



Les attentes de la semaine du 9 au 15 Juin

- L'élément clé sera l'indicateur de ventes de détail aux USA. Il donnera le ton sur la fermeté de la demande intérieure américaine (jeudi)
- L'autre facteur à regarder sera l'ensemble des données chinoises (Investissement, production industrielle, ventes de détail) afin de mieux mesurer la position chinoise dans le cycle des affaires (vendredi)
- Indicateurs de production industrielle en France, en Italie, au Royaume Uni et en zone Euro pour le mois d'avril.
- Publication du chiffre définitif de l'emploi au premier trimestre (vendredi)
- Indices d'inflation en France et en Allemagne notamment.
- Début de la Coupe du Monde de Football le 12 juin.



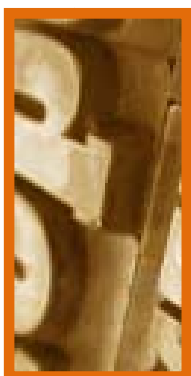
Les points majeurs à retenir en Europe du 2 au 8 Juin

- La réunion de la BCE était l'élément clé de la semaine. Elle a réduit ses taux d'intérêt et accrue la liquidité du marché monétaire pour le rendre plus stable et moins volatil. Elle a aussi mis en place un apport de liquidité au système bancaire sur 4 ans avec comme contrepartie des crédits faits aux agents non financiers de la zone Euro et hors crédits hypothécaires.
- Le but est de soutenir le crédit et contribuer ainsi à la remise à flots de la demande interne de la zone Euro.
- Mon analyse est que cela ne sera pas suffisant s'il n'y a pas à côté des réformes en profondeur pour dynamiser l'économie.
- La lutte contre la déflation passe par une dépréciation de l'euro. Cependant en raison du surplus extérieur considérable de la zone Euro et parce que Draghi a indiqué que les taux étaient au plus bas, il est probable que la dépréciation sera au mieux limitée et finalement avec un impact réduit sur le risque de déflation. Celle-ci est avant tout une affaire commune



Les points majeurs à retenir aux USA du 2 au 8 Juin

- L'indice ISM global est ressorti en forte hausse au mois de mai. Les enquêtes sectorielles sont ressorties à des niveaux très élevés.
- La dynamique de croissance apparaît robuste outre-Atlantique avec une dynamique de flux de commandes toujours fort
- Le nombre d'emplois créés a été de 217 000 après 282 000 en avril. Depuis le début de l'année, ce sont 214 000 emplois qui sont ajoutés chaque mois. Sur les 5 premiers mois de l'année c'est la meilleure performance depuis 2006.
- La bonne nouvelle est la stabilisation du taux d'activité (participation rate). Les américains sont peut-être prêts à revenir sur le marché du travail. A court terme, cela se traduit par une stabilisation du taux de chômage à 6.3%
- Le taux de salaire augmente de 2.4%. Ce n'est pas franchement inflationniste surtout si le taux de chômage se stabilise du fait de la hausse du taux d'activité.



Les points majeurs en Asie et Latam du 2 au 8 Juin

- Début de la Coupe du Monde de football au Brésil le 12 juin. La situation sociale va être tendue.
- Le PIB du Japon a été révisé à la hausse de 0.8 pt à 6.7% en taux annualisé. La contribution de la consommation passe de 5.1% à 5.5% et celle de l'investissement de 2.5% à 4%. L'acquis de croissance pour 2014 à la fin du T1 est de 2.1%
- Le commerce extérieur chinois est ressorti fortement excédentaire en mai à 35.9Mds de dollars. Certes les exportations progressent, le vrai souci est le repli des importations traduisant une dynamique interne assez limitée. C'est ce point qui est atypique à ce stade du cycle. Voir mon blog ici <http://bit.ly/Comex-Chine>
- Les indicateurs d'enquêtes en Asie restent moroses même si les indicateurs chinois tendent à se stabiliser au voisinage du seuil de 50 dans l'enquête Markit et dans l'enquête officielle.

