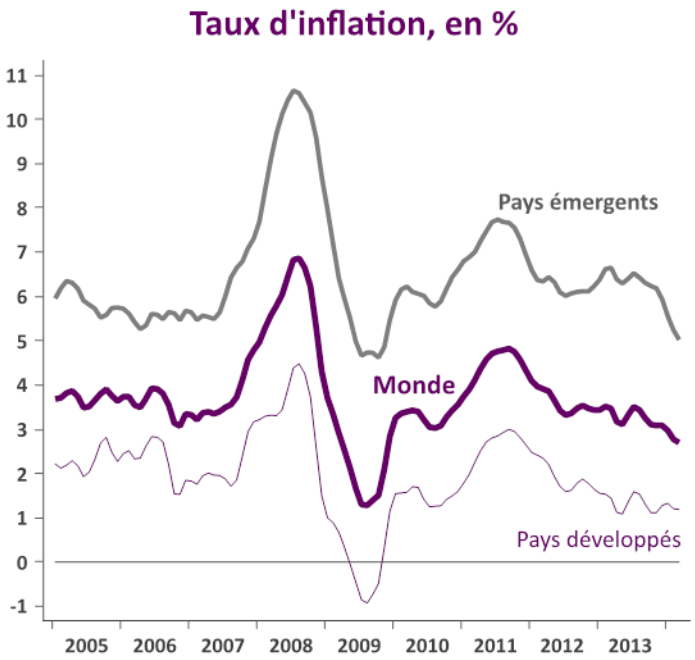
Inflation annuelle à taxes constantes, mars 2014



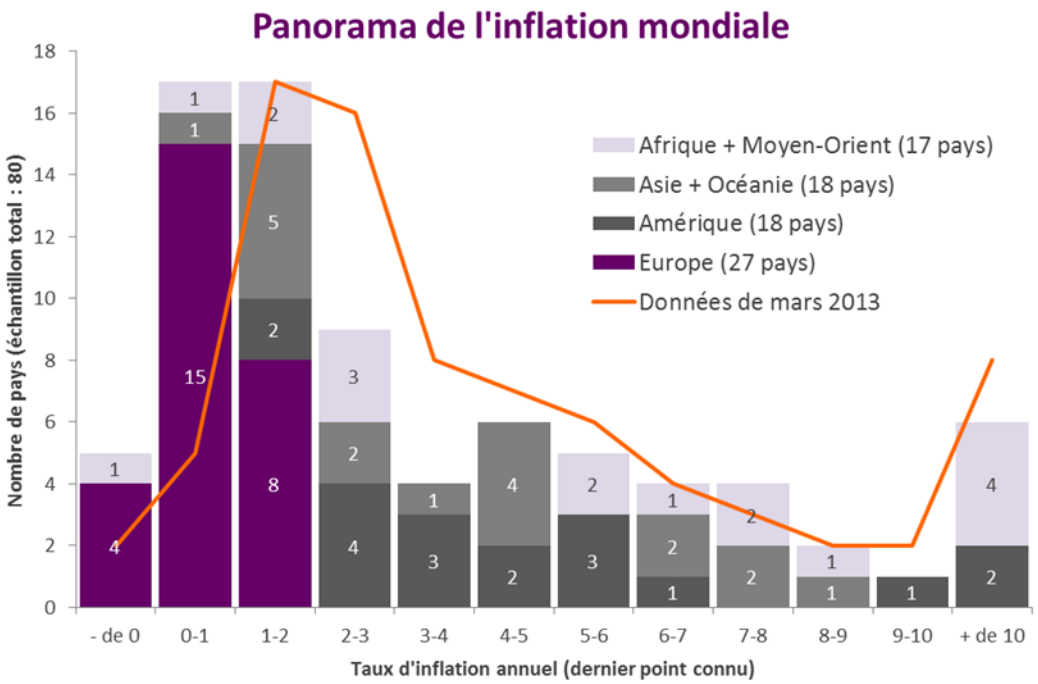
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'environnement mondial n'aide pas

La désinflation gagne du terrain à l'échelle mondiale, à 2,7 % en mars, son plus bas niveau depuis 2009.
39 pays/80 enregistrent une inflation inférieure à 2 % aujourd'hui.



Sources : RichesFlores Research, Macrobond



Sources : RichesFlores Research, FMI, Macrobond

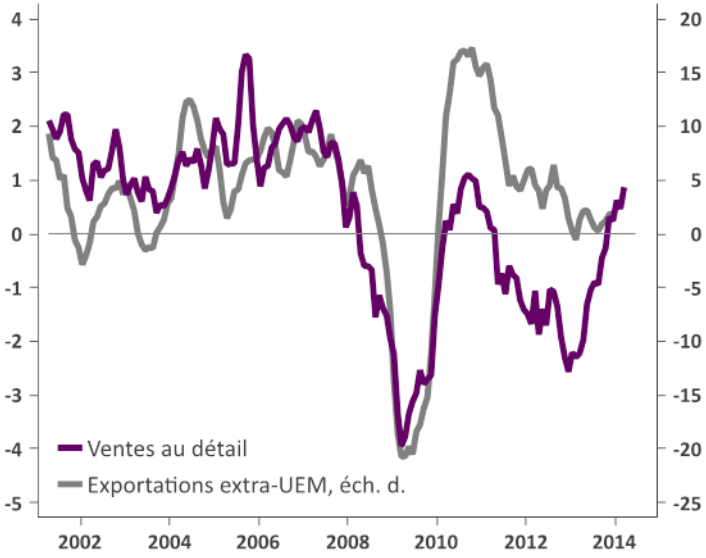
Inflation mondiale : voir détails dans notre dernier moniteur lié

Les indicateurs d'activité ne sont pas assez vigoureux pour contrer le risque de propagation

La reprise, assise sur la demande intérieure, est vulnérable au temps qui passe ; les ressorts domestiques ne pourront être entretenus sans un soutien à l'exportation… mais le climat à l'exportation se détériore.

Ventes au détail et exportations de l'UEM

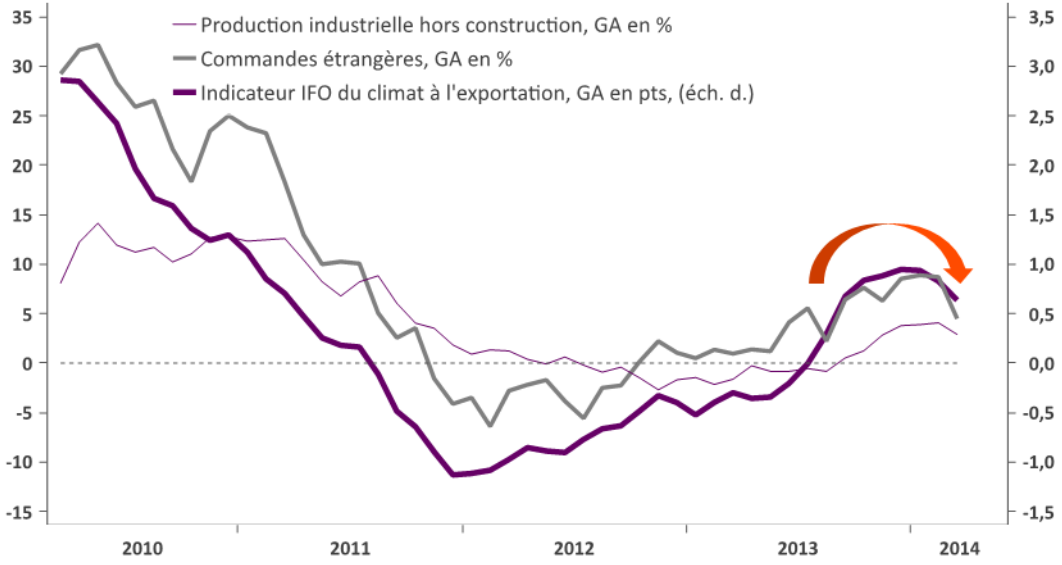
GA en %, volumes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Commandes et climat à l'exportation et production en Allemagne

Variations sur 12 mois, MM2



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La déflation, un poison aux multiples effets

Réduction de la croissance structurelle

ÉROSION DE L'INVESTISSEMENT *par la hausse des taux réels et la réduction de la rentabilité*
REPORT DE DEMANDE *consécutif à l'anticipation de prix plus bas dans le futur*

Entretien de la dette

RENCHERISSEMENT DE LA DETTE *par la hausse des taux réels*
ÉLÉVATION DE LA DETTE *par la baisse de la croissance nominale*
ÉROSION DU CRÉDIT *par la hausse des taux réels et la baisse de la solvabilité des agents*

Appréciation de la devise

RENDEMENT RÉEL ACCRU
POUVOIR D'ACHAT PROTÉGÉ

LA POLITIQUE ACTUELLE EST SANS ISSUE MAIS L'ADMETTRE PRENDRA DU TEMPS

Révolution scientifique et technologique

Les progrès sont inédits et d'une nécessité absolue mais leur application requiert du temps

Innovation : un temps pour tout

- **Innovations : une absolue nécessité pour dépasser les limites physiques du développement planétaire et contourner la raréfaction des ressources**
  - Énergie/Eau/Espace
  - Terre/Agriculture/Alimentation
  - Main d'œuvre
- **Les progrès sont fulgurants, la mise en application reste à faire, les non-réponses sont encore nombreuses**
  - Des nano technologies aux biosciences, les avancées sont le plus souvent spectaculaires
  - Mais de la découverte à son usage le temps peut-être long : résistance au changement des modes de vie, des processus de production, désarroi des politiques…
- **Le temps du cycle de l'innovation n'est pas celui de la conjoncture**
  - Le cycle présent ne bénéficie pas de ces progrès
  - La productivité ne décolle pas, l'investissement non plus, la croissance des profits s'étiole. Comment le cycle peut-il se prolonger ?

Un impératif pour dépasser les limites physiques du développement planétaire

Diapositive extraite de la présentation « *Pays émergents, en quoi la situation a-t-elle changé?* » du 2/12/12
Disponible sur www.richesflores.com

Explosion des besoins : quelques ordres de grandeur

Parc automobile mondial

2010: 1M

2030: 2 M

= production de véhicules X 3 correspondant à une hausse annuelle moyenne de 5,5%

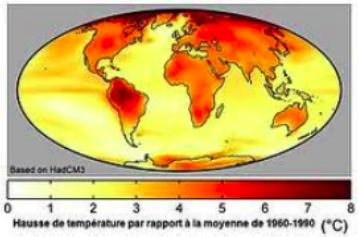
= production des intrants (métaux divers, textiles…) X 3

Consommation énergétique mondiale

2010: 12 Tep

2030: 25 Tep

La consommation d'énergie /tête des pays émergents, 1/5ème de celle des pays développés aujourd'hui serait multipliée par 3, voire 4 dans scénario haut (convergence vers la Corée)



2010

X 2,5/3

Les changements de mode de consommation alimentaire qui accompagnent l'élévation du niveau de vie favorisent la consommation de protéines d'origine animale…qui elle-même ont besoin de grandes quantités de céréales

