



Les attentes de la semaine du 23 au 29 Juin

- L'élément clé sera la suite d'enquêtes auprès des entreprises. De ce point de vue on sera très attentifs aux enquêtes européennes. L'indice ZEW la semaine dernière indiquait un point haut du cycle allemand et des interrogations demeurent fortes sur la dynamique de l'économie française (les indices PMI/Markit (lundi), IFO (mardi) et INSEE (mercredi) seront publiés)
- On disposera aussi de l'indice PMI en Chine. Stabilisation ou pas? (lundi)
- Au Japon on disposera des indicateurs de mai sur l'inflation, la production et l'emploi. Cela permettra d'avoir une vision plus complète de l'impact de la hausse de la TVA (jeudi)
- Chiffres de revenu et de consommation pour le mois de mai (jeudi) et commandes de biens d'équipement de mai aux USA. Important pour la perception de la demande interne. Estimation finale du PIB (encore une révision en baisse?) (vendredi)



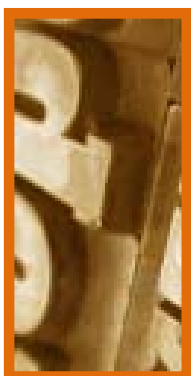
Les points majeurs à retenir en Europe du 16 au 22 Juin

- Les officiels de la Banque d'Angleterre se relaient pour faire passer le message d'une hausse rapide des taux d'intérêt officiels de celle-ci. La croissance de l'activité est toujours mise en avant pour expliquer ce changement radical de stratégie. Je n'arrive toujours pas à comprendre où sont les pressions excessives alors que le PIB par tête est au début de l'année 2014 toujours en dessous de son niveau de 2008 de presque 6% et que le taux de salaire réel continue de se contracter (depuis 2010).
- Le Royaume Uni est moins avancé que les Etats-Unis dans la reprise. Cependant la BoE indique vouloir agir très vite alors que la Fed ne veut en aucun cas se précipiter. L'un des deux se trompe
- L'inflation de la zone Euro a été confirmée à 0.5%
- L'indice ZEW en Allemagne indique que le point haut du cycle outre-Rhin a probablement été passé



Les points majeurs à retenir aux USA du 16 au 22 Juin

- La réunion de la Fed s'est terminée sur une situation toujours incertaine quant au moment où la Fed modifiera ses taux d'intérêt. Il a juste été annoncé la réduction de 10 Mds US d'achat d'actifs pour le mois de juin (le montant est désormais fixé à 35 Milliards)
- Janet Yellen a clairement indiqué qu'elle ne voulait pas se lier les mains soit en indiquant une date, soit en conditionnant la décision de la banque centrale américaine à un indicateur particulier. Le Forward Guidance qui était cette règle mise en avant par les banques centrales pour fixer les anticipations des investisseurs n'aura vécu que quelques mois. Son objet était de conditionner un mouvement de taux d'intérêt à l'atteinte par un ou plusieurs indicateurs d'un seuil particulier. Ces indicateurs étaient le taux de chômage et le taux d'inflation. La Fed ne veut plus être liée par des tels engagements et veut décider du moment où elle agira.
- Forte progression continue de la production industrielle. En revanche les mises en chantier s'infléchissent toujours. Cela posera à terme un problème pour l'équilibre du marché immobilier



Les points majeurs en Asie et Latam du 16 au 22 Juin

- Les ventes de grands magasins au Japon ont continué de chuter en mai même si cela était à un rythme plus réduit qu'en avril. La hausse de la TVA du 1^{er} avril va avoir des effets durables sur l'activité japonaise.
- En 1997 le profil était le même en mars, avril et mai. La demande avait continué de se contracter entraînant avec elle la production industrielle. L'économie était alors tombée en récession
- On ne peut pas faire le pari que cette situation ne se reproduira pas.