ANTICIPATIONS HEBDO

9 Juin 2014

MARCHE DES ACTIONS AU 6 JUIN 2014

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/13	06/06/14	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3595.63	4581.12	3595.63	4581.12	18.30	6.64	1.36			
DAX	7459.96	9987.19	7692.45	9987.19	20.99	4.55	0.44			
EuroStoxx	2511.83	3294.28	2511.83	3294.28	20.93	5.96	1.53			
FTSE	6029.10	6858.21	6029.10	6878.49	6.96	1.62	0.20	12.02	4.07	0.34
SNP 500	1541.61	1949.44	1573.09	1949.44	18.62	5.47	1.34	14.99	6.56	1.39
Nasdaq	3166.36	4321.40	3320.76	4357.97	24.56	3.47	1.86	20.75	4.54	1.90
Nikkei 225	12445.38	15077.24	12445.38	16291.31	17.08	-7.45	3.04	7.77	-4.18	2.27
MSCI Emerging	883.34	1044.94	883.34	1044.94	6.56	4.21	1.68	3.29	5.29	1.72
MSCI World USD	1400.98	1734.47	1400.98	1734.47	17.97	4.42	1.12	14.36	5.50	1.17

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 6 JUIN 2014

	Taux d'intérêt au 6 Juin 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	
USA	0 - 0.25	0.230	0.41	2.6	0.00	0.04	0.12	0 - 0.25	0.25	0.38	3.04	
Zone Euro	0.25	0.267	0.06	1.419	-0.04	-0.01	0.11	1	0.29	0.19	1.94	
UK	0.5	0.5	0.677	2.675	0.00	0.01	0.11	0.5	0.50	0.57	3.03	
Japon	0.1	0.210	0.089	0.579	0.00	0.00	0.00	0.1	0.22	0.10	0.74	
ECART DE TAUX		3 mois* (06/06/14)	2 ans (06/06/14)	110 ans (06/06/14)	3 mois (31/12/13)	2 ans (31/12/13)	10 ans (31/12/13)					
USA – Zone Euro		-0.04 (-0.08) §	0.35 (0.30) §	1.18 (1.17) §	-0.04	0.19					1.1	
UK – Zone Euro		0.23 (0.19) §	0.62 (0.60) §	1.26 (1.26) §	0.21	0.37					1.09	