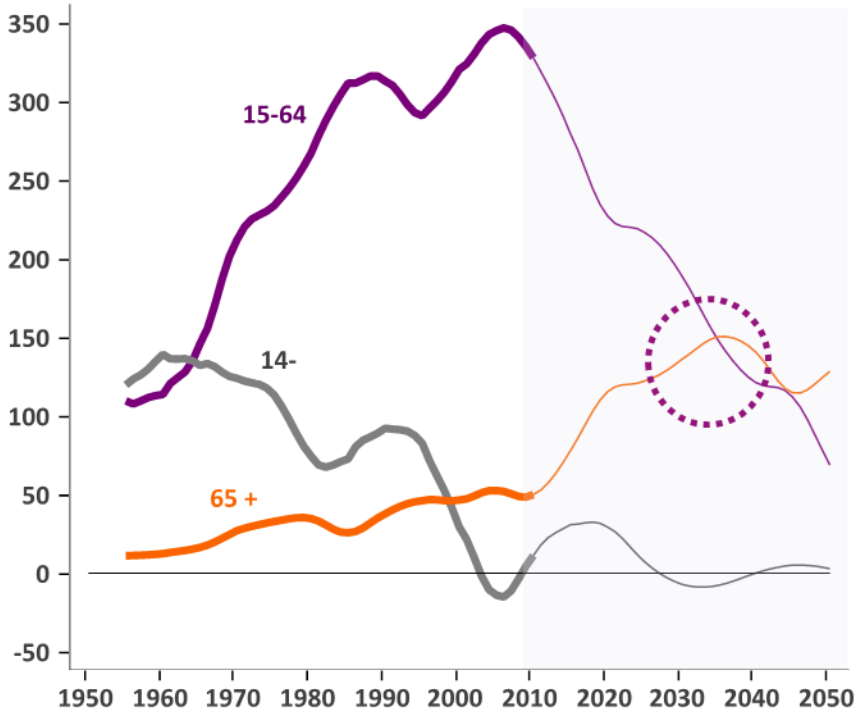
RICHES FLORES RESEARCH
GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

« Pays émergents : en quoi la situation a-t-elle changé ? », décembre 2012 17

Un impératif pour substituer de la productivité à une main d'œuvre en voie de raréfaction

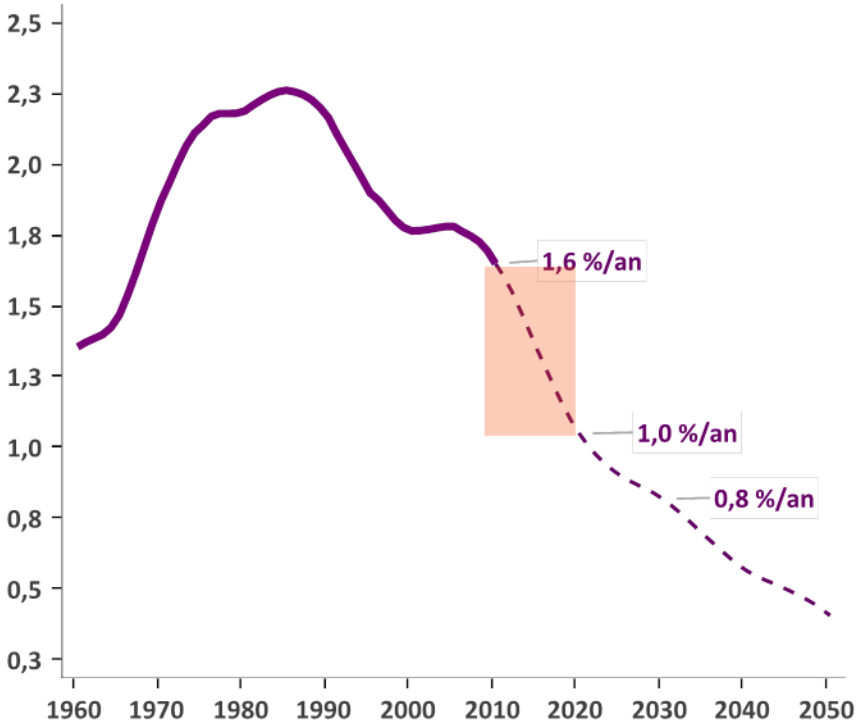
Croissance de la population mondiale par classes d'âge

Croissance sur 5 ans, en millions



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

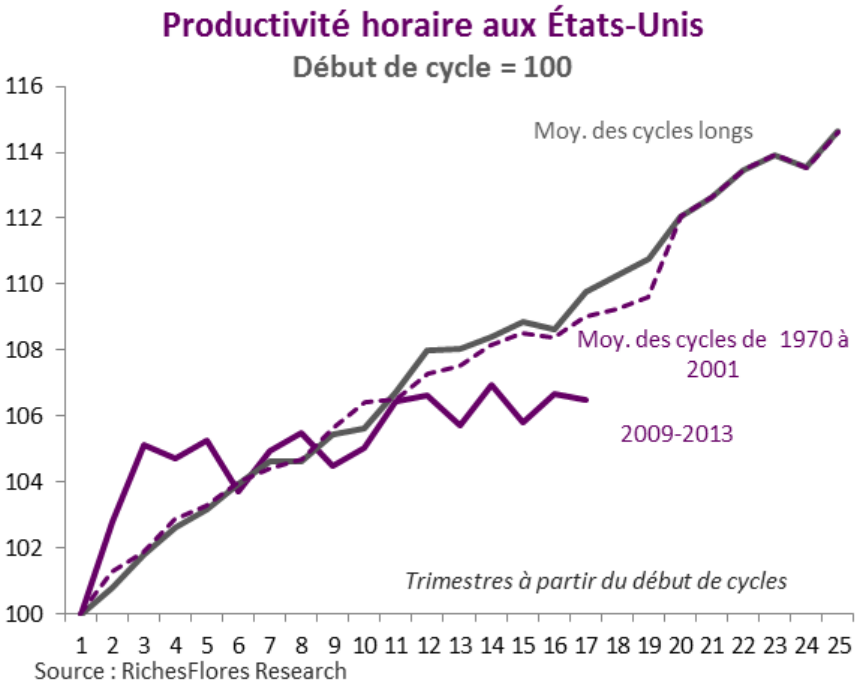
Taux de croissance annuel moyen de la population mondiale en âge de travailler lissé sur 10 ans

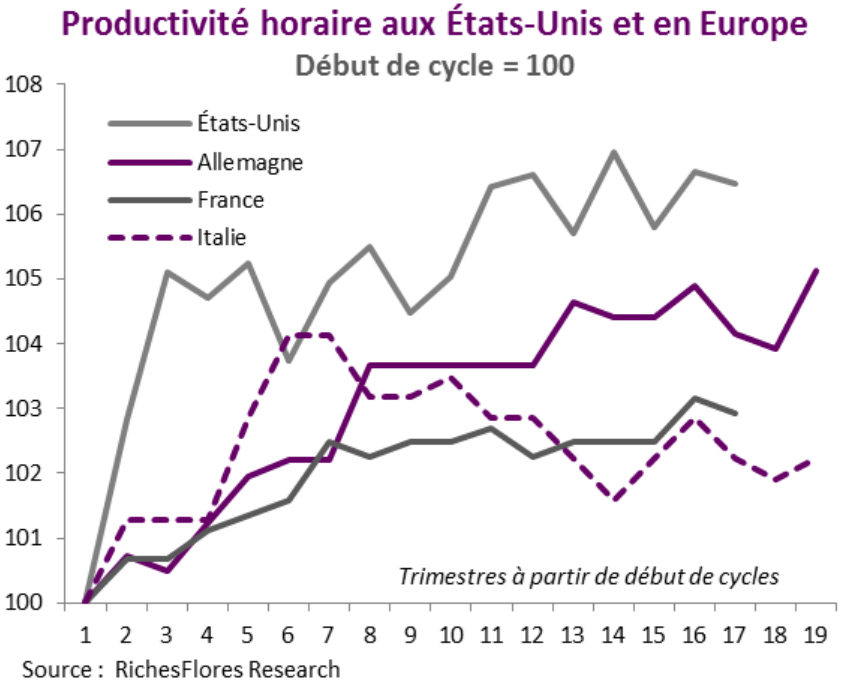


Sources : RichesFlores Research, ONU, Macrobond

Les retombées sont, pour l'instant, absentes

Le cycle présent se caractérise par une inertie inhabituelle des gains de productivité dans les pays développés et une chute de ceux-ci dans les principaux pays émergents.