ANTICIPATIONS HEBDO

23 Juin 2014

MARCHE DES ACTIONS AU 20 JUIN 2014

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/13	20/06/14	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	3595.63	4541.34	3595.63	4595.00	24.15	5.71	-0.04			
DAX	7459.96	9987.24	7692.45	10028.80	28.22	4.55	0.75			
EuroStoxx	2511.83	3302.36	2511.83	3314.80	29.53	6.22	0.60			
FTSE	6029.10	6825.20	6029.10	6878.49	11.59	1.13	0.70	19.41	5.48	0.69
SNP 500	1541.61	1962.87	1573.09	1962.87	23.26	6.20	1.38	19.28	7.80	1.03
Nasdaq	3166.36	4368.04	3320.76	4368.04	30.11	4.58	1.33	25.90	6.16	0.98
Nikkei 225	12445.38	15349.42	12834.01	16291.31	16.02	-5.78	1.67	7.13	-1.60	1.26
MSCI Emerging	883.34	1043.87	883.34	1057.59	15.92	4.11	-0.50	12.17	5.68	-0.85
MSCI World USD	1400.98	1747.44	1400.98	1748.41	22.96	5.20	1.17	18.98	6.79	0.82

MARCHE DES TAUX D'INTERET AU 20 JUIN 2014

	Taux d'intérêt au 20 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	0.231	0.5	2.63	0.00	0.05	0.03	0 - 0.25	0.25	0.38	3.04	
Zone Euro	0.15	0.212	0.037	1.326	-0.02	-0.01	-0.05	0.25	0.29	0.19	1.94	
UK	0.5	0.5	0.917	2.742	0.00	0.06	-0.01	0.5	0.50	0.57	3.03	
Japon	0.1	0.210	0.086	0.586	0.00	0.00	-0.02	0.1	0.22	0.10	0.74	
ECART DE TAUX		3 mois* (20/06/14)	2 ans (20/06/14)	110 ans (20/06/14)	3 mois (31/12/13)	2 ans (31/12/13)	10 ans (31/12/13)					
USA – Zone Euro		0.02 (-0.00) [§]	0.46 (0.46) [§]	1.30 (1.24) [§]	-0.04	0.19	1.1					
UK – Zone Euro		0.29 (0.27) [§]	0.88 (0.82) [§]	1.42 (1.38) [§]	0.21	0.37	1.09					

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

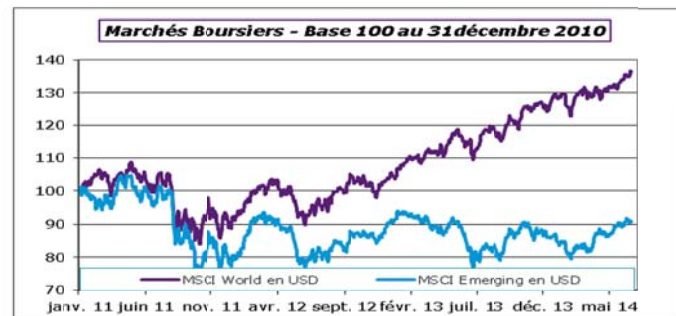
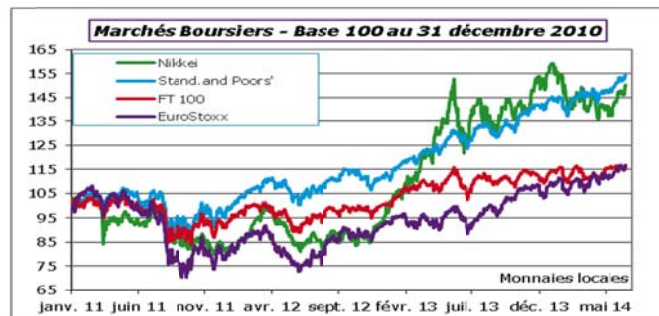
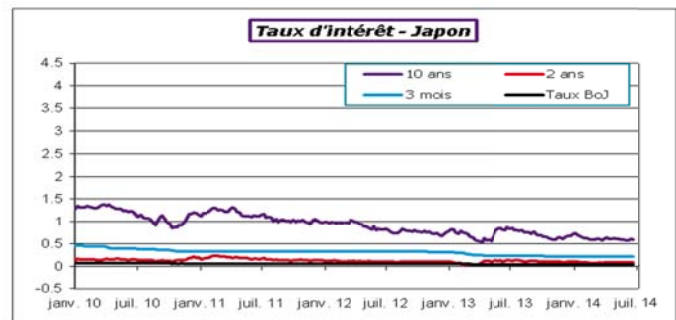
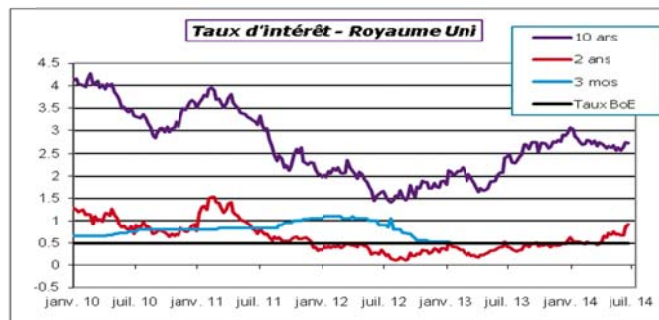
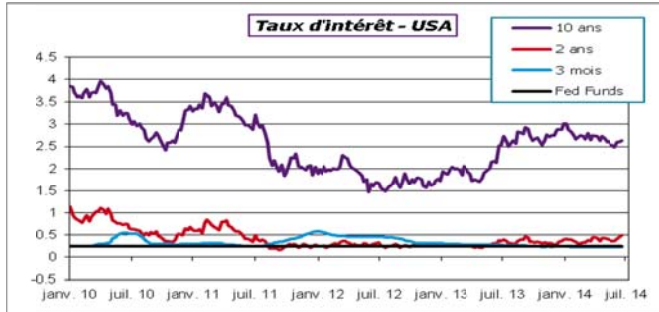
MARCHE DES CHANGES, OR ET PRIX DU PETROLE AU 20 JUIN 2014