* Le taux à 3 mois est le taux interbancaire, § semaine précédente

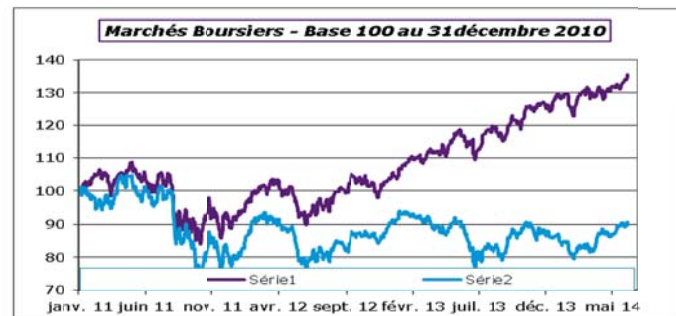
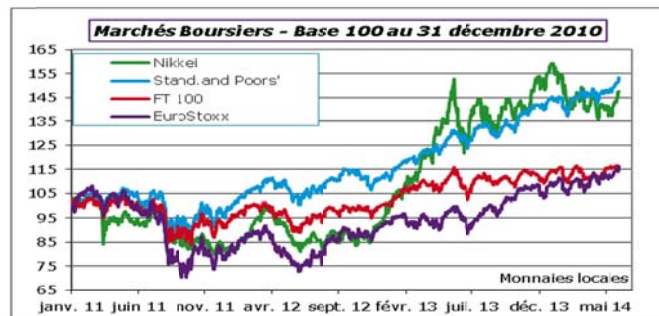
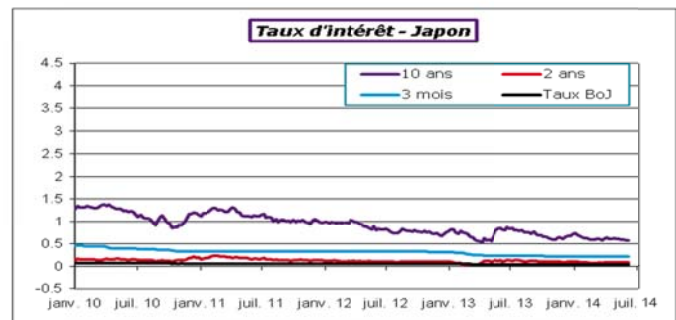
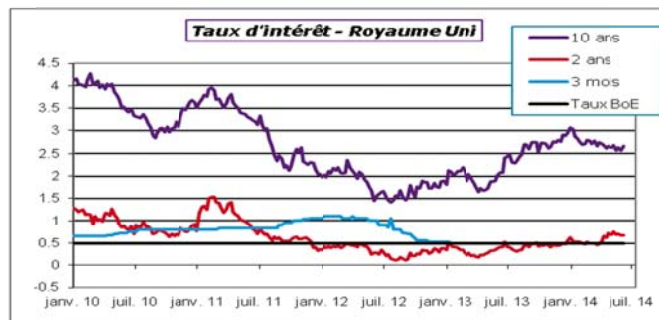
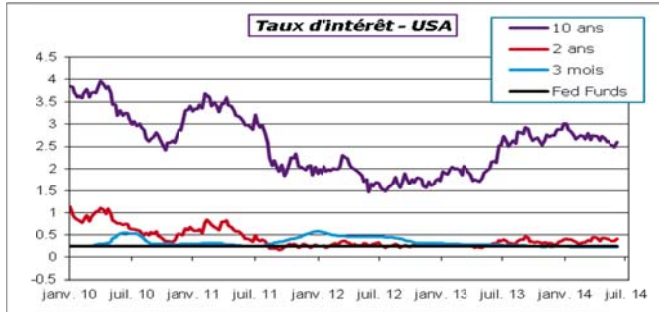
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 6 JUIN 2014

	Cours		Variation			
	31/12/2013	06/06/14	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.378	1.364	-0.05	-1.02	3.17	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	144.830	139.882	0.75	-3.42	8.65	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.834	0.811	-0.28	-2.75	-4.76	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	105.390	102.360	0.69	-2.88	5.08	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.656	1.679	0.09	1.36	8.04	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.054	6.251	0.04	3.25	1.91	
Prix du baril de Brent	Dollar	111.39	108.59	-1.76	-2.51	4.11
	Euro	80.83	79.62	-1.71	-1.51	0.92
Prix de l'Once d'or	Dollar	1207.85	1252.71	0.65	3.71	-9.33
	Euro	876.52	918.48	0.69	4.79	-12.11

ANTICIPATIONS HEBDO

9 Juin 2014

Indicateurs Financiers au 6 Juin 2014



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

Graphiques d'illustration

Economie Globale

Enquêtes du mois de mai

Quatre tendances sur ce graphe: les deux pays anglo-saxons pour lesquels les indices d'activité restent très élevés. La dynamique y est robuste. Le cœur de la reprise globale est là.

Il y a ensuite la zone Euro dont le profil s'est effrité en mai. La dynamique des commandes est un peu moins vigoureuse. Le ratio Nouvelles commandes sur Stocks s'infléchit.

Le Japon subit les effets dépressifs de la hausse de la TVA. Cela s'était traduit par un plongeon sous le seuil de 50 en avril. En mai le rééquilibrage n'est pas encore totalement perçu.

Le quatrième groupe est celui des pays émergents et des BRIC. Les deux indices sont proches du seuil de 50. Les signaux restent très modérés avec des indicateurs fragiles en Turquie ou en Pologne mais aussi en Russie et au Brésil.

