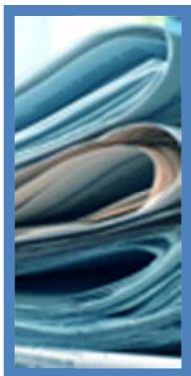




## Les attentes de la semaine du 17 au 23 Février

- La larme à l'œil nous attendrons les minutes de la dernière réunion du comité de politique monétaire de la Fed présidée par Ben Bernanke (mercredi). Celles de la Banque d'Angleterre le même jour seront intéressantes pour détecter le virage pris sur les Forward Guidance
- Nombreuses enquêtes de conjonctures: l'empire state index (mardi) et le Philly Fed (jeudi) aux USA – Les estimations avancées des enquêtes PMI/Markit de février pour la Chine, la zone Euro, l'Allemagne, la France et les Etats-Unis (jeudi) et l'enquête ZEW en Allemagne (mardi)
- Indices de prix à la consommation tout au long de la semaine pour le mois de janvier (France, UK, USA, Italie)-Ventes de détail et emploi au UK et Balance commercial au Japon
- Chiffres immobiliers aux USA avec l'indice des constructeurs (mardi), les mises en chantier (mercredi) et la revente des maisons (vendredi)



## Les points majeurs à retenir en Europe du 10 au 16 Février

- Le point d'orgue de la semaine était la publication des chiffres du PIB du 4<sup>ème</sup> trimestre et de l'année 2013. Pour la zone Euro la progression a été de 0.3% sur le trimestre mais sur l'ensemble de l'année l'activité a reculé de -0.4% par rapport à 2012.
- La France se caractérise par le chiffre 0.3%. C'est la croissance du dernier trimestre 2013, la croissance sur l'année 2013 et l'acquis pour 2014 à la fin 2013
- En Allemagne, les chiffres pris dans le même ordre sont 0.4%; 0.5%; 0.6%.
- Si la France repasse le niveau de PIB d'avant crise, de nombreux pays sont encore en retard notamment l'Italie et l'Espagne parmi les grands pays.
- On relève aussi que même s'il y a des problèmes structurels dans ces pays, et en France aussi, on ne perçoit pas très bien par où attaquer pour retrouver du dynamisme. Est-ce un problème de régulation ? Surement (voir page 4)



## Les points majeurs à retenir aux USA du 10 au 16 Février

- Les chiffres du mois de janvier aux USA sont largement perturbés par les conditions météorologiques qui ont prévalu tout au long du mois.
- Cela avait déjà été perçu sur le chiffre de l'enquête ISM et sur celui de l'emploi. Les ventes de détail (-0.2% hors auto et essence) et la production industrielle (-0.8% pour l'indice manufacturier et -0.3% pour l'indice industriel (il fallait davantage d'énergie car il faisait froid. Ce secteur est dans l'indice industriel pas dans celui du secteur manufacturier) ont été faibles
- Première intervention de Janet Yellen au Congrès américain. Elle a confirmé la stratégie mise en place récemment par la Fed
- Son intervention n'a pas modifié les anticipations des intervenants. Les taux implicites des futures sur Fed Fund sont restés quasi inchangés soit pour l'échéance décembre 2015 à un niveau proche de celui du premier trimestre 2013. Les Forward Guidance marchent aux USA



## Les points majeurs en Asie et Latam du 10 au 16 Février

- Evolution plus positive qu'attendue du commerce extérieur chinois même si on sait qu'en début d'année, il y a une incertitude liée à la date du nouvel an chinois. Quand on lisse les données on perçoit un point bas dans la progression des exportations la fin de l'été. Depuis elles soutiennent davantage la croissance chinoise.
- La hausse des crédits chinois en Janvier provoque une inquiétude quant à la capacité de la Banque de Chine à maîtriser son développement monétaire. La dynamique des liquidités en Chine est bien plus forte que celle constatés aux USA et au Japon (même réunis). C'est une source majeure de fragilité.
- La croissance japonaise s'essouffle. Le chiffre de 0.3% pour le deuxième trimestre consécutif ne traduit plus bien l'enthousiasme pour les options prises par Abe. Sur l'année 2013 la croissance a été de 1.6% et l'acquis pour 2014 est de 0.6%. La consommation a peu progressé alors qu'en avril il va y avoir une hausse de 3 points de la TVA. Interrogations sur le Japon