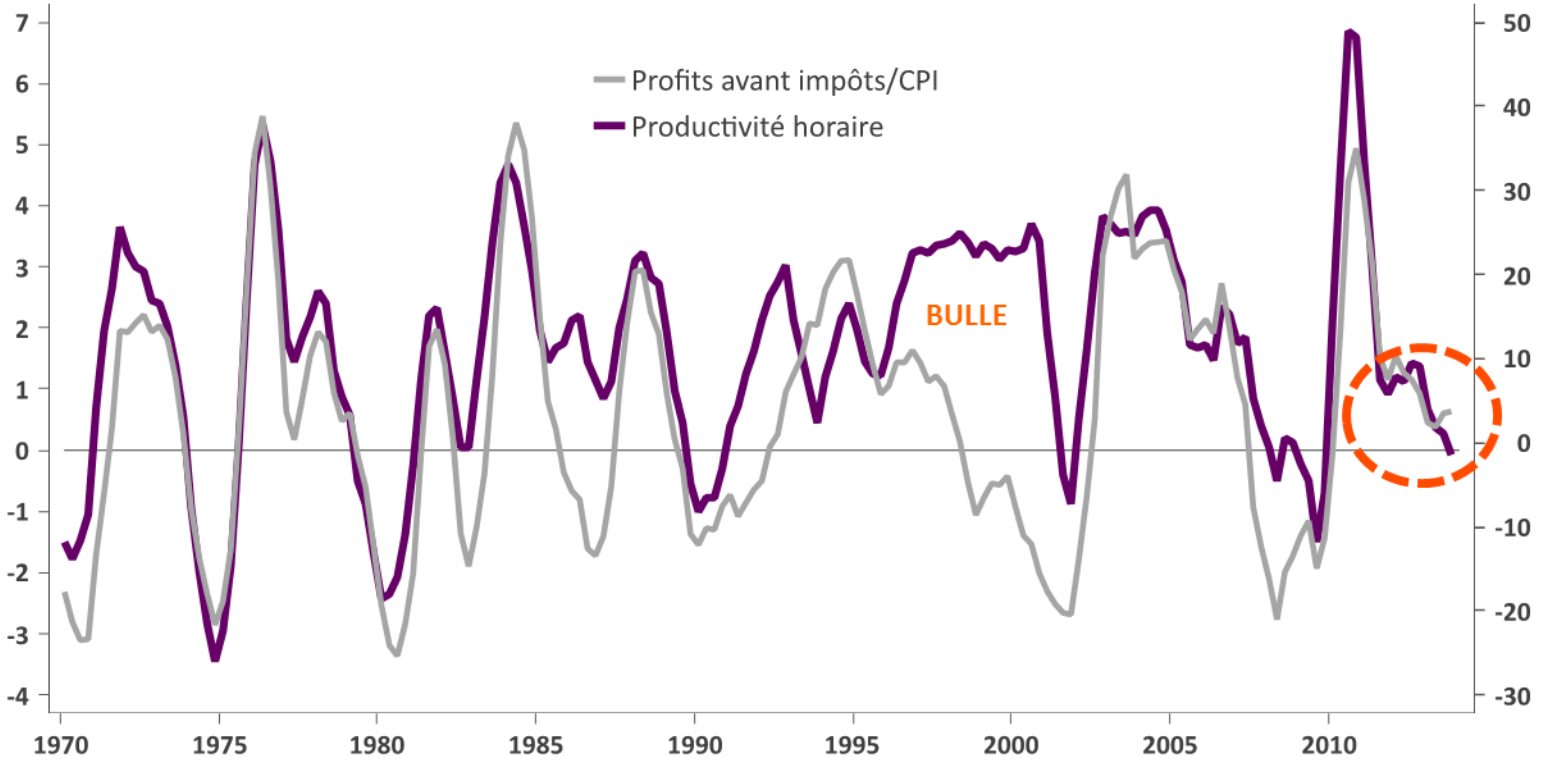




Faible croissance de la productivité = faible croissance des profits

Productivité horaire et profits réels des sociétés américaines

GA en %, MM2

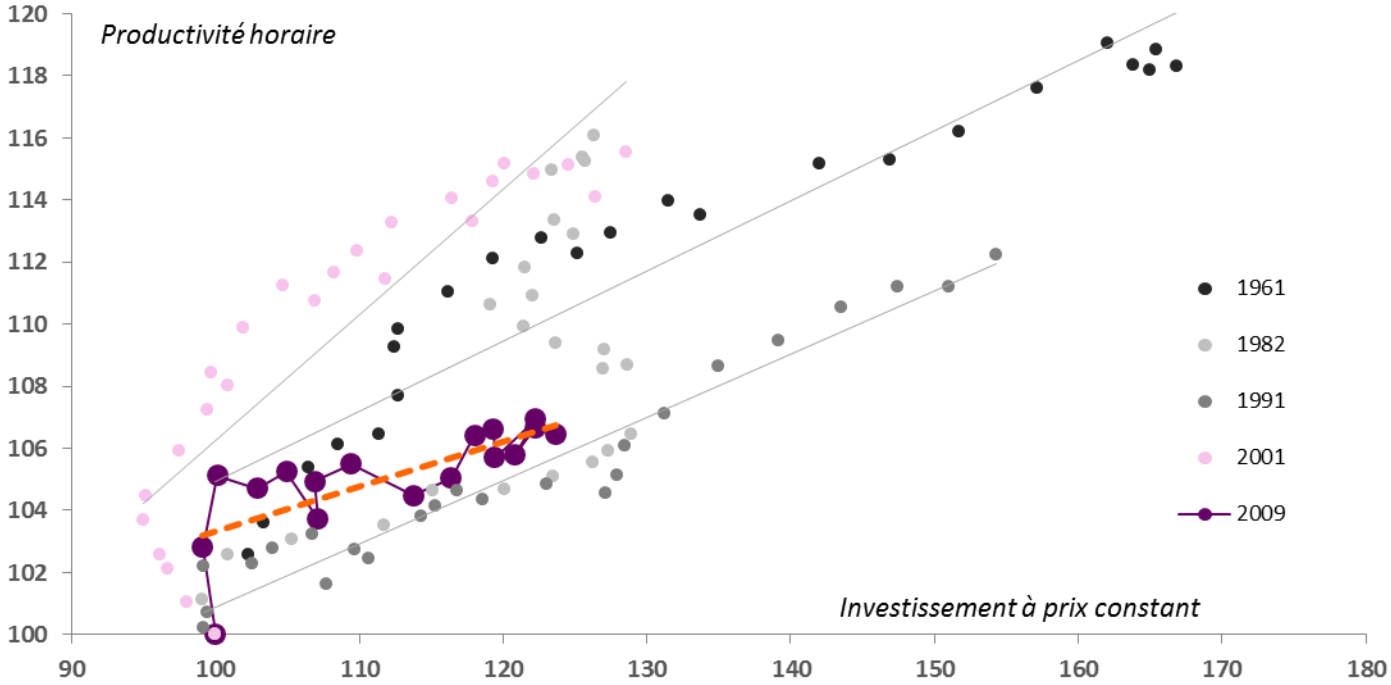


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Faiblesse chronique de l'investissement = raccourcissement du cycle

Faiblesse des gains de productivité et de la croissance des profits empêchent l'entretien de l'investissement nécessaire au prolongement du cycle.

Productivité et investissement au cours des différents cycles de croissance américains



Source : RichesFlores Research

Émergents

De source de croissance à source d'instabilité

Chine : plus qu'un accident de parcours

Sévère ralentissement

Les indicateurs sont tous préoccupants

- Sur le front extérieur (anémie des exportations, stagnation, au mieux, des importations)
- Sur le plan domestique : la consommation commence à fléchir, l'investissement privé piétine

Forte diffusion internationale

La diffusion du choc chinois est rapide

- En Asie et dans les autres pays émergents
- À l'égard des autres pays exportateurs de produits manufacturés et produits de base industriels
- Sur les prix des matières premières et l'inflation mondiale

Difficile sortie

Transition industrielle, vieillissement, désendettement… les freins à la croissance structurelle sont multiples

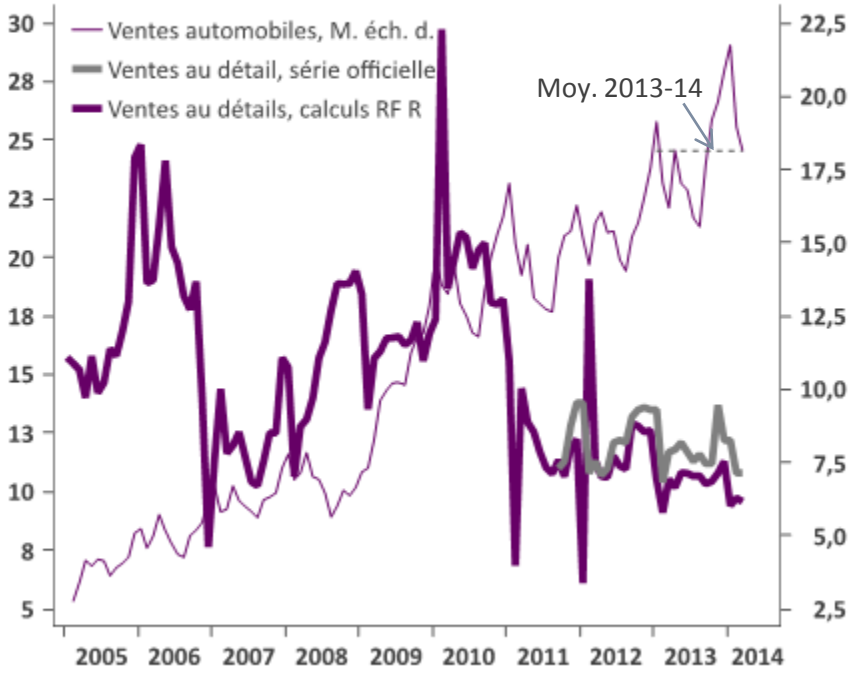
La croissance ne peut pas reposer que sur les sources domestiques

La Chine a-t-elle une autre issue que son taux de change ?

La situation s'enlise

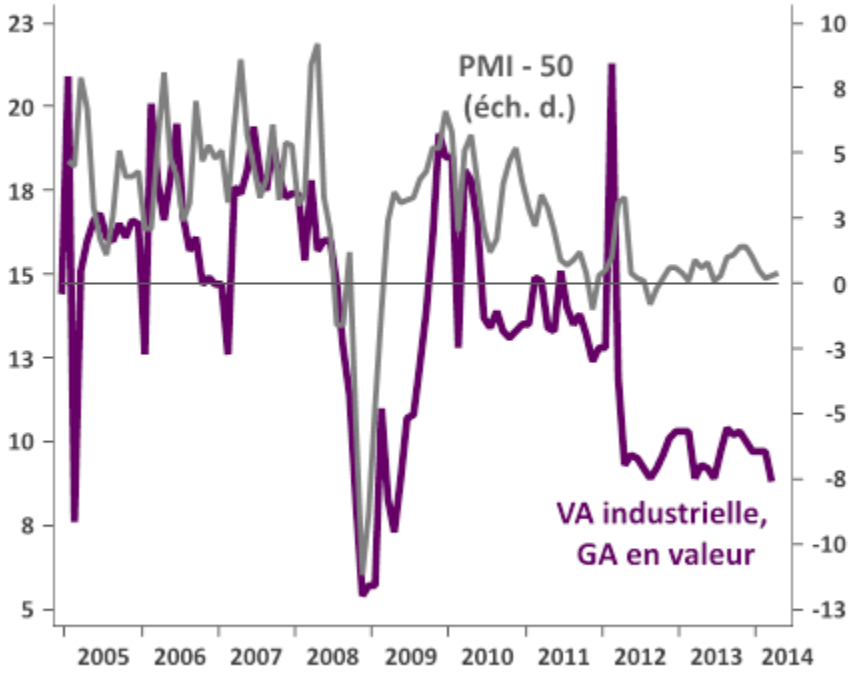
Croissance des ventes au détail et de la production industrielle au plus bas.
Les ventes automobiles fluctuent autour de leur moyenne récente.

Croissance annuelle des ventes au détail et immatriculations automobiles, volumes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

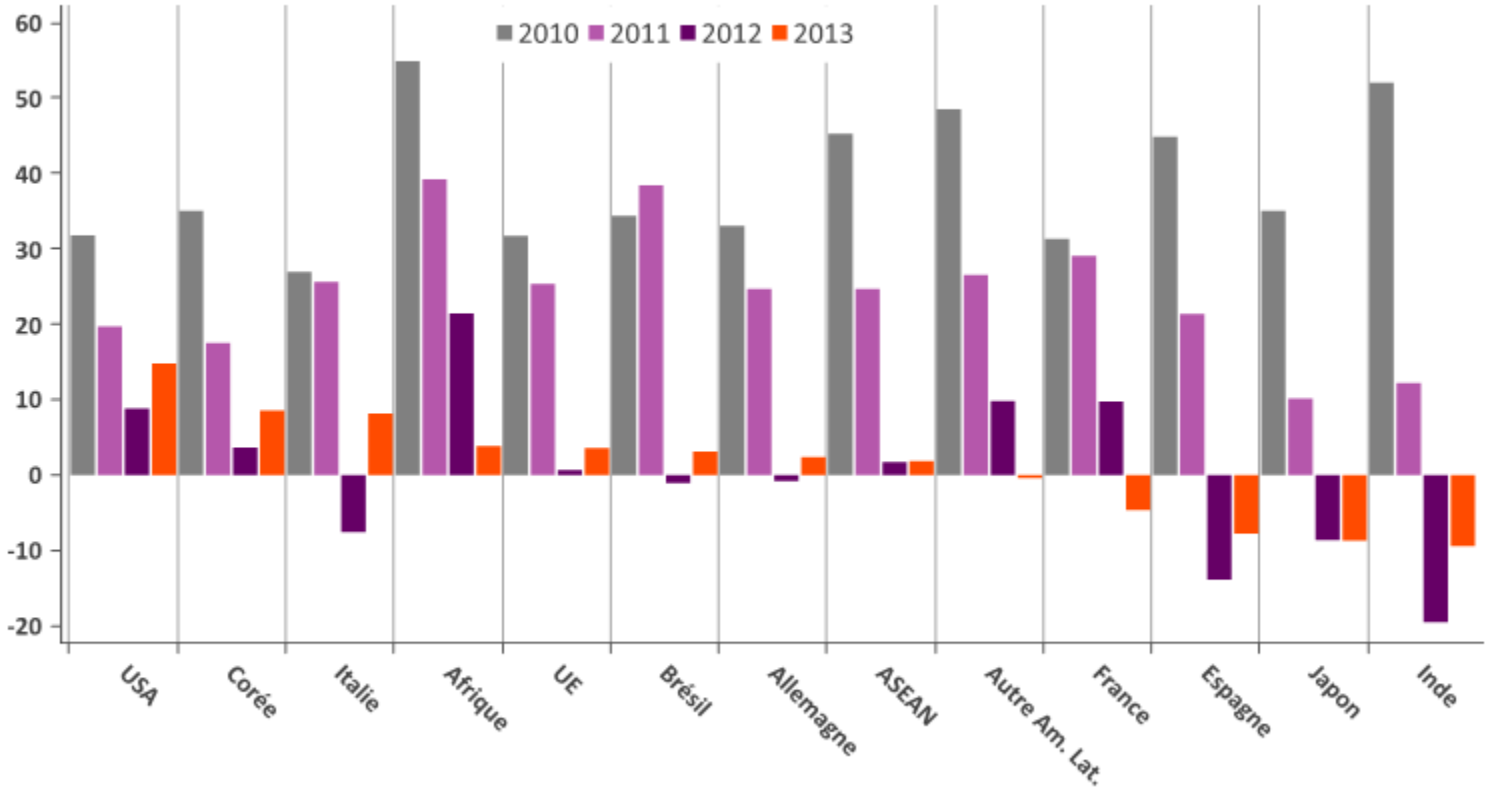
Production industrielle et indice PMI en Chine