Economie Américaine

Indice ISM global

L'indice ISM global qui synthétise les deux composantes (manufacturière et services) de l'enquête ISM rebondit fortement en mai. L'indice du secteur manufacturier est en hausse (55.4) comme cela a pu être noté dans le premier graphe et l'indice des services s'est inscrit à 56.25 soit son niveau le plus élevé depuis août 2013.

Cela devrait se traduire par une croissance de l'activité plus soutenue au regard de la cohérence existante entre cet indice et la croissance sur 6 mois du PIB américain.

Le point intéressant est que l'indicateur des commandes est revenu sur un niveau très élevé à 59.9. En revanche l'indicateur global de l'emploi reste faible et l'écart avec les chiffres effectivement observés est désormais très important. De ce point de vue la cohérence entre l'enquête et les chiffres de création d'emplois est remise en question.

Economie d'Asie

Enquête PMI/Markit du mois de mai

Le graphe ci-contre suggère une relative stabilisation. Les indices chinois restent voisins de 50 mais les signes de ralentissement supplémentaire sont plus ténus. D'ailleurs la banque centrale chinoise est un peu plus active dans la gestion de sa politique monétaire afin de gérer un atterrissage en douceur. La baisse du taux des réserves est significative de cette volonté même si pour l'instant cela ne se concentre que sur les banques rurales et de taille limitée.

L'indice coréen reste voisin du seuil de 50. Il n'y a pas d'impulsion forte du côté de l'activité industrielle coréenne. Taiwan aussi est dans une période moins euphorique. La stabilisation espérée de l'économie chinoise devrait être salvatrice.

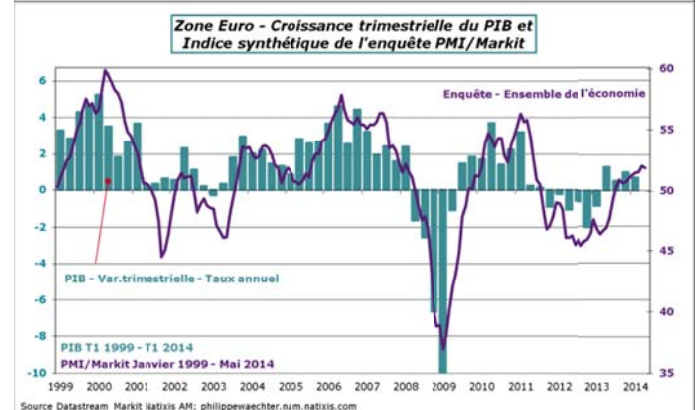
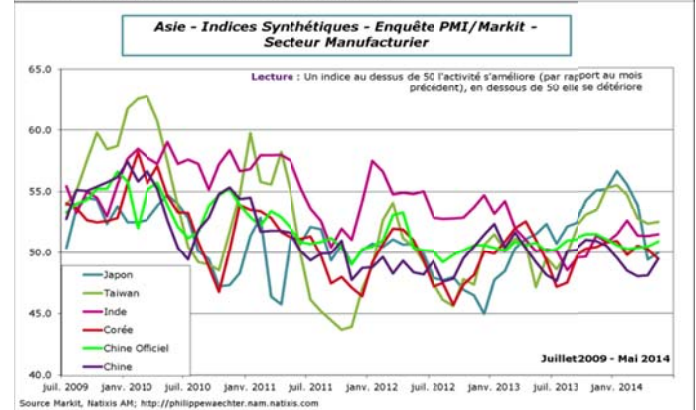
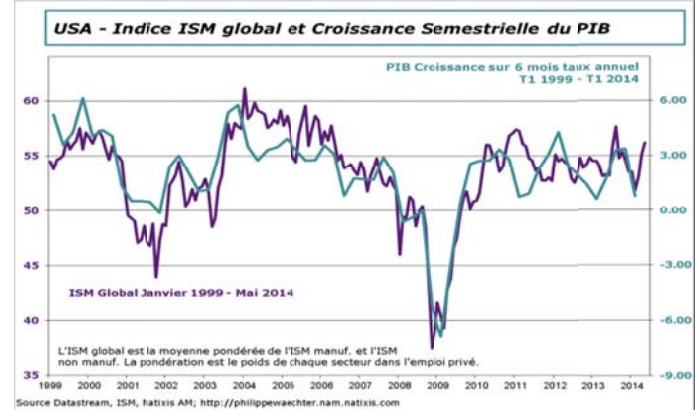
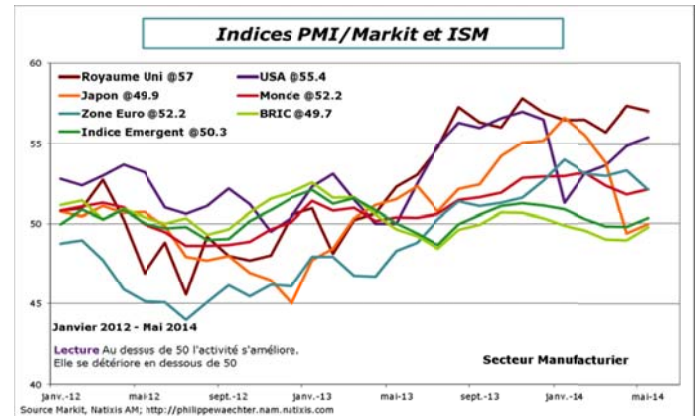
Economie de la Zone Euro

