

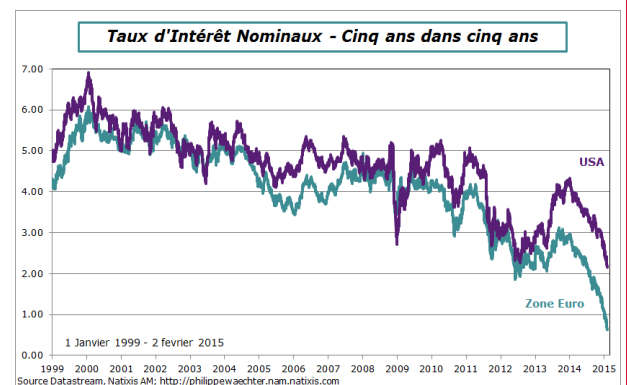
L'élément clé durant la semaine du 26 Janvier 2015

A côté de la Grèce dont je discute plus longuement en page 2, la question majeure a porté sur la stratégie de la Fed. Lors de la réunion de son comité de politique monétaire, elle a pris le souci de ne pas décider si et quand il y aurait une remontée de son taux d'intérêt de référence. Elle maintient cependant l'incertitude en suggérant qu'elle pourra toujours activer cet instrument. La conséquence est la hausse du dollar. On la constate vis-à-vis de l'euro mais c'est une situation assez générale. Le taux de change effectif du billet vert s'apprécie rapidement depuis l'été 2014.

Je pense que dans un environnement où les banques centrales réduisent leurs taux d'intérêt faute de croissance et d'inflation, il serait délicat pour la Fed de remonter son taux de référence. Cela créerait nécessairement des anticipations de rapatriement de capitaux vers les USA et cela ne serait probablement pas une bonne nouvelle pour l'économie globale. La hausse du dollar est l'instrument de la Fed pour durcir sa politique monétaire

Cependant, la lecture des évolutions de taux d'intérêt sur le marché américain ne laisse pas imaginer une remontée des taux d'intérêt. Les taux futurs sur le 5 ans dans 5 ans sont à un niveau historiquement bas. C'est vrai aux USA cela l'est aussi en zone Euro.

Si le taux d'intérêt d'équilibre traduit la tendance de la croissance nominale alors il y a l'idée soit que cette croissance sera durablement médiocre, soit que la politique monétaire sera encore très longtemps très accommodante.



Les autres éléments marquants

- La question grecque a marqué la semaine. La question posée est de savoir où doit s'opérer l'ajustement? Doit-il se faire encore sur le citoyen grec ordinaire comme depuis 5 ans ou en hypothéquant la croissance future de la Grèce ou alors en mutualisant son coût dans la durée? Si la Grèce ne veut pas sortir de la zone euro, si les pays membre de la zone ne veulent pas de sortie de celle-ci alors seule la solution de mutualisation est souhaitable et capable de maintenir la cohésion d'ensemble
- L'inflation en zone Euro a chuté à -0.6%. Cela s'explique grandement par la baisse du prix du pétrole dont la contribution est de -1%. Mais les autres composantes ne contrebalancent pas franchement de mouvement. Cela maintient le risque de déflation
- Hausse de 2.6% du PIB américain au dernier trimestre de 2014 soit 2.4% sur l'ensemble de l'année. C'est le même chiffre que la tendance constatée depuis le début de la reprise (point bas au T2 2009). La croissance américaine est robuste mais n'est pas explosive
- La consommation en France est repartie à la hausse sur le dernier trimestre: +2.5% en taux annualisé pour les dépenses hors énergie.

Les points marquants de la semaine à venir

- Les enquêtes PMI et ISM seront importantes. L'enquête sur le secteur manufacturier sortira lundi et celle sur les services mercredi
- Il y aura aussi l'emploi aux USA avec probablement encore un repli du taux de chômage mais ce qui nous intéressera est davantage le mouvement du taux d'emploi. Il progresse légèrement depuis le début de l'année 2014. Cela paraît plus pertinent que le taux d'activité dont une grande partie évolue au gré des baby-boomers prenant leur retraite
- Si la Banque d'Angleterre n'annonce rien, nous attendons à un repli des taux en Australie
- Dernier point: les commandes à l'industrie allemande (mercredi)

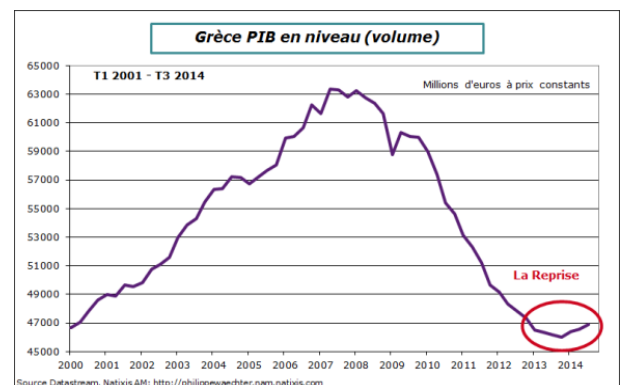
Chronique Hebdomadaire

Que retenir cette semaine ?