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

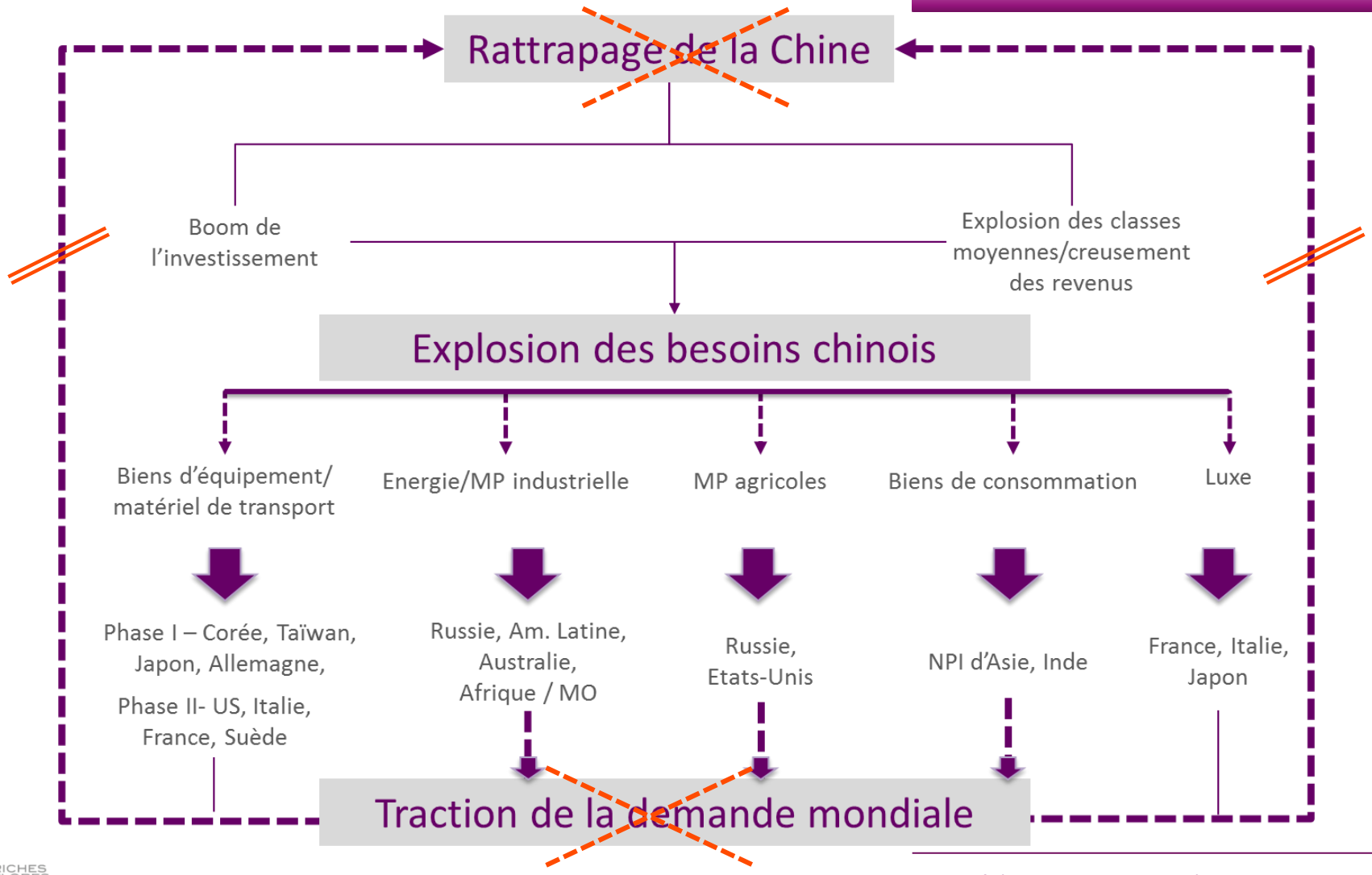
Les débouchés chinois, moteur de la reprise de 2010-2011, confisqués depuis 2012

Croissance des importations chinoises par provenance de 2010 à 2013, %



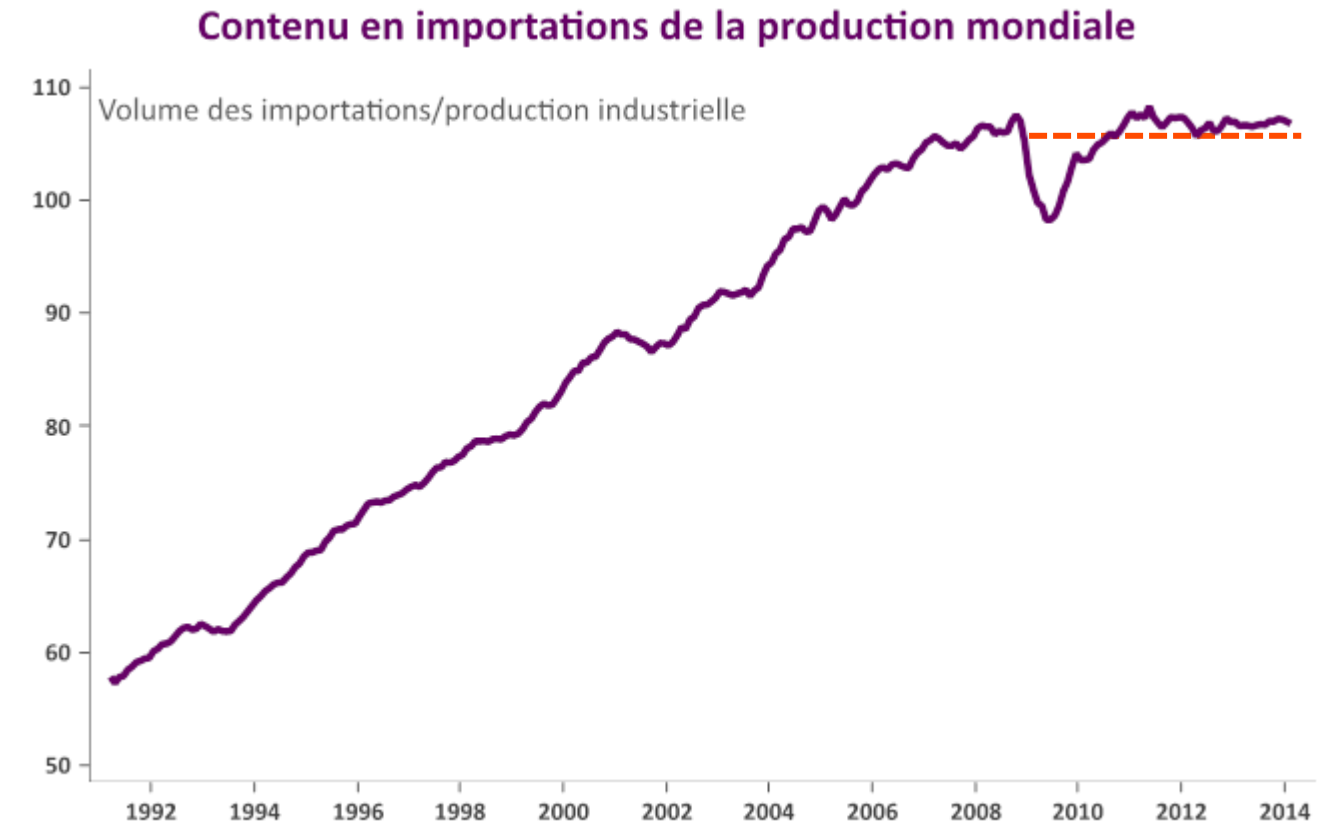
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

La mécanique se bloque pour le reste du monde et, en retour, pour la Chine elle-même



La léthargie du commerce mondial, nœud de la rupture avec l'avant crise

… Le prix de la réduction des déséquilibres des balances courantes



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

- Perte de potentiel de croissance mondiale
- Perte de dynamique et d'effets d'entraînement
- Tensions commerciales
- Bataille des changes
- Incitation aux M&A, un temps…

Après les États-Unis, le Japon, et la Chine… les politiques de changes en ordre de bataille

La dévaluation du yuan n'est pas une option pour la Chine mais comment imaginer l'absence de diffusion régionale et au-delà ?

Taux de change du yuan contre dollar

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Dépréciation du RNB

- Nécessaire pour compenser les pertes de compétitivité
- Peu de freins domestiques à ce stade (inflation absente)

- **Le mouvement peut se poursuivre**
- Pertes de compétitivité du reste de l'Asie et **risque de change accru dans la région**

- **Le Japon renoue avec une politique plus agressive d'ici peu**

Fin du QE : les illusions retombent

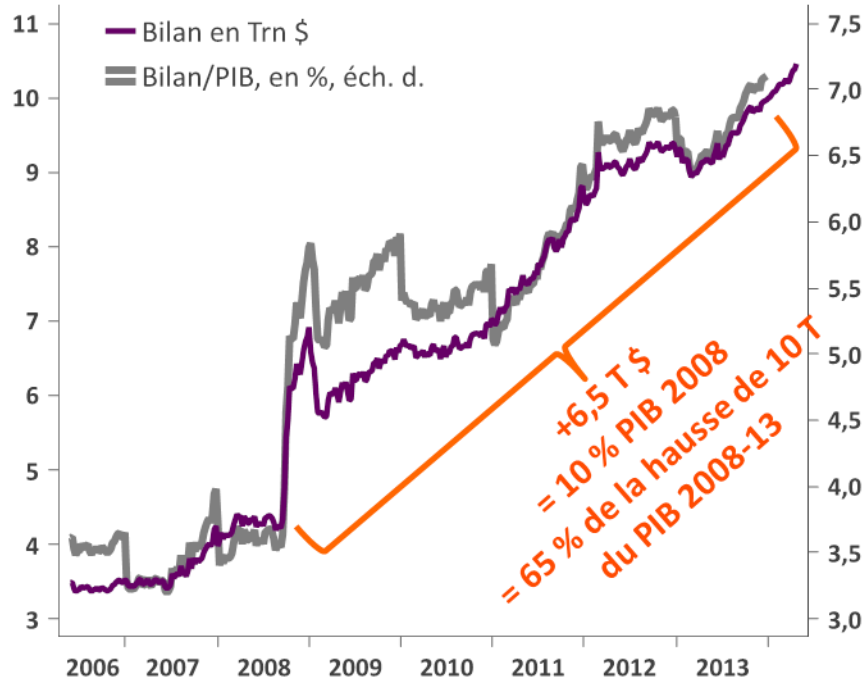
Le temps est venu d'être plus regardant sur les actifs à risque

Bilan des « Big 4 » : + 6,5 T $ depuis 2008, soit de 65 % de la croissance du PIB mondial

Peut-on continuer ? Peut-on faire sans ?