Enquêtes du mois de Mai

Le signal de l'enquête de mai est toujours positif. Il est cohérent avec une hausse du PIB au deuxième trimestre. Cependant, on constate que l'indicateur de mai ne progresse pas par rapport à avril. Le ralentissement est net dans le secteur manufacturier avec un indice qui recule de 1.2 point à 52.2 alors que l'indice des services évolue peu à 51.85.

L'indicateur d'emploi progresse encore en mai mais avec une amélioration beaucoup moins vive qu'en avril. L'indice est à 50.7.

L'indice global des nouvelles commandes se stabilise à un niveau modeste puisqu'il est à 52.6 soit sur la moyenne des trois derniers mois. La reprise est là mais sans accélération nouvelle. C'est peut-être cela l'interrogation. La croissance apparaît comme durablement lente.



Graphiques d'illustration

Economie Américaine

Dynamique de l'emploi

Le graphe ci-contre reflète peut-être le changement de scénario enfin attendu pour l'économie américaine. Les chiffres de création d'emploi s'écartent fortement de ceux observés en moyenne sur les trois dernières années. Ce n'était pas le cas tout au long du premier trimestre.

L'autre point intéressant est que le taux d'activité s'est stabilisé. Les américains sont peut-être enfin en train de se dire que le retournement haussier du marché du travail pourrait être durable et qu'ils pourraient éventuellement trouver un emploi. Cet épisode que j'attendais se matérialise peut-être. Si c'est le cas, le taux de chômage ne va plus baisser très rapidement et pourrait même marginalement remonter. Ce serait la meilleure nouvelle concernant le cycle économique américain.

Economie de la zone Euro

Détail des chiffres de croissance du premier trimestre

La croissance de 0.2% a été confirmée (0.73% en taux annualisé) et l'acquis est de 0.5% pour 2014 à la fin du premier trimestre.

Sur le graphe de droite, la décomposition montre une contribution positive des trois composantes de la demande interne, chacune avec un poids quasiment équivalent. Parmi les grands pays, l'Allemagne et l'Espagne ont contribué positivement sur ce segment alors que la France et l'Italie contribuaient négativement. Cela a notamment été le cas sur l'investissement. La France et l'Italie prennent du retard.

La contribution du commerce extérieur compense celle des stocks.

Ce qui ressort de l'ensemble de ces chiffres et des évolutions récentes est l'observation d'une demande interne très faible. Elle ne progresse qu'au rythme annualisé de 0.6% depuis le premier trimestre 2013 (date de la fin du reflux de l'activité). A titre de comparaison et depuis 2010 la demande interne augmente au rythme de 2% aux USA. Cela se traduit là-bas par une croissance plus soutenue et une politique monétaire qui évoluera plus rapidement qu'en zone euro.