Plusieurs points à retenir cette semaine

Le premier est la confusion qui règne autour de la Grèce. La négociation commence entre le nouveau gouvernement, les pays européens et institutions sur le nouveau positionnement et les besoins de la Grèce.. Cela sera forcément un peu long et complexe à suivre car **plusieurs approches pas forcément compatibles sont mises en avant et cela participe à la confusion**

Il y a d'abord l'**approche économique** montrant à la fois la baisse de l'activité depuis 2008, la déflation mais aussi les efforts accomplis pour réduire les déséquilibres budgétaire et de compte courant. Sur ce point, les grecs ont subi un choc fort mais en 2014 la croissance sera positive en Grèce pour la première fois depuis 2007. Au regard de la rupture constatée, la reprise est encore bien modeste et ne fera pas tressaillir le ratio dette publique sur PIB (dont la dégradation tient bien davantage à la baisse du PIB qu'à la hausse de la dette)



Il y a une **deuxième approche reposant sur les engagements pris** par les gouvernements précédents. Ils lient le support financier apportés à la Grèce notamment via la troïka aux résultats obtenus. C'est ce point qui est au cœur des discussions du moment car le programme d'aide doit être renouvelé fin février. Un désaccord et la Grèce risque de se retrouver sans financement. Son système bancaire pourrait alors ne plus avoir la possibilité de recourir aux financements de la BCE. C'est pour cela que ce qui se joue est majeur. Un désaccord sans retour pourrait se traduire par la sortie de la Grèce de la zone Euro. Qui aujourd'hui est prêt à prendre ce risque tout en imaginant que la construction de la zone Euro ne serait pas affectée?

Il y a une **troisième composante qui est le programme de Syriza**. Il a été construit pour compenser l'impact des chocs subis par les grecs notamment sur le salaire minimum, l'emploi dans la fonction publique ou encore le coût de l'électricité.

Il y a une **quatrième interrogation qui est l'interrogation sur les règles mises en œuvre** pour gérer la situation de la Grèce avec notamment une interrogation sur l'efficacité et l'impact des politiques d'austérité. La Grèce est alors le symbole d'une analyse plus large.

Il y a aussi un **point de vue qui considère que seules les réformes structurelles seront efficaces** à moyen terme et que la croissance ne repartira qu'à ce prix. Cela implique que la purge n'est pas achevée. C'est le point de vue souvent rencontré en Allemagne (Volker Kauder ce week end dans Der Spiegel)

Il y a enfin une sixième source d'analyse sur la Grèce qui est celle d'**une autre voie possible** au sein de l'Europe et notamment au sein de la zone Euro. Cette analyse est plus politique, prenant la Grèce comme catalyseur de la rupture politique. Elle doit être prise en compte car souvent elle ignore une grande partie des éléments énoncés plus haut.

La perception de la Grèce aujourd'hui c'est au moins ces 6 éléments. Les analyses, les arguments ne sont pas toujours compatibles et c'est pourquoi la situation peut paraître confuse. Mais ces points de vue devront être pris en compte pour appréhender la négociation qui s'ouvre. **La question sur la négociation part d'une situation contrainte: la Grèce ne veut pas sortir de la zone Euro et les autres pays membres ne veulent pas non prendre ce risque.** Chacun va vouloir négocier en tirant la négociation sur son terrain. Je pense qu'un accord pourra être trouvé où alors c'est un jeu dans lequel tous les participants seraient perdants. S'il y avait acceptation du risque d'éclatement alors cela signifierait que la dynamique politique et la volonté de cohésion mises en avant par Draghi à Londres le 26 juillet 2012 pour justifier la construction européenne ne serait plus un support fort. L'instrument, l'euro, aurait alors dépassé la volonté politique. Espérons que l'on n'en arrivera pas à ce stade.. Le feuilleton est loin d'être fini.