Bilan des 4 BC et PIB mondial

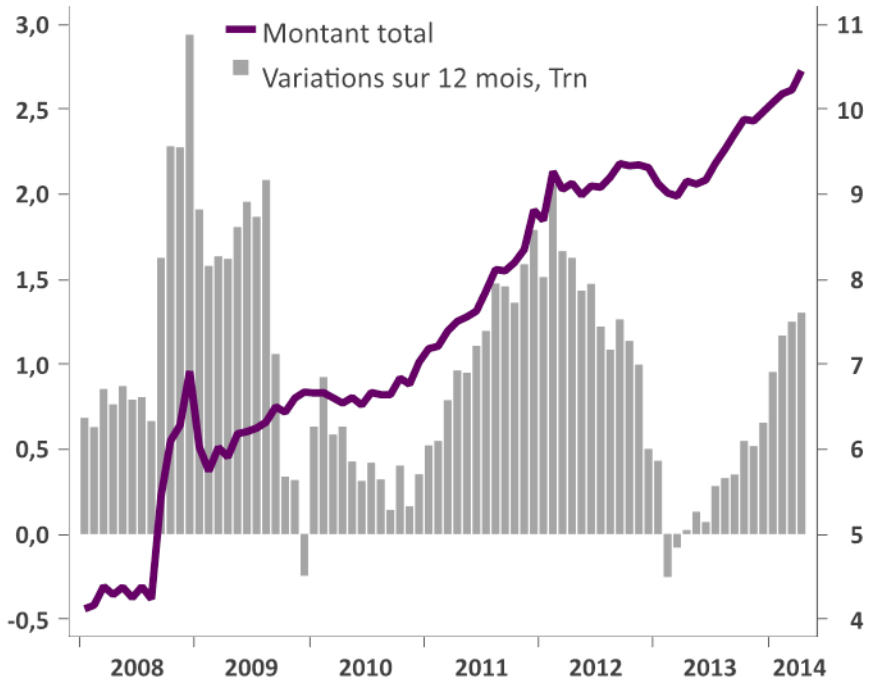
Trn $ et %



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Bilan agrégé des quatre principales BC

En Trn USD

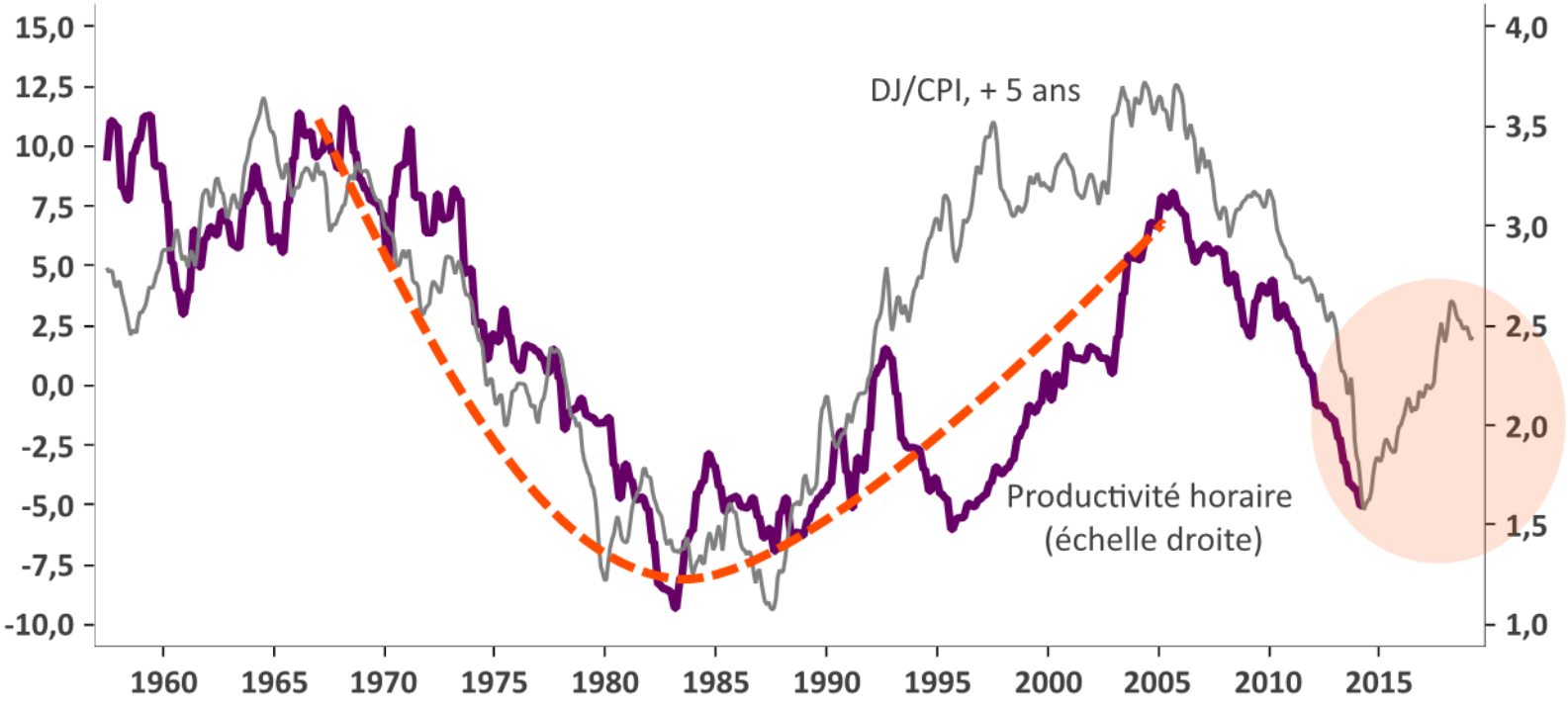


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le risque d'avoir surpayé les espoirs de productivité semble élevé

Cycle de long-terme de la productivité américaine et performance réelle du Dow Jones

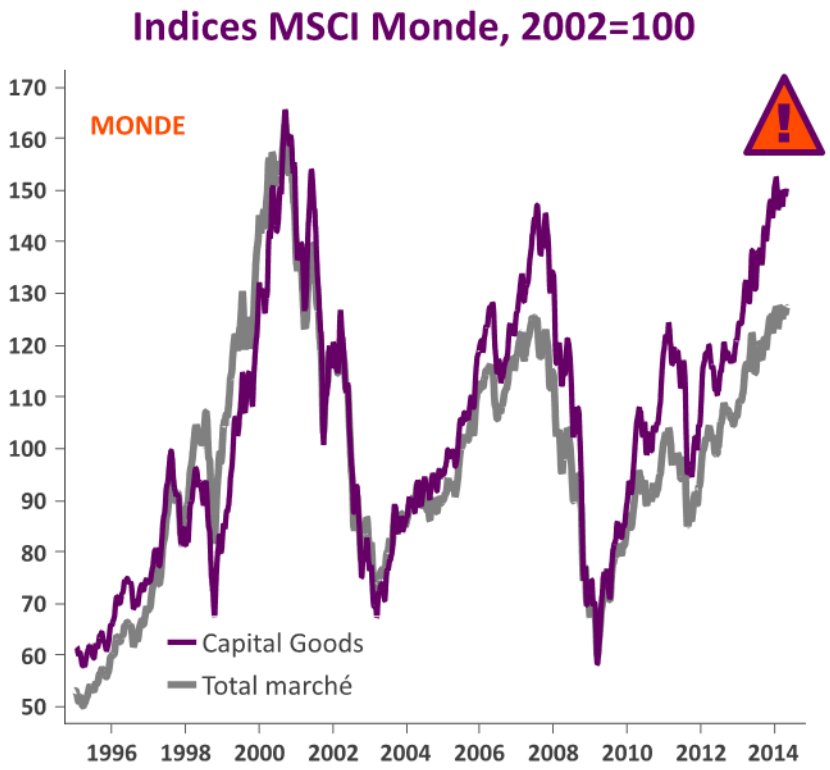
Taux de croissance annuel moyen sur 10 ans, en %, MM2



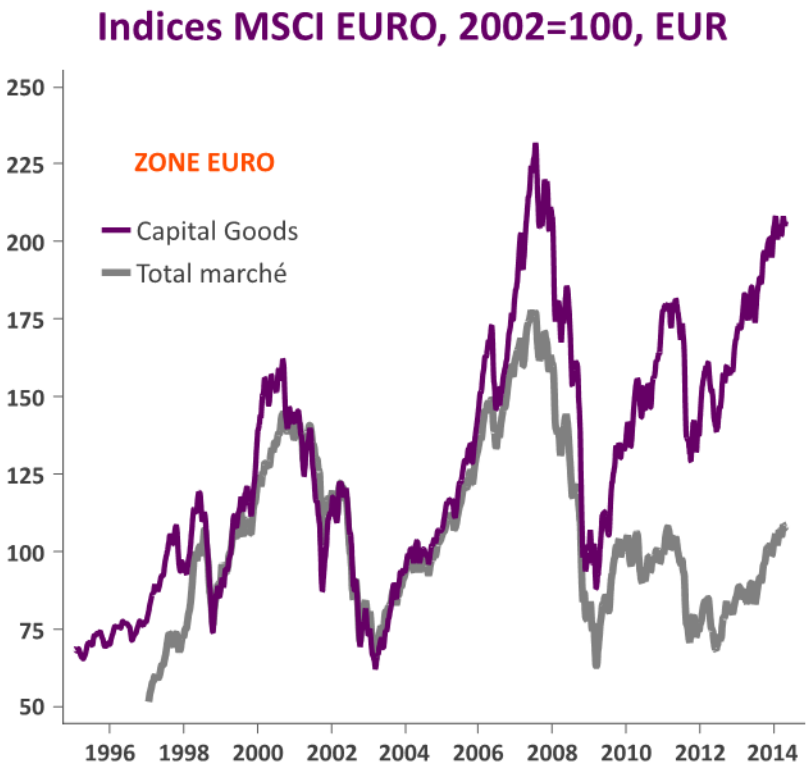
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Tout comme l'est celui d'avoir surpayé l'anticipation d'un cycle long

Reconsidération du positionnement relatif des valeurs industrielles



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

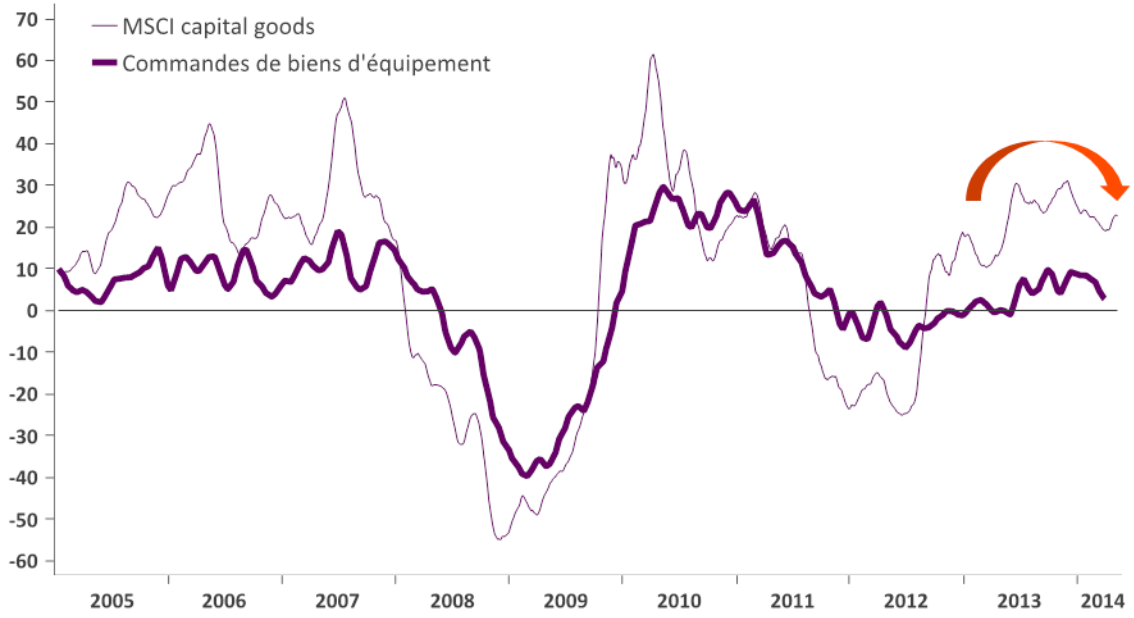


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Le marché allemand sous un autre œil

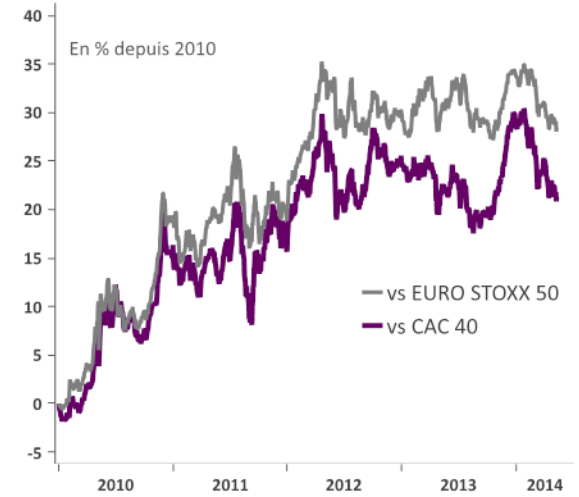
Le marché allemand a été le grand bénéficiaire des espoirs en provenance des pays émergents depuis le milieu des années 2000. Il est de facto le plus exposé à un changement d'anticipations structurelles.