Taux d'inflation

Le taux d'inflation est ressorti à 0.5% en mai. Cela ne traduit que la partie sous-jacente de l'indice des prix. Les matières premières ont eu une contribution nulle.

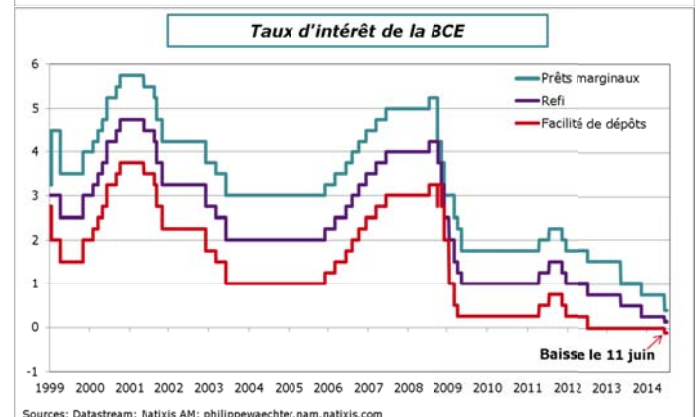
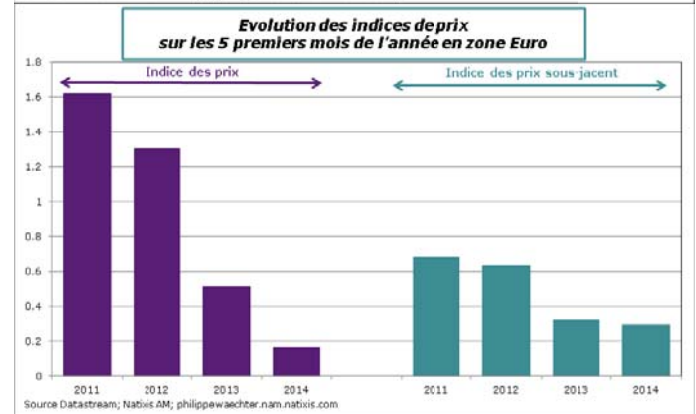
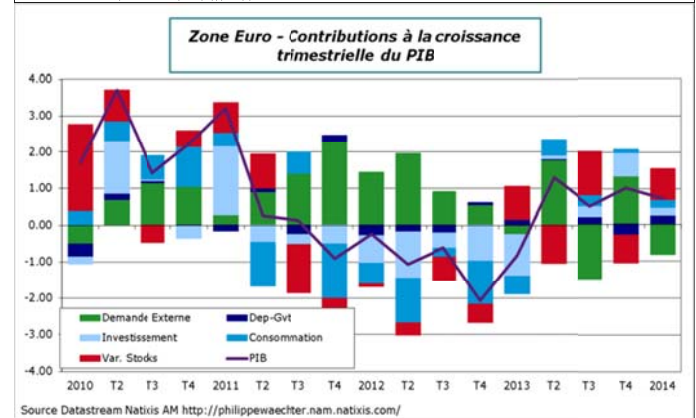
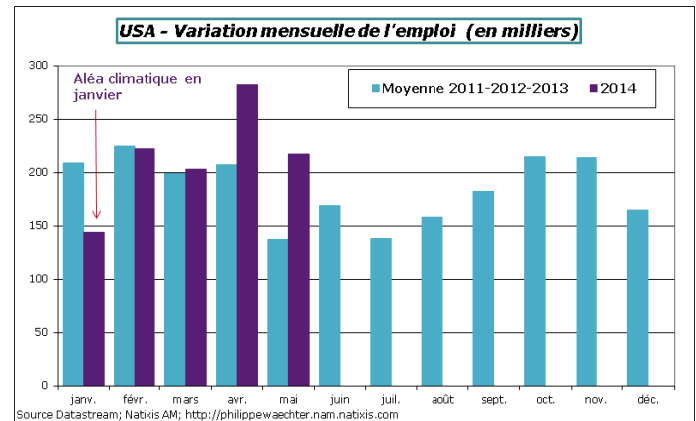
Le graphe de droite montre que sur les 5 premiers mois de l'année le taux d'inflation recule par rapport à 2011, 2012 et 2013 mais que désormais le taux d'inflation sous-jacent recule aussi. Cela veut dire que les risques de déflation sont aussi d'origine interne à la zone Euro et qu'il était absolument nécessaire que la BCE intervienne.