	Cours		Variation			
	31/12/2013	20/06/14	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro – Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.378	1.358	0.35	-1.48	3.34	
Euro – Yen (var. + hausse de l'euro)	144.830	138.681	0.41	-4.25	8.30	
Euro – Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.834	0.798	-0.05	-4.34	-6.54	
Dollar – Yen (var. + hausse du dollar)	105.390	101.920	0.12	-3.29	4.80	
Dollar – Sterling (var. + hausse sterling)	1.656	1.702	0.34	2.75	10.58	
Dollar – Yuan (var. + hausse du dollar)	6.054	6.225	0.24	2.82	1.49	
Prix du baril de Brent	Dollar	111.39	115.5	2.22	3.69	14.69
	Euro	80.83	85.08	1.87	5.25	10.98
Prix de l'Once d'or	Dollar	1207.85	1315.32	3.24	8.90	1.97
	Euro	876.52	968.91	2.89	10.54	-1.32

ANTICIPATIONS HEBDO

23 Juin 2014

Indicateurs Financiers au 20 Juin 2014



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

Graphiques d'illustration

Economie de la Zone Euro

Inflation du mois de Mai

Le taux d'inflation a été confirmé à 0.5% en mai pour l'ensemble de la zone Euro. Les composantes liées aux matières premières ont une contribution quasi nulle. Dès lors le taux d'inflation reflète uniquement le taux sous-jacent. Il s'est établi à 0.7% soit une contribution de 0.5% i.e. le chiffre d'inflation.

Si la Grèce est en déflation, on le serait à moins après le choc subi sur l'activité, de nombreux autres pays ont une inflation réduite. Jusqu'à la Finlande sur le graphe l'évolution des prix est inférieure à 1%. Et à l'exception de Malte, de l'Estonie et de la Belgique le taux sous-jacent est très proche du taux d'inflation. Les distorsions que l'on pouvait voir en début d'année se dissipent.

Au regard de l'endettement des ménages encore élevé pour l'ensemble de la zone, ce taux d'inflation très faible, proche de la déflation pour les pays très endettés (Espagne, Irlande, Portugal, Pays-Bas notamment) est préoccupant. La dynamique d'endettement et de déflation n'est pas très loin et le programme de la BCE ne semble pas suffisant pour réduire durablement ce risque. Il est là le problème majeur pour la zone Euro. Les pays dont l'endettement des ménages est le plus fort sont aussi les pays où la demande interne est très faible et le risque de déflation le plus fort. La seule logique de la BCE n'y suffira pas.