MSCI EUR capital goods et commandes allemandes de biens d'équipement, GA en %



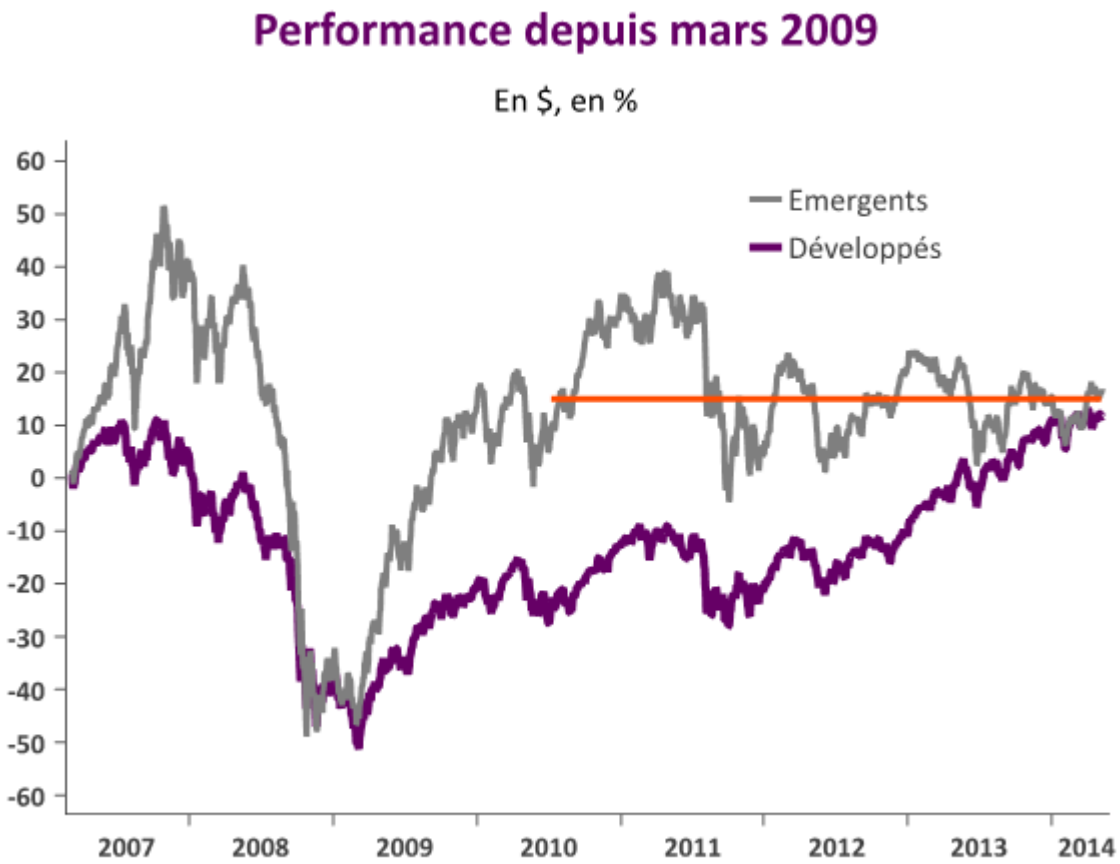
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Performance relative du DAX



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Émergents : un équilibre instable, menacé par un environnement tiraillé de toutes parts



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Performance depuis mars 2009

USA : + 189 %
UK : + 148 %
EMU : + 107 %
Japon : + 60 %

HK : + 138 %
Corée : + 125 %
Chine : + 72 %
Brésil : + 52 %

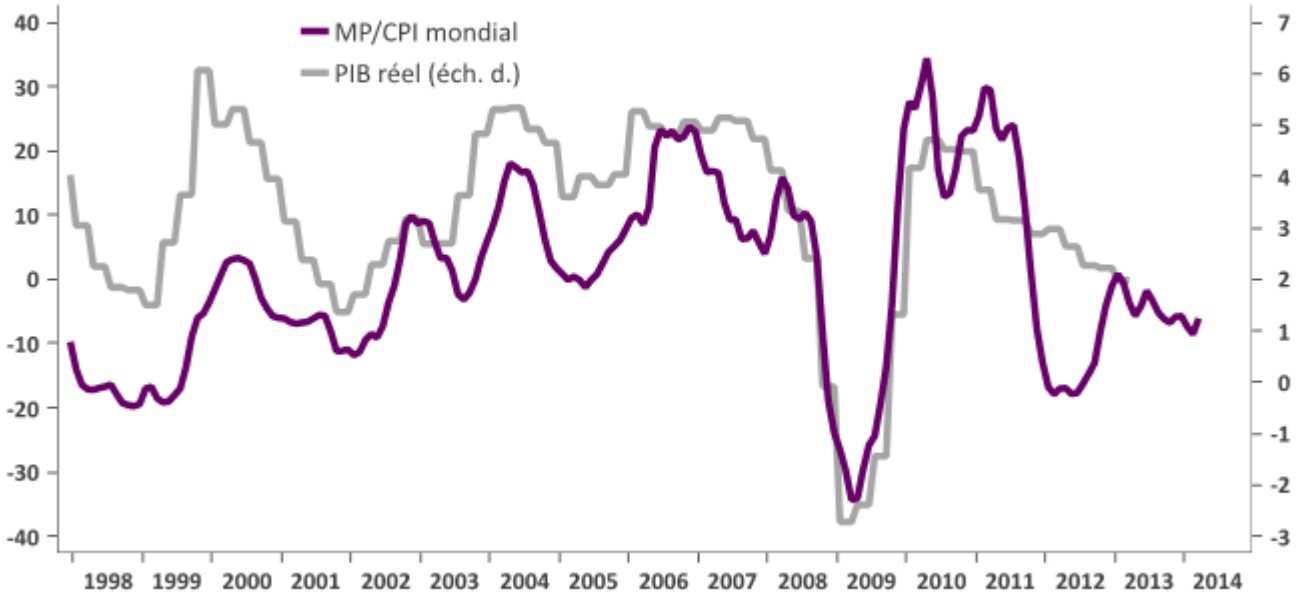
China oversea : + 292 %
Frontier mk: + 138 %

Matières premières, le temps n'est pas venu d'une récupération

Perturbations croissantes mais pas d'argument fondamental pour justifier une hausse des cours. L'environnement plus incertain et le repli des taux longs forment un ensemble moins défavorable aux métaux précieux.

Prix réels des matières premières hors énergie et PIB Mondial

Données FMI en GA en %



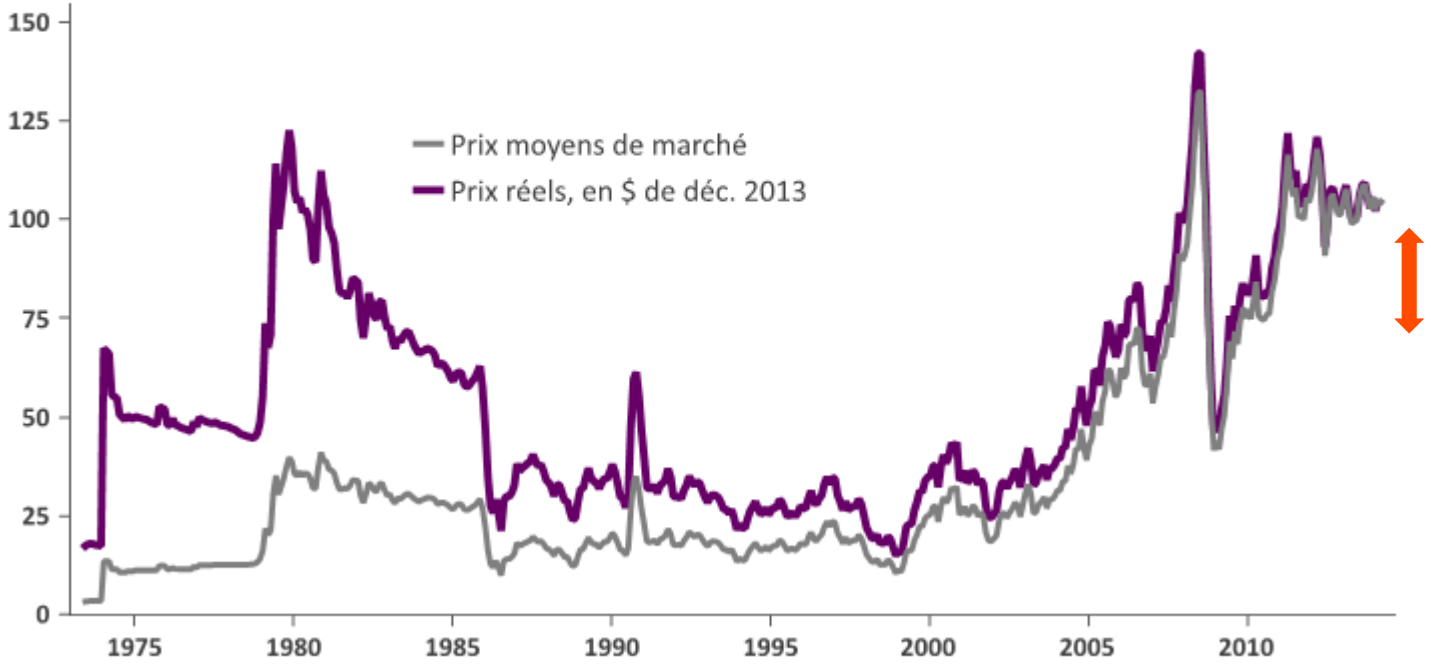
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Pétrole, révision des attentes

Les révisions à la baisse des anticipations du consensus l'emportent sur la prime de risque géopolitique. Les prix devraient refluer.