Mais cela sera-t-il assez pour relancer les prix à la hausse?

La politique de la BCE

La BCE a abaissé l'ensemble de ses taux d'intérêt. C'est ce que montre le graphe. Elle a arrêté la procédure de stérilisation du portefeuille SMP afin de stabiliser le marché monétaire en apportant de façon permanente davantage de liquidités.

L'opération de LTRO ciblée vise à monétiser temporairement l'équivalent de 7% des crédits bancaires faits pour des membres de la zone Euro, non financiers et hors crédits hypothécaires. Ce sont donc essentiellement des crédits faits à des entreprises. L'opération se fera en septembre et décembre et pourrait porter sur 400 Mds. La question de l'utilisation des liquidités est posée. L'objectif ici est de soutenir le crédit et finalement la demande interne. Sera-ce suffisant pour booster la demande interne? Tout seul surement pas, il faudra d'autres mesures plus structurelles mais indépendantes de la BCE. En outre sortir du risque de déflation est-il possible avec un euro aussi cher? Surement pas. La résolution n'est pas complète



Suivez-moi sur Twitter: @phil_waechter

Sur mon blog cette semaine

<http://philippewaechter.nam.natixis.com>

[L'inflation sous-jacente ralentit en zone Euro – Préoccupant](#)

Publié le [9 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Très longtemps, la réduction du taux d'inflation en zone Euro était considérée comme résultant principalement de la baisse du prix des matières premières. Effectivement, à la fin du premier trimestre, le taux d'inflation sous-jacent était le même en 2011, 2012, 2013 et 2014 alors que dans le même temps le taux d'inflation reculait. Ce n'est plus le cas. Le taux d'inflation sous-jacent, mesuré sur les 5 premiers mois de l'année par rapport à décembre 2013 continue de ralentir. Le graphe ci-dessous reflète sur la gauche le taux d'inflation mesuré entre décembre de l'année N-1 et mai de l'année N et à droite le taux d'inflation sous-jacent mesuré de la même façon. [Lire la suite →](#)

[Comparaison de demande interne: USA versus Zone Euro](#)

Publié le [9 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Afin de bien visualiser la différence de demande interne entre les USA et la zone Euro que j'évoquais [ici](#), le graphique ci-dessous retrace l'indicateur pour chacun des deux pays ou zone (j'ai pris une définition plus large de la demande interne en intégrant les dépenses de consommation du gouvernement).

L'écart est de 9 points. C'est absolument considérable et traduit les différences dans le rythme de croissance de part et d'autre de l'Atlantique. Les niveaux ne sont pas non plus comparables. Aux USA, la demande interne est 4.7% au-dessus du niveau d'avant crise. En zone Euro, l'écart est négatif de 4.3%. [Lire la suite →](#)

[La demande interne privée manque de robustesse en Zone Euro](#)

Publié le [9 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

[1](#)

Le graphe ci-dessous traduit le désarroi européen face aux questions liées à la croissance. La courbe représente la demande interne hors dépenses de consommation du gouvernement. (il n'y a pas de dissociation entre investissement privé et public pour faire apparaître la demande interne privée).

Au premier trimestre 2014, elle est bien en dessous du niveau constaté au pic du premier trimestre 2008. L'écart est de 6.6%. Le profil récent est un peu meilleur qu'au point bas du T1 2013 mais il traduit toujours une demande interne insuffisante.