# ANTICIPATIONS HEBDO

17 Février 2014

## MARCHE DES ACTIONS AU 14 FEVRIER 2014

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/13	14/02/14	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
<b>CAC 40</b>	4295.95	4340.14	3595.63	4340.14	18.57	1.03	2.65			
<b>DAX</b>	9552.16	9662.40	7459.96	9742.96	27.25	1.15	3.88			
<b>EuroStoxx</b>	3109.00	3119.06	2511.83	3168.76	19.26	0.32	2.65			
<b>FTSE</b>	6749.09	6663.62	6029.10	6840.27	5.30	-1.27	1.40	10.71	0.42	2.97
<b>SNP 500</b>	1848.36	1838.63	1487.85	1848.38	20.98	-0.53	2.32	18.02	0.16	1.81
<b>Nasdaq</b>	4176.59	4244.02	3116.25	4244.02	32.96	1.61	2.86	29.70	2.31	2.36
<b>Nikkei 225</b>	16291.31	14313.03	11173.83	16291.31	28.09	-12.14	-1.03	15.08	-8.73	-1.18
<b>MSCI Emerging</b>	1002.69	957.31	883.34	1068.46	-10.24	-4.53	2.14	-12.44	-3.87	1.64
<b>MSCI World USD</b>	1661.07	1650.12	1386.06	1661.74	17.29	-0.66	2.38	14.42	0.02	1.88

## MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 14 FEVRIER 2014

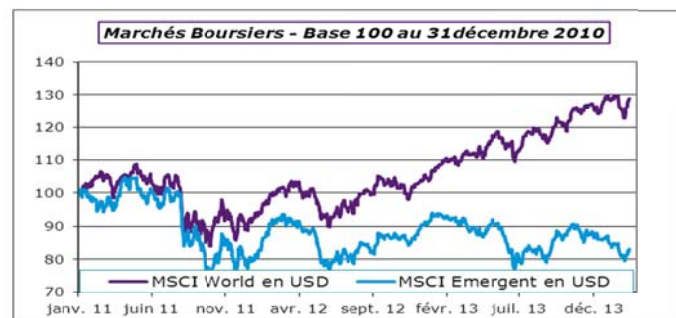
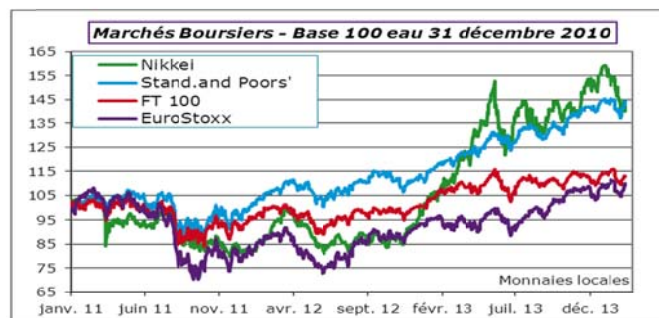
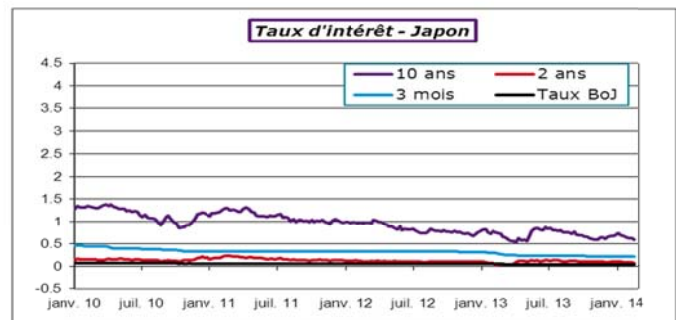
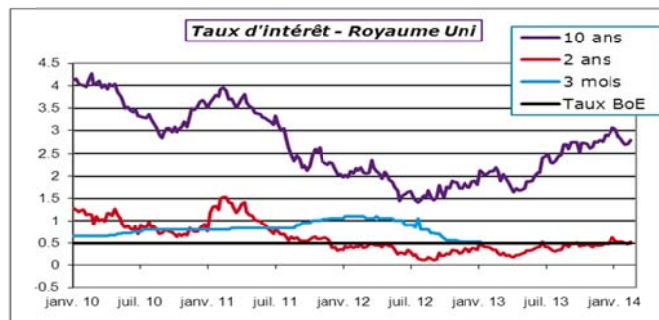
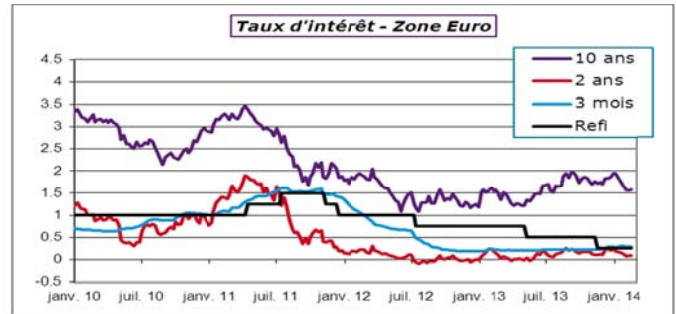
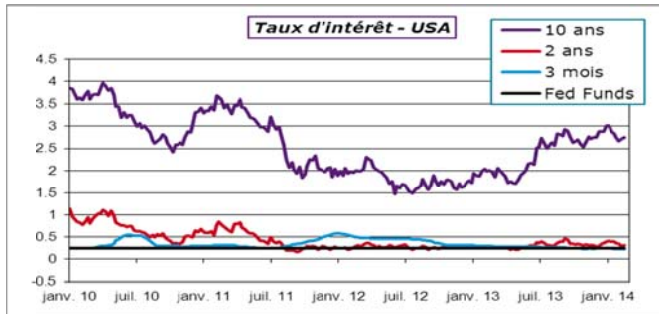
	Taux d'intérêt au 14 Février 2014								Taux de référence 31 Décembre 2013			
	Niveau				Variation sur la semaine							
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans	Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans	
<b>USA</b>	0 - 0.25	0.236	0.32	2.75	0.00	0.02	0.04	0 - 0.25	0.25	0.38	3.04	
<b>Zone Euro</b>	0.25	0.287	0.097	1.586	0.00	0.00	0.02	1	0.29	0.19	1.94	
<b>UK</b>	0.5	0.5	0.524	2.798	0.00	0.05	0.09	0.5	0.50	0.57	3.03	
<b>Japon</b>	0.1	0.220	0.072	0.595	0.00	-0.01	-0.03	0.1	0.22	0.10	0.74	
<b>ECART DE TAUX</b>		<b>3 mois* (14/02/14)</b>	<b>2 ans (14/02/14)</b>	<b>10 ans (14/02/14)</b>	<b>3 mois (31/12/13)</b>	<b>2 ans (31/12/13)</b>	<b>10 ans (31/12/13)</b>					
<b>USA – Zone Euro</b>		-0.05 (-0.06) <sup>§</sup>	0.22 (0.21) <sup>§</sup>	1.16 (1.14) <sup>§</sup>	-0.04	0.19					1.1	
<b>UK – Zone Euro</b>		0.21 (0.21) <sup>§</sup>	0.43 (0.38) <sup>§</sup>	1.21 (1.14) <sup>§</sup>	0.21	0.37					1.09	

\* Le taux à 3 mois est le taux interbancaire, <sup>§</sup> semaine précédente

## MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 14 FEVRIER 2014

	Cours		Variation			
	31/12/2013	14/02/14	1 Semaine	YTD	1 an	
<b>Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)</b>	1.378	1.369	0.50	-0.68	2.51	
<b>Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)</b>	144.830	139.413	0.15	-3.74	11.32	
<b>Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)</b>	0.834	0.820	-1.33	-1.60	-4.65	
<b>Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)</b>	105.390	102.280	0.24	-2.95	10.04	
<b>Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)</b>	1.656	1.673	2.05	1.02	7.78	
<b>Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)</b>	6.054	6.067	0.06	0.21	-2.66	
<b>Prix du baril de Brent</b>	<b>Dollar</b>	111.39	108.54	0.32	-2.56	-7.63
	<b>Euro</b>	80.83	79.31	-0.17	-1.89	-9.89
<b>Prix de l'Once d'or</b>	<b>Dollar</b>	1207.85	1316.68	4.26	9.01	-18.03
	<b>Euro</b>	876.52	962.07	3.75	9.76	-20.04