Prix du pétrole, cours moyens du Brent, WTI, Dubai

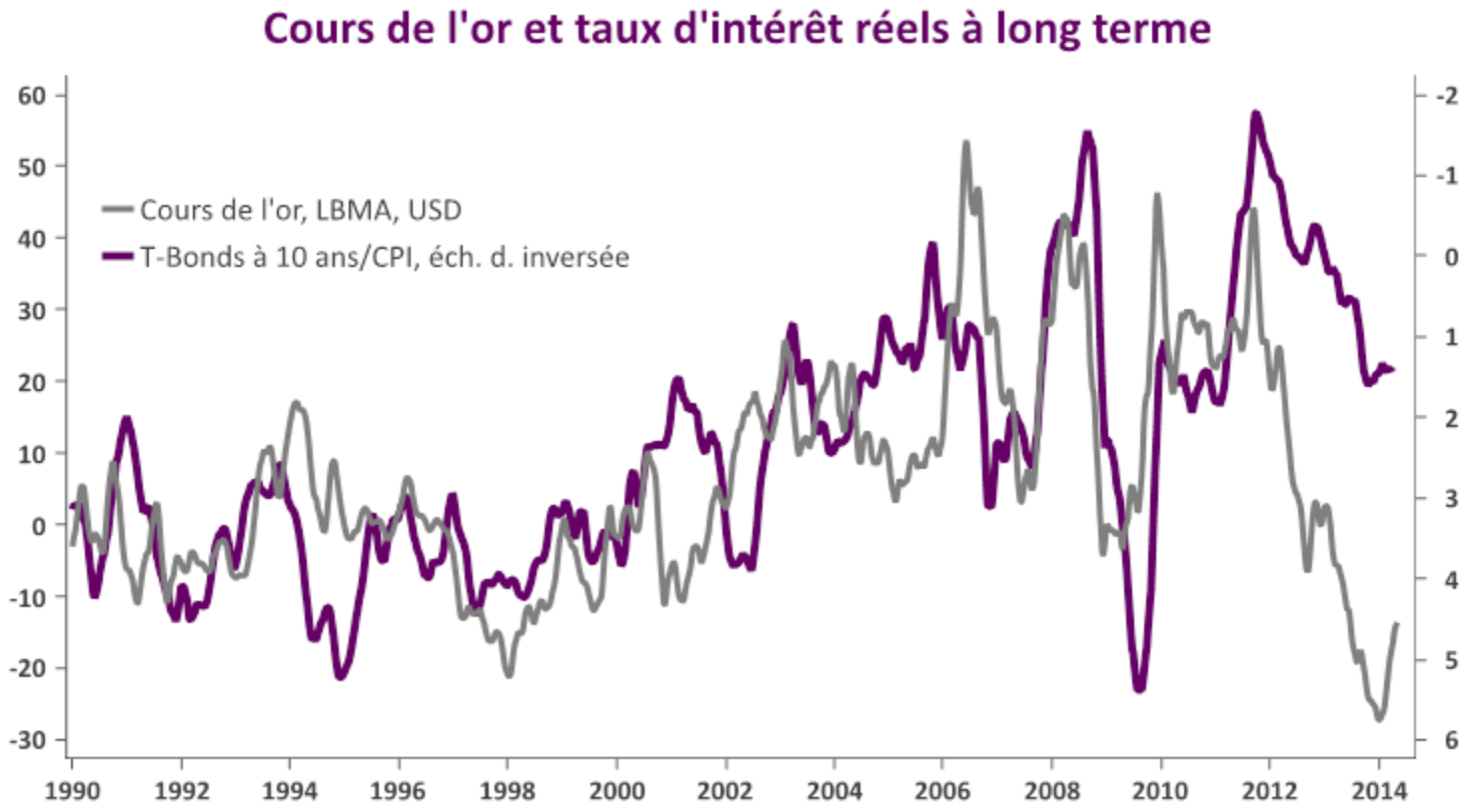
En $/baril



Notre objectif **2015 : 90 $** contre 104 $ en mars, mais la zone de risque est plus large pouvant descendre jusqu'à 75 $/b

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les cours de l'or se raffermissent mais restent soumis au risque de hausse des taux réels



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Vers un nouveau rallye obligataire

La situation économique mondiale est trop fragile pour faire face à un arrêt du QE de la Fed, les taux à LT refluent

QE : le surdosage contraint à réduire le traitement avant l'heure

- **Fin 2012 : la Fed en fait trop**
  - Des injections moitié inférieures aux 85 Mds/m auraient pu suffire à prévenir l'embrasement ; elles auraient eu moins d'effets spéculatifs et auraient pu contraindre la BCE à agir plus tôt.
- **Début 2014 : la Fed recule de manière trop précipitée**
  - Le QE, trop largement favorable aux marchés et insuffisamment à l'emploi, est de plus en plus décrié.
  - La Fed ne peut continuer à injecter des montants aussi élevés indéfiniment.
  - Mais la situation économique n'a pas fondamentalement changé… La Fed perd en crédibilité, les marchés ne la suivent pas, les taux longs se replient, le dollar suit.
- **Les autres BC prennent le relai, tardivement : BoJ, BoC, BCE…**
  - Trop tardives, les initiatives sur les liquidités ne paient plus.
  - Le report se fait sur les politiques de changes.

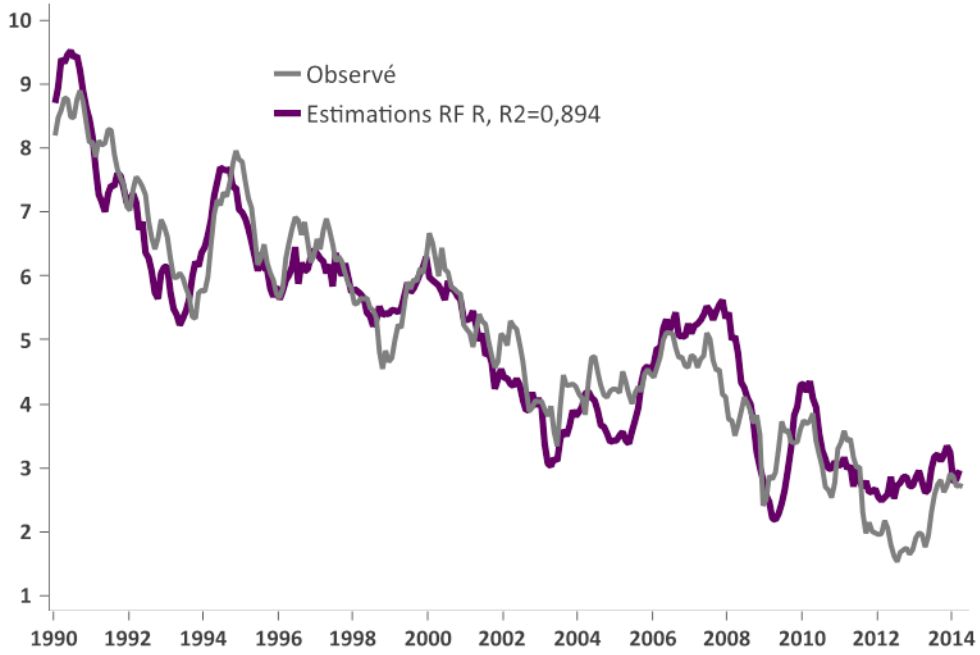
Scénario privilégié pour les US

	Probabilité
• **La croissance américaine reste inférieure aux attentes (rebond >3 % au T2, puis instabilité autour de 2 % r.a.)……**	**65 %**
• **La Fed ne va pas jusqu'au terme de son exercice de tapering. Idéalement, elle continue à intervenir à hauteur de 25/35 M $ à partir de l'automne……**	**51 %**
• **Les taux longs US rebaissent, quoi qu'il en soit**	
➢ le 10 ans recasse le niveau de 2,50 %……	**75 %**
➢ puis celui de 2.25 % début 2015……	**55 %**

Les taux à 10 américains refluent sous les 2,50 %

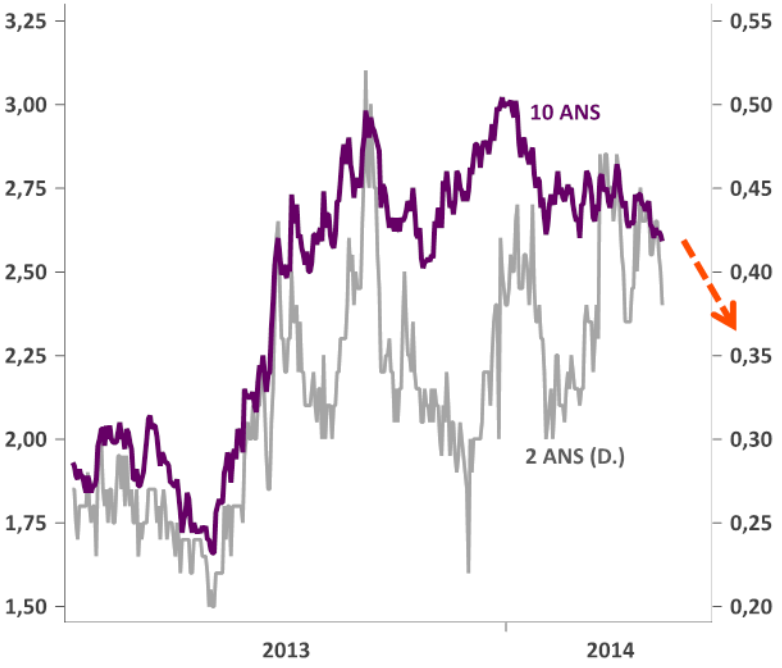
Les taux à 10 ans américains sont correctement valorisés, ils devraient donc rebaisser avec l'évacuation es perspectives de hausse des taux directeurs (reflux des 2 ans).

T-Bonds à 10 ans observés et estimés



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Taux des emprunts d'État

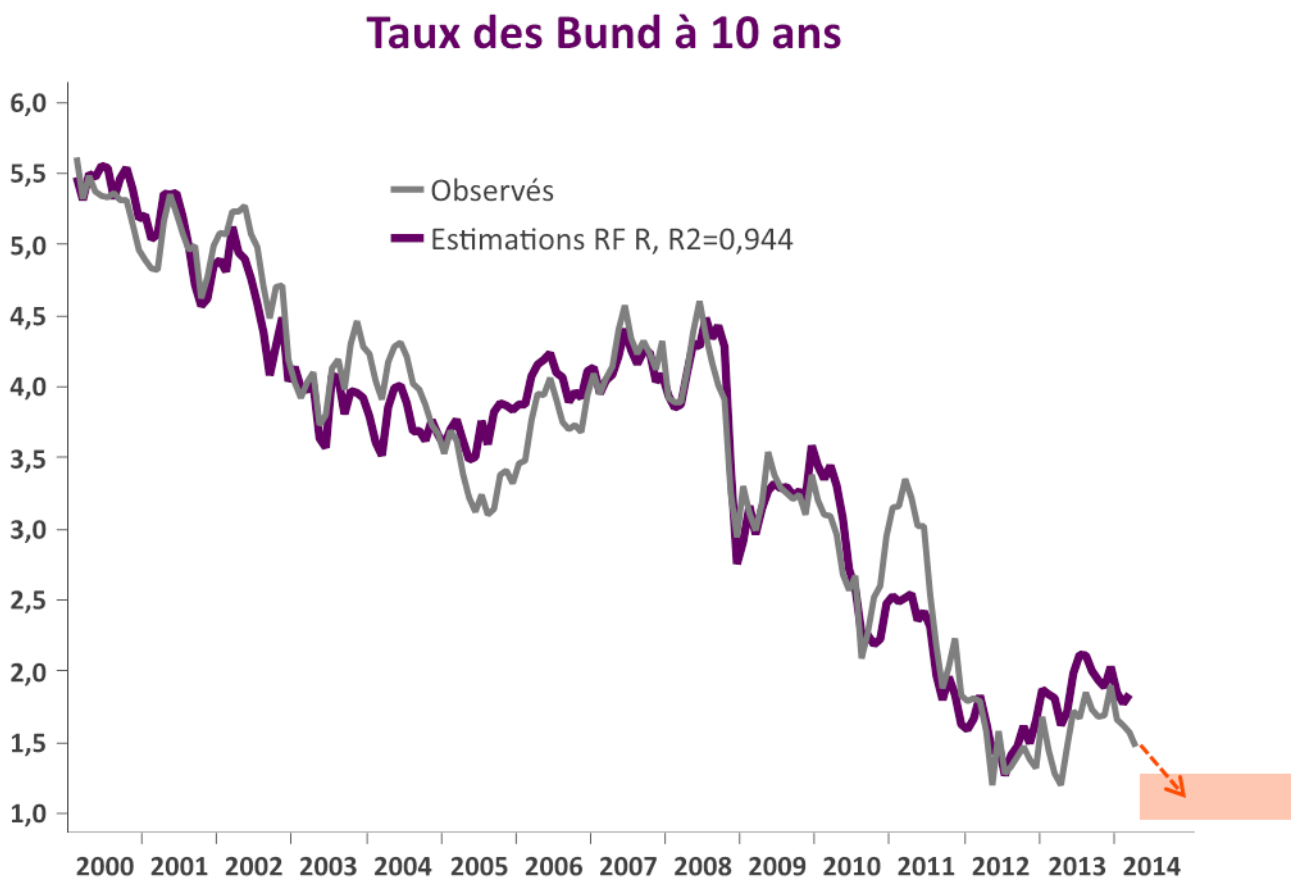


Sources : RichesFlores Research, Macrobond

QE : la BCE passe à l'action

- **Juin : la BCE prépare le terrain**
  - Révision à la baisse des prévisions officielles d'inflation
  - Baisse des taux vraisemblable :
    - repo à 0,10 % (contre 0,25 %) ; taux de dépôt négatif (-0,15 %)
- **Q4 2014 : action de plus grande envergure**
  - LTRO conditionnel (contre créances corporates ?)
  - Achats de titres ? Possible mais vraisemblablement plus tard
  - Appel à une révision du timing des exigences budgétaires en 2015 ?
- **Les taux à LT refluent, l'euro baisse peu**
  - Les taux allemands refluent aux environs de 1,0 % - 1,25 %
  - Les marchés périphériques tirent un profit seulement temporaire du changement de cap de la BCE
  - L'euro rebaisse vers 1,35 USD mais le changement des anticipations sur la Fed court-circuite le mouvement de baisse. Notre scénario est inchangé à 1,38-1,40 USD à horizon mi-2015