Il ne peut pas y avoir de reprise durable de la croissance sans une demande interne solide. (voir [ici](#) pour une approche plus détaillée)

Deux remarques [Lire la suite →](#)

[Une remarque sur le commerce extérieur chinois](#)

Publié le [9 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Le solde du commerce extérieur chinois était de 35.9 Mds de dollars en mai. Le rebond des exportations (+7%) a rassuré sur la dynamique du commerce mondial. Pourtant le point d'interrogation majeur sur la conjoncture n'est pas forcément là. La contraction continue des importations me paraît plus préoccupante. Elle traduit une faible dynamique de la demande interne et implique une réduction rapide et continue de l'impulsion qu'engendrait la Chine sur la dynamique mondiale, notamment vis-à-vis des émergents et des producteurs de matières premières.

Pour visualiser ce point j'ai comparé l'évolution sur 3 mois des exportations et des importations de 2004 jusqu'en 2014. [Lire la suite →](#)

[Emploi et activité dans le secteur manufacturier aux USA – Une comparaison](#)

Publié le [8 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Sur mon blog anglais j'ai écrit un post comparant l'activité et l'emploi du secteur manufacturier américain. Le point de départ est un graphe du Wall Street Journal comparant l'évolution des deux indicateurs depuis la sortie de la récession en juin 2009. L'auteur en conclut que l'emploi n'a pas redémarré dans ce secteur alors que la production est repartie: 2.3% et 25% respectivement

La question est double

Est-ce que ce double profil est nouveau aux USA? Ou était-ce déjà observable par le passé?

Est-il pertinent de regarder les profils en partant de la sortie de récession ou faut-il partir du début de la récession?

La réponse ici

<http://philippewaechter.en.nam.natixis.com/2014/06/08/employment-and-activity-in-the-us-manufacturing-sector/>

[Vidéo – Dynamique des inégalités de revenu au Royaume Uni \(en anglais\)](#)

[Vidéo](#)

7 juin 2014 par [Philippe Waechter](#)

[La BCE change de registre pour des mesures de grande ampleur](#)

Publié le [5 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

La BCE a annoncé la mise en place de mesures pour stabiliser le marché monétaire, elle a également annoncé des mesures d'apport de liquidité à moyen et long terme visant à favoriser la reprise du crédit à l'économie. Cela maintiendra des taux d'intérêt très bas pendant une très longue période. Cela aura un impact durable sur l'ensemble de la structure des taux d'intérêt y compris dans les pays périphériques. Je ne crois pas à un effet fort et durable sur la valeur de l'euro compte tenu du surplus très élevé et durable du compte courant de la zone Euro. Les opérations ciblées sur le crédit peuvent permettre de transférer temporairement le risque de crédit des banques vers la BCE. Cela peut être un support fort pour la dynamisation de la zone Euro. Il y a néanmoins des incertitudes sur l'envie des banques de se remettre sur une opération de ce type après déjà les deux opérations de LTRO menées fin 2011 et début 2012.

Les mesures [Lire la suite →](#)

[0.5% d'inflation c'est trop peu et les espoirs mis en la BCE sont excessifs](#)

Publié le [3 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

[2](#)

Le taux d'inflation s'est inscrit à 0.5% en mai pour la zone Euro.

La contribution du pétrole est nulle et celle des produits alimentaires de seulement aussi. La très faible inflation n'est plus une question liée aux matières premières. On peut évoquer un événement ou un autre pour justifier 0.1% en plus ou en moins chaque mois mais ce n'est pas convaincant. Il faut se rendre à l'évidence: il n'y a pas d'inflation en zone Euro même lorsque l'on ôte l'impact des matières premières.

Compte tenu de l'incertitude des mesures, la probabilité d'être en déflation n'est pas nulle y compris pour l'ensemble de la zone Euro.

Il y a trois phénomènes explicatifs [Lire la suite →](#)

ANTICIPATIONS HEBDO

9 Juin 2014

Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €

Agrément AMF n° GP 90 009 - RCS Paris n° 329 450 738

21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit 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 purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. Aux pays francophones de l'UE, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En Suisse, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.