## Indicateurs Financiers au 14 Février 2014



Source Datastream; Natixis AM; <http://philippewaechter.nam.natixis.com>

## Graphiques d'illustration L'économie de la zone Euro en 2 graphes et un tableau

Le profil haussier de l'activité s'est accentué au dernier trimestre 2013 pour la zone Euro. La progression du PIB de 0.3% (1.2% en taux annualisé) par rapport au trimestre précédent prolonge le mouvement d'amélioration déjà perceptible depuis le printemps.

La longue période de repli de l'activité qui avait été constatée du printemps 2011 au premier trimestre 2013 semble achevée.

Le premier graphe montre l'évolution du PIB des pays de la zone Euro depuis 2006. On constate effectivement en fin de période une inflexion haussière du profil dans la plupart des pays. Cependant, en moyenne, celle-ci reste modérée. En outre, la zone Euro et la plupart des pays ont encore un niveau de PIB bien inférieur à celui qui était constaté avant la crise (j'ai pris le premier semestre 2008 comme référence).

On observe sur ce graphique les dynamiques très différentes des pays de la zone. L'Allemagne progresse plus rapidement que tous les autres. Vient ensuite un groupe avec l'Autriche, la Belgique et la France pour lesquels le PIB est désormais revenu au niveau d'avant crise. Il y a ensuite le PIB de la zone Euro et celui des Pays-Bas. Enfin, les pays qui ont été fragilisés par la crise: l'Espagne, le Portugal, l'Irlande, l'Italie et la Grèce.

On constate qu'en dépit des bons résultats constatés en 2013, notamment en Espagne et au Portugal avec un rebond significatif de l'activité, que le niveau du PIB reste très bas, très en-dessous du niveau d'avant crise. Si l'Italie retrouvait son taux de croissance d'avant crise (1.1% sur la période 2000 – T2 2008) il lui faudrait plus de 8 ans pour revenir au niveau du premier semestre 2008.

Ce graphique provoque aussi une interrogation majeure sur le fonctionnement de la zone Euro. L'ajustement puis l'amélioration très rapide de l'Allemagne, beaucoup plus rapide que ce qui a été observé dans les autres pays suggère une asymétrie. L'Allemagne n'a pas été contrainte par son environnement alors que pour les autres pays de la zone les conditions sont restées très restrictives, ne permettant pas un ajustement plus rapide de l'activité. L'asymétrie dans le fonctionnement de la zone Euro apparaît très brutalement sur ce graphe. On ne peut s'empêcher de penser que les conditions monétaires n'ont pas été suffisamment accommodantes pour permettre un retour rapide de la croissance dans la plupart des pays. Associée à des politiques d'austérité, les marges de manœuvre pour les pays périphériques étaient quasiment inexistantes sauf à sacrifier leur dynamique interne. Ce qu'ils ont fait mais avec un effet de persistance très fort comme on le notait plus haut sur l'Italie.