Les taux allemands en route vers les 1%



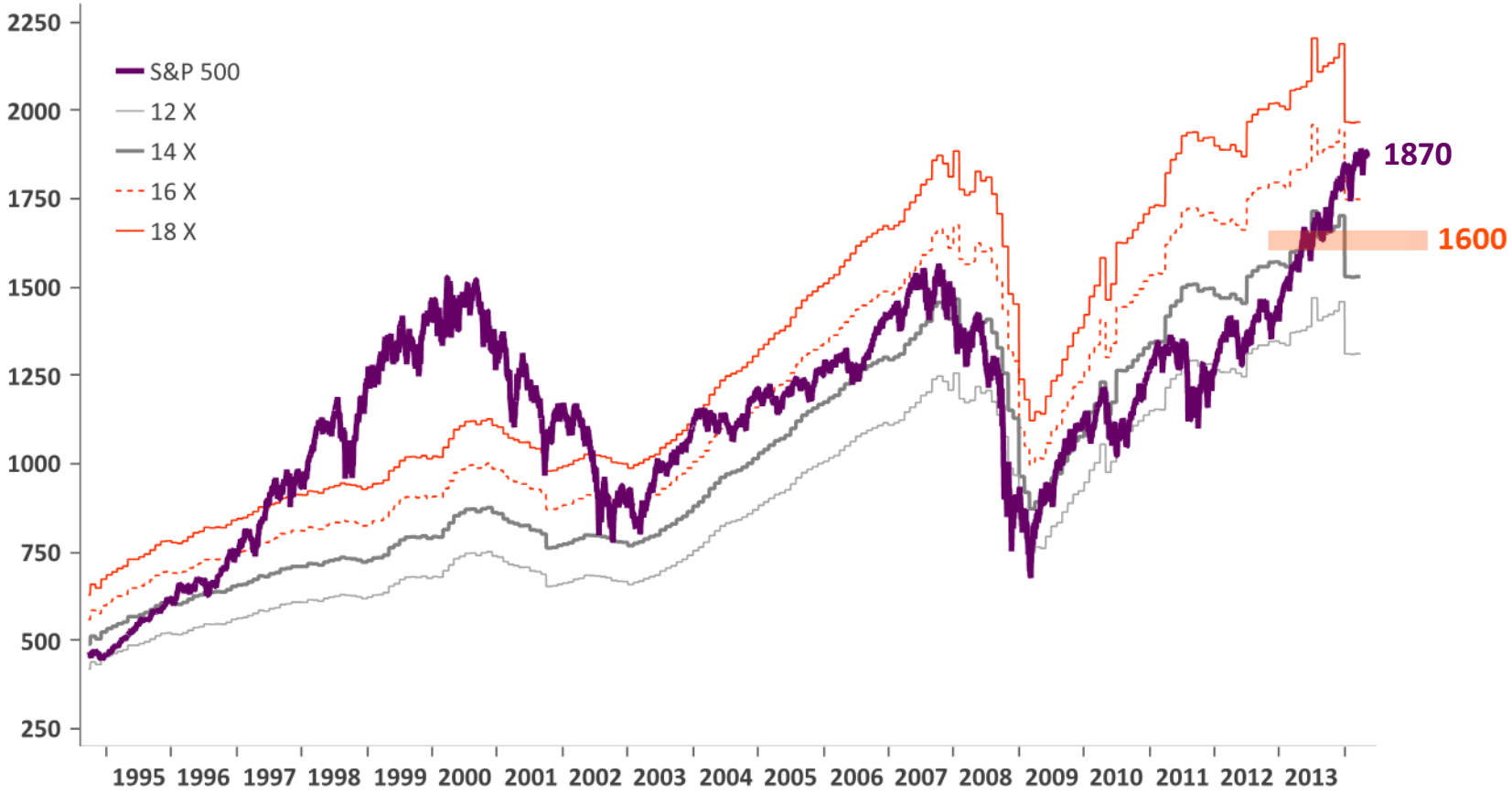
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une force de rappel pour les secteurs de croissance des marchés d'actions

- **Le repli des taux longs et des MP permettent de maintenir la croissance économique à flot**
  - Les secteurs de croissance sont protégés par le double effet de taux bas et des développements sur le front de l'innovation
  - Le secteur bancaire est modérément impacté par la prime déflationniste tant que la BCE déploie son artillerie lourde
- **Le marché américain n'est pas outre mesure surévalué.**
  - Le repli des taux longs et la mise à l'écart des anticipations de hausse des taux permettent de stabiliser le S&P 500 au-dessus de 1600 points et de retrouver des multiples plus soutenables (14 x)
  - L'incertitude reste élevée et la situation fragile

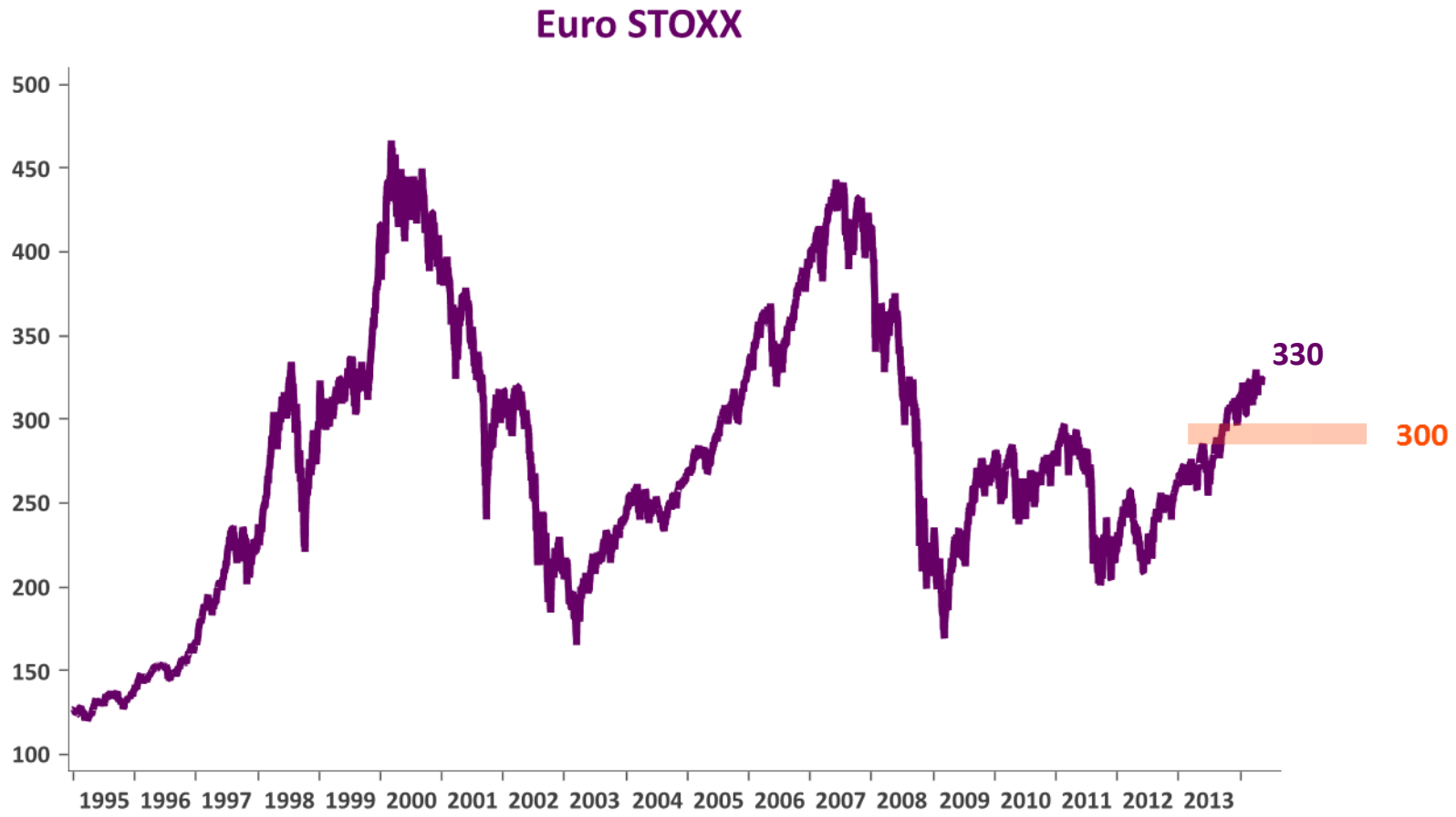
S&P 500 : un objectif à 1600 à mi-2015

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



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

L'euro STOXX atténue les pertes par rapport au S&P mais recasse le niveau de 300



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Synthèse

		ACTIFS SOUS-PONDÉRÉS	NEUTRES	ACTIFS SURPONDÉRES
ACTIONS	US			
	EURO Core			
	Périphériques			
	JAP			
	EM			
SOUVERAINS	US			
	EURO Core			
	Périph			
	JAP			
	EM			
CREDIT	US			
	EUR			
	JAP			
MP	Pétrole			
	MP industrielles			
	Or		+	
CHANGES	USD		/ +	
	EUR		- /	
	JPY			
	CHF			
	GBP			
	CNY			
	EM	- /		
CASH	EUR			

Cadrage macro-économique 2014-2015

Scénario macro-économique mondial

Croissance du PIB réel en %	2013	2014	2015
MONDE *	**2,8**	**3,2**	**2,8**
USA	**1,9**	**2,6**	**2,0**
UEM	**-0,3**	**1,0**	**0,9**
-Allemagne	0,5	1,6	1,2
-France	0,2	1,0	0,8
-Italie	-1,8	0,5	0,3
-Espagne	-1,4	0,7	0,4
JAPON	**1,8**	**2,0**	**1,0**
CHINE	7,5	6,8	6,5
BRÉSIL	2,1	2,5	1,3

* Aux taux de changes de PPA de 2012

Source : RichesFlores Research

Publications récentes, disponibles sur www.richesflores.com

L'humeur du vendredi et conjoncture

« Our Currency, Your Problem », hebdo du 9 mai 2014
« Quand les américains privilégient leur santé… », hebdo du 2 mai 2014
« Schizophrénie obligataire », hebdo du 25 avril 2014
« Économie française, le croche-pied de trop », hebdo du 18 avril 2014
« Décrochage chinois, regardons les choses en face », hebdo du 12 avril 2014
« Inertie de l'investissement, les enjeux », conjoncture du 11 avril 2014

Moniteurs

« Matières premières », 30 avril 2014
« Investissement mondial : toujours décevant », Moniteur, 11 avril 2014
« Inflation mondiale: la désinflation gagne du terrain », Moniteur 7 mars 2014
« Pays émergents : la crise en perspective », Moniteur, 29 janvier 2014
« Commerce mondial : une reprise sans les émergents », Moniteur, 8 janvier 2014

Thématiques

« Productivité, la partie n'est pas gagnée », Thématique, 6 mai 2014
« Inertie de l'investissement, les enjeux », Thématique, 11 avril 2014
« L'Espagne, stratégie gagnante ? », Thématique, 27 février 2014
« Allemagne : l'heure des choix », Thématique Présentation, 31 janvier 2014
« La Chine face à son déclin démographique », Thématique, 11 novembre 2013

Prévisions

« Scénario international : une analyse contrariante », mars 2014
« Scénario 2014-2015 : Montagnes russes… », 17 janvier 2014

RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

Crédit Impôt Recherche CIR

Société de Recherche économique indépendante et de conseils pour la gestion de portefeuille

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

- Tel. 33(0)7 50 52 40 47