Comparaison avec la Grande Bretagne et les Etats-Unis

Le graphe de droite retrace l'évolution de l'inflation en zone Euro mais aussi au Royaume-Uni et aux USA. J'ai mis deux indices aux USA. Le CPI dont on connaît la valeur en mai et qui est très influencé par sa composante immobilière (équivalent loyer) et l'indice PCE connu que jusqu'en avril mais qui est suivi l'indicateur suivi par la Fed. L'inflation britannique est à 1.5% et va continuer de se réduire car les pressions sont réduites, notamment parce que les salaires n'augmentent pas. En revanche, le taux d'inflation est repassé au-dessus de 2%. Outre la composante immobilière susmentionnée, la composante Santé s'accroît rapidement.

Comparaison zone Euro/USA

Compte courant au 1^{er} trimestre

Le graphique de droite reprend l'évolution du compte courant en zone Euro et aux Etats-Unis exprimée en % du PIB.

Le maintien d'un solde négatif aux Etats-Unis n'est pas une surprise. Ce solde n'a pas été positif sur les 15 dernières années (le chiffre est négatif depuis 1982 sauf en 1991). Pour la zone Euro il est voisin de l'équilibre en moyenne jusqu'en 2012 pour s'envoler en 2013 et 2014. Il est désormais proche de 3% du PIB.

Cela traduit un excès d'épargne par rapport à l'investissement en zone Euro. Si cette dynamique se maintient, ce qui est probable, les taux d'intérêt vont rester très faibles. Et il n'y a pas non plus ici d'ingrédients pour une dépréciation de l'euro face au billet vert.

Economie du Japon

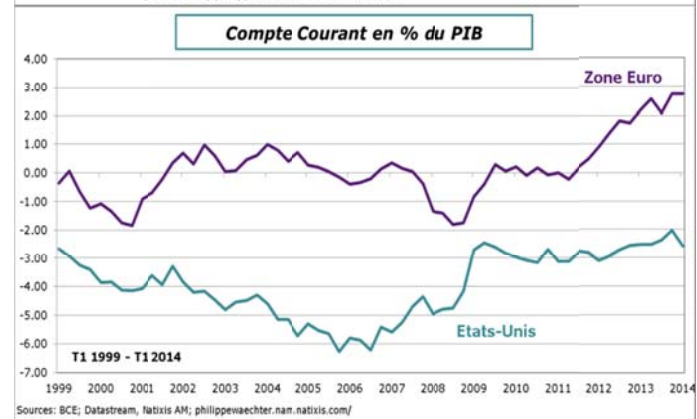
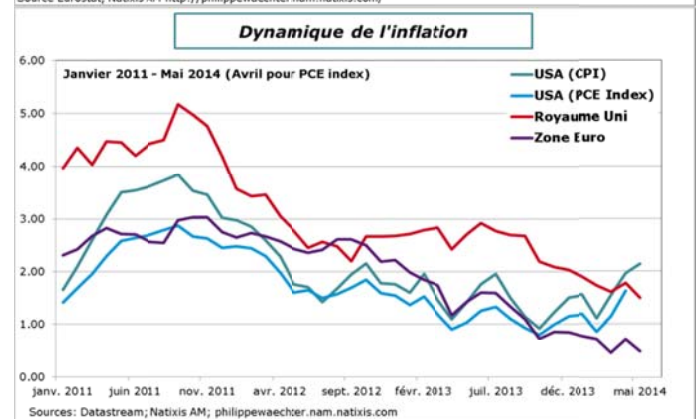
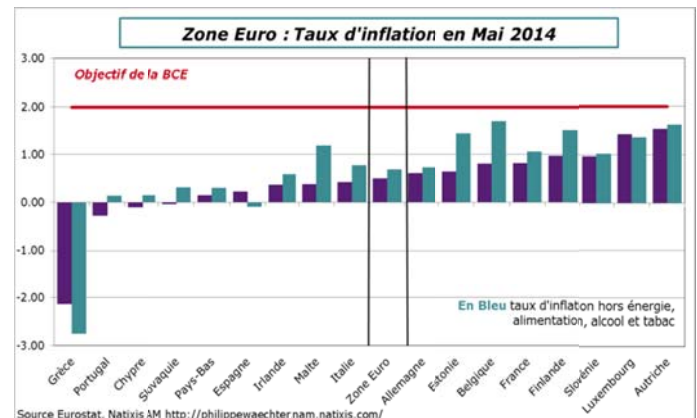
Balance Commerciale en Mai