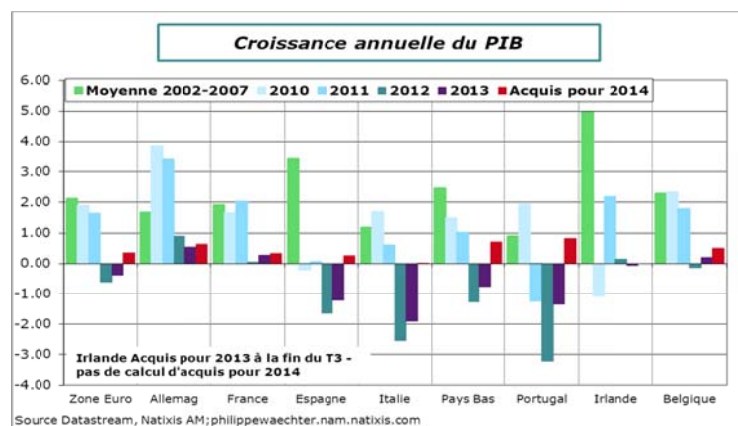
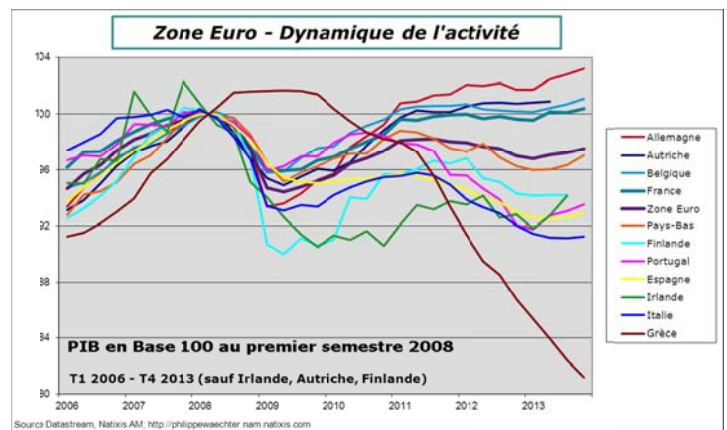
Les conditions monétaires n'ont probablement pas été une contrainte pour l'Allemagne alors que tous les autres pays ont tardé à s'ajuster ou ne l'ont pas encore fait parce qu'il aurait été souhaitable de pouvoir transférer le risque à la banque centrale via une opération d'apport de liquidité. La BCE ne dispose pas du statut de prêteur en dernier ressort et de ce fait elle ne peut pas aider dans la durée les pays en difficulté.

La période d'avant crise avait été caractérisée par des divergences de comportement, celle d'après crise aussi. Il n'y a toujours pas de garde-fou dont l'objet serait de limiter ces divergences qui ne sont pas tenables en union monétaire. Un organe de coordination est nécessaire.

Le deuxième graphe compare les chiffres de croissance depuis 2010 avec ceux observés avant la crise. (je n'ai pas pris en compte 2008 et 2009 pour faciliter la lecture du graphe)

Le rythme élevé de croissance en 2010 et 2011 étaient la conséquence des politiques de relance mise en œuvre dès la fin de l'année 2008. Les années 2012 et 2013 ont été catastrophiques reflétant l'impact de la crise des dettes souveraines au sein de la zone et la mise en œuvre de politique d'austérité très brutales. Ce constat doit inciter à relativiser le modeste rebond de la fin de l'année 2013. Il n'y a pas d'inversion de tendance rapide et brutale laissant anticiper une convergence vers rapide vers le plein emploi ou vers des un rythme élevé de créations d'emplois.

On notera aussi que les taux de croissance observés en 2013 sont encore très loin de ceux qui étaient constatés avant la crise. Sans amélioration rapide de ces perspectives, il n'y aura pas d'amélioration du marché du travail sauf à accentuer la



# ANTICIPATIONS HEBDO

17 Février 2014

substitution du travail au capital comme cela peut être constaté au Royaume Uni via une baisse rapide du salaire réel. (voir [ici](#) pour ceux que cela intéresse)

Les bonnes surprises de la fin de l'année sont aussi modestes au regard des chiffres constatés aux Etats-Unis et au Royaume Uni. Outre-Atlantique la progression non annualisée du PIB a été de 0.8% soit presque trois fois la progression de la zone Euro (le chiffre exacte est 0.28%). Au Royaume Uni la mesure est de 0.7%.

De la sorte l'acquis est fort aux USA et en Grande Bretagne (1.3% et 1.1% respectivement) contre 0.35% en zone Euro. Le point de départ de l'année 2014 est beaucoup plus faible sur le vieux continent.

Le tableau ci-dessous indique que ce retard est vrai pour tous les pays y compris l'Allemagne pour laquelle l'acquis n'est que de 0.6%.