La balance commerciale se redresse en avril et mai en raison de la baisse rapide des importations. Les exportations quant à elles continuent de reculer.

La raison principale de ce changement est à trouver du côté de l'impact de la hausse de la TVA survenue en avril.

Les indicateurs d'enquêtes auprès des entreprises en avril montrent que les entreprises s'attendaient à une baisse de leur activité. Elles ont ajusté leurs achats.

L'impact négatif de la hausse de la TVA se note encore aussi en mai sur les ventes de grands magasins. Elles continuent de reculer de façon significative et très similaire à celle constatée en 1997.



Graphiques d'illustration

Economie Américaine

Dynamique de la production

Le graphe ci-contre montre la dynamique forte de la production manufacturière aux USA. Le taux de croissance depuis juin 2010 est un peu plus fort que celui qui était observé avant la crise.

Cependant il n'y a pas de rattrapage du tout. La perte d'activité est permanente. Cela traduit le caractère très particulier de cette crise. Par le passé il y avait un ajustement qui permettait de converger au moins partiellement vers la tendance précédente. Ce n'est cependant pas exceptionnel. Après la récession du début des années 80 l'écart important par rapport à la tendance ne s'était pas résorbé. Il avait même tendance à s'écarter alors que dans la période actuelle les deux courbes sont parallèles. C'est peut-être par ce biais que l'on peut percevoir le renouveau industriel aux USA. La dynamique nouvelle de l'industrie américaine est finalement peut être plus vertueuse qu'imaginé même si cela ne se voit pas sur l'emploi manufacturier. Mais après la récession du début des années 80 cela ne se voyait pas non plus.

Economie Britannique

Ventes de détail

La tendance reste haussière comme le montre le graphe ci-contre. Certes le chiffre de mai est en léger retrait mais la tendance est forte depuis le début de l'année 2013. La dynamique de l'emploi est probablement à l'origine de ce mouvement haussier. Pourtant le salaire réel de référence continue de reculer (depuis 2010) et ce marché du travail apparaît très flexible avec les fameux contrats 0 heures. On ne peut donc exclure que le renforcement de l'endettement sur des crédits à la consommation soit un ressort majeur de l'embellie britannique. Tant que les gains de productivité seront réduits et que le salaire continuera de se contracter on pourra avoir des interrogations sur la dynamique d'outre-Manche. Le recours à l'endettement peut être une source de démarrage mais il faut que les éléments fondamentaux prennent le relais et ce n'est pas encore tout à fait le cas.

Economie Allemande

Indice ZEW en Juin

L'indice ZEW pris comme la moyenne de ses deux composantes (conditions actuelles et anticipations) est stable en juin par rapport à mai. On constate cependant que depuis le début de l'année cet indicateur s'infléchit. On constate aussi que le point haut du cycle est probablement passé. Cela devrait se traduire par un plafonnement de la croissance.

Quand on regarde le détail, la composante liée aux anticipations s'est retournée à la baisse depuis quelques mois. Cela veut dire que la perception des quelques mois à venir est plus incertaine. C'est ce facteur qui est majeur dans le retournement cyclique. C'est ce qui se passe actuellement. Ce n'est pas une bonne nouvelle pour la zone Euro.

Economie Globale

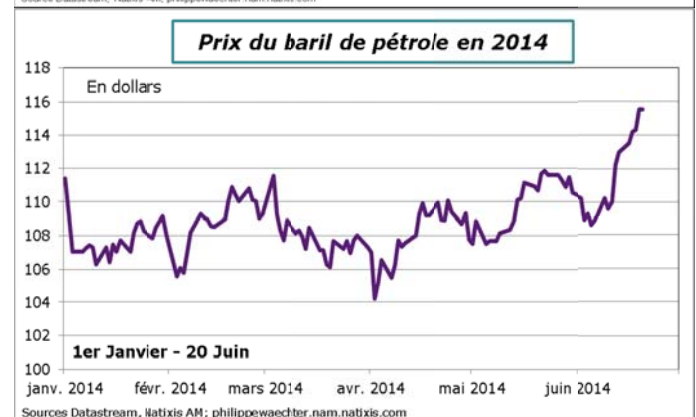
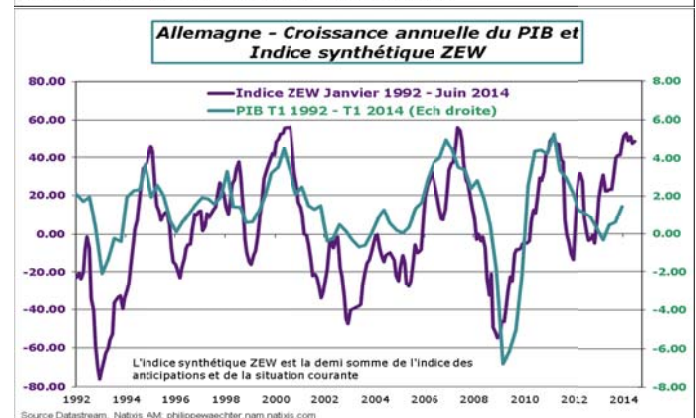
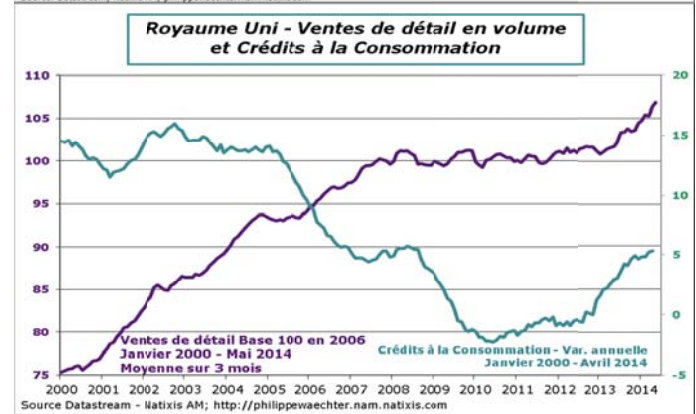
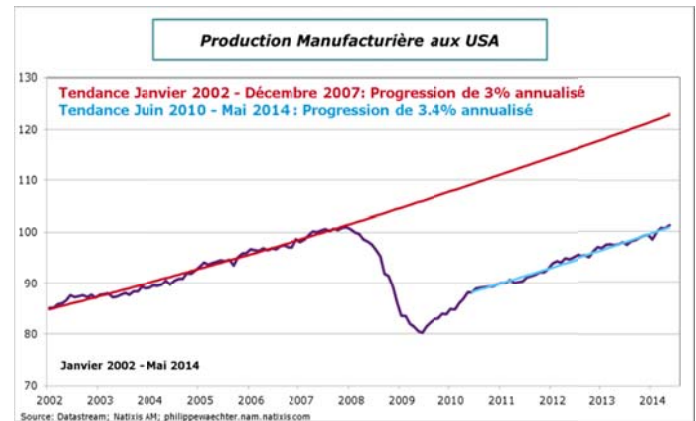
Prix du baril de pétrole

Les tensions politiques en Irak ont créé une pression nouvelle sur le prix du pétrole. On voit effectivement sur le graphe que le prix est monté rapidement dans la zone des 115 dollars le baril.

Les tensions font craindre qu'une partie de la production irakienne ne soit pénalisée et que ce repli de la production s'ajoute à ceux observés en Syrie et en Lybie. Ce n'est pour l'instant pas le cas.