Indicateurs de croissance en zone Euro								
Données en %	Zone Euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	Portugal	Belgique	Pays Bas
T4-2013/T3-2013 (Taux annuel)	1.12	1.55	1.20	0.54	1.21	2.18	1.61	2.85
T4-2013/T4-2012 Taux de croissance	0.51	1.44	0.77	-0.84	-0.07	1.60	0.89	0.80
2012 Croissance moyenne	-0.61	0.90	0.05	-2.56	-1.64	-3.23	-0.14	-1.26
2013 Croissance moyenne	-0.38	0.54	0.27	-1.91	-1.22	-1.36	0.21	-0.76
Acquis pour 2014 à fin 2013	0.35	0.63	0.34	0.01	0.26	0.83	0.50	0.71
PIB par rapport à H1 2008	-2.49	3.20	0.40	-8.73	-7.08	-6.46	1.09	-2.96

Sources: Datastream; Natixis AM; Philippewachter.nam.natixis.com

## Conclusion

La zone Euro sort progressivement de sa longue période de récession mais avec une dynamique de croissance encore réduite et des déséquilibres importants.

L'enjeu, dès lors, est de capter le cycle économique global qui se caractérise notamment par une progression rapide du commerce international. Les politiques économiques sont limitées aujourd'hui. Il est difficile d'anticiper des politiques budgétaires de relance et la politique monétaire a épuisé une très grande partie de ses capacités de réaction (voir [ici](#) pour plus de détails)

En d'autres termes, les politiques économiques n'ont plus la capacité de soutien fort en cas de choc négatif (voir mon papier "La conjoncture européenne sur le fil du rasoir" [ici](#))

Il y a donc deux problématiques:

1 – si le rythme de croissance ne s'accélère pas, le risque n'est pas nul de voir les déséquilibres (budgétaires notamment) resurgir et créer à nouveau un doute sur la situation et la viabilité de la zone Euro.

2 – En raison du mode d'ajustement de la zone Euro (voir le mécanisme [ici](#)) et d'une parité élevée de l'euro qui limite la capacité à capter la dynamique mondiale, le risque est celui de la déflation.

Cela doit impliquer une volonté de faire baisser la monnaie européenne pour éviter les divergences constatés dans le premier graphe et de rendre l'économie plus à même de capter le cycle économique global. Il faut rendre les produits de la zone Euro plus attractifs et permettre à chacune des économies d'adapter son comportement pour capter et amplifier le cycle global. Cela nécessite davantage de coopération et de coordination en zone Euro et une stratégie monétaire moins asymétrique.

## Tableau supplémentaire

Croissance Annuelle 2000 - 2013									
	Zone Euro	Allemagne	France	Italie	Espagne	Pays-Bas	Belgique	Portugal	Grèce
Moyenne 2000 - 2007	1.97	1.43	1.82	1.24	3.41	1.98	1.93	1.13	4.23
2006	3.38	3.89	2.69	2.27	4.08	3.45	2.67	1.45	5.17
2007	3.00	3.39	2.24	1.55	3.48	3.91	2.88	2.37	4.28
2008	0.25	0.81	-0.19	-1.16	0.89	1.77	0.98	-0.01	1.02
2009	-4.42	-5.09	-3.07	-5.53	-3.83	-3.65	-2.80	-2.91	-2.34
2010	1.89	3.86	1.65	1.68	-0.20	1.47	2.32	1.94	-3.52
2011	1.63	3.40	2.03	0.61	0.05	1.02	1.77	-1.25	-6.79
2012	-0.61	0.90	0.05	-2.56	-1.64	-1.26	-0.14	-3.23	-6.40
2013	-0.38	0.54	0.27	-1.91	-1.22	-0.76	0.21	-1.36	-3.7
Acquis 2014	0.35	0.63	0.34	0.01	0.26	0.71	0.50	0.83	

Sources: Datastream; Natixis AM; philippewachter.nam.natixis.com

# ANTICIPATIONS HEBDO

17 Février 2014

**DISCLAIMER:**

*« Document d'information à caractère non contractuel. Il ne peut pas être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, distribué ou publié, en totalité ou en partie, sans autorisation préalable et écrite de Natixis Asset Management.*

*Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre d'information et peut être modifié à tout moment sans préavis. Il ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente, une offre d'achat ou de vente, ou une sollicitation d'offre d'achat ou de vente d'OPCVM. Le contenu de ce document est issu de sources considérées comme fiables par Natixis Asset Management. Néanmoins, Natixis Asset Management ne saurait garantir la parfaite fiabilité, exhaustivité et exactitude des informations provenant notamment de sources extérieures et figurant dans ce document. Tout investissement peut être une source de risque financier et doit être apprécié attentivement au regard de vos besoins financiers et de vos objectifs. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. »*