Par ailleurs, l'offre de pétrole continue de croître. En dehors de cette situation particulière l'offre globale reste abondante.

Néanmoins, une rupture en Irak entrainerait le prix bien au-delà des 115 dollars.



Suivez-moi sur Twitter: [@phil_waechter](https://twitter.com/phil_waechter)

Sur mon blog cette semaine

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

[Japon – La hausse de la TVA continue de pénaliser les ventes en mai](#)

Publié le [20 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

La hausse du taux de TVA au Japon a été un évènement fort de la première partie de l'année en matière de politique économique. Le succès des Abenomics est en partie conditionné par l'impact fort ou moins fort de cette hausse des taxes indirectes sur le comportement des consommateurs japonais.

Il y a un mois j'avais fait une première évaluation avec les ventes de grands magasins en avril (voir [ici](#)). Ce post est une mise à jour avec les chiffres de mai qui viennent d'être publiés.

Rappel: en avril les ventes avaient chuté de façon brutale après la hausse de la TVA. En anticipation, le chiffre de mars avait été très fort à la hausse afin de ne pas subir la hausse de la TVA.

Ce schéma était parfaitement calé sur celui observé en 1997 lors de la précédente hausse de cette taxe. Dès lors, est ce que le profil est resté le même qu'en 1997 ou s'en est-il écarté? J'ai repris les deux graphes publiés il y a presque un mois.

[Lire la suite →](#)

[Et si l'on regardait les engagements des ménages de la zone Euro?](#)

Publié le [19 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Intervention courte dans un dîner le 12 juin

Bonsoir

Je ne parlerai pas directement de conjoncture mais je l'évoquerai malgré tout en conclusion. Pour m'écartier de la conjoncture et parce que j'ai l'obligation d'être très court dans mon intervention je parlerai de deux livres. Ils ont été remarqués ces derniers mois sur des registres différents mais reposent tous les deux sur une analyse empirique de grande qualité à partir de laquelle les auteurs de chacun des deux livres tirent des conclusions provocantes et pertinentes. Ce sont celles-ci qui ici nous intéressent. [Lire la suite →](#)

[Fed: La remontée des taux? Cela dépend](#)

Publié le [18 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Janet Yellen n'a rien dit d'inattendu lors de la conférence de presse qui a suivi la réunion du comité de politique monétaire de la Fed. Les prévisions de croissance et d'inflation ont été ajustées et le montant des actifs qui seront achetés a été abaissé de 10 milliards de dollars à 35 milliards à partir de juillet.

Dans son propos introductif la présidente de la Fed a indiqué qu'il se passerait un temps considérable entre l'arrêt des achats d'actifs (à l'automne) et la remontée des taux d'intérêt. En mars dernier à la question d'un journaliste sur ce qu'elle avait en tête quant à la période de temps considérable elle avait indiqué 6 mois. Cela avait mis tout le monde en émoi. Un journaliste lui a de nouveau posé la question. Sa réponse est simple: cela dépend. Cela dépend de la macroéconomie, du contexte politique, géopolitique..... [Lire la suite →](#)

[Vidéo – Comprendre la nouvelle stratégie de la BCE](#)

[Vidéo](#)

[18 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

[Perspectives Economiques – Juin 2014](#)

Publié le [18 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Le numéro de Juin de "Perspectives Economiques" est disponible dans l'onglet Perspectives ci dessus ou en suivant le lien <http://philippewaechter.nam.natixis.com/perspectives/>

[Robert J. Gordon et Joel Mokyr sur les innovations, la technologie et la croissance](#)

Publié le [16 juin 2014](#) par [Philippe Waechter](#)

Si vous êtes curieux, prenez cinq minutes de votre temps pour lire cette discussion entre Robert J. Gordon (voir [ici](#)) et Joel Mokyr (voir [ici](#)).

Le premier a une vision plutôt pessimiste considérant que les innovations majeures sont passées alors que le second est plus optimiste sur la capacité à innover et à changer les tendances.

Tous les deux sont professeurs à l'Université de Northwestern

Le texte en anglais est ici <http://bit.ly/Gordon-Mokyr>

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.