ANTICIPATIONS HEBDO

2 Février 2015

Le second point à retenir cette semaine est le repli encore plus marqué des prix en zone Euro avec un chiffre d'inflation de -0.6% en janvier. Certes l'énergie a une contribution qui devient encore plus négative (-1%), c'était attendu après la baisse continue du prix du pétrole. Mais on constate que les services et les biens hors alimentaires et énergie continuent de s'infléchir encore. **Le risque de déflation n'est toujours pas écarté et le QE de la BCE est franchement souhaitable pour peser encore davantage sur l'activité et infléchir à la hausse les anticipations d'inflation**

Le troisième point est le ralentissement de la croissance américaine à 2.6% au dernier trimestre de 2014 après 5% au troisième. Sur l'ensemble de l'année la croissance est de 2.4%. L'acquis pour 2015 est déjà de 1.4%.

De façon plus générale, **la tendance de l'économie depuis la reprise est de 2.4%** (courbe rouge sur le graphe). C'est moins que ce qui était généralement observé avant la crise à 2.7%.

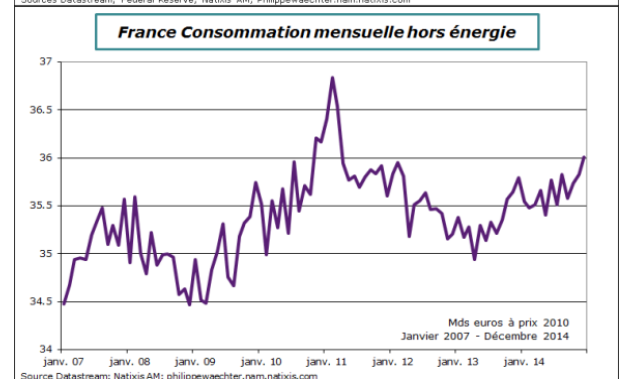
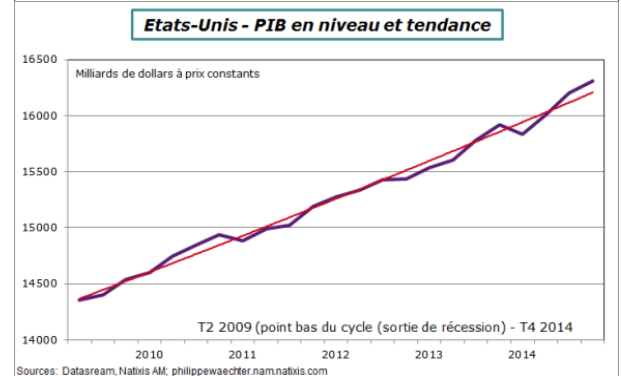
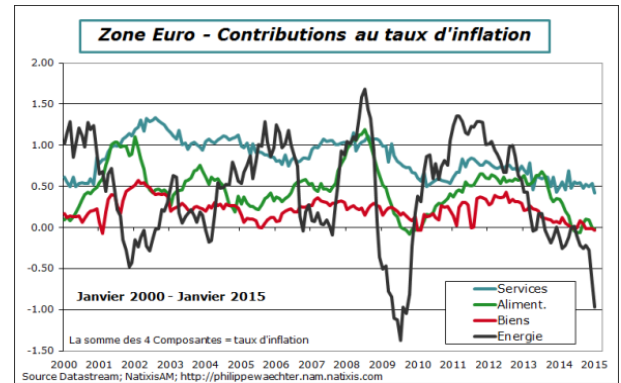
Au dernier trimestre, la consommation a bien tenu mais l'investissement a ralenti ainsi que les exportations. Pour l'instant pas d'alerte mais une attention notamment sur l'investissement.

Si la croissance tendancielle est de 2.4%, la Fed n'a pas encore la nécessité de relever ses taux d'intérêt. Lors de sa réunion du mois de janvier, elle a laissé le suspens quant à un possible relèvement de ses taux autour de l'été 2015.

Je pense qu'en raison de la faible inflation qui caractérise l'économie américaine et la hausse rapide du dollar depuis l'été 2014 **il n'y a pas de raisons pour la Fed de relever ses taux. La hausse du dollar fait le travail.** On peut imaginer que la question du relèvement des taux passera rapidement sur 2016 au mieux

Dernier point avec une consommation de biens en France qui s'améliore. Au dernier trimestre, la consommation hors énergie a progressé pour revenir au niveau d'avril 2011. La dynamique serait-elle en train de changer à la hausse? A voir mais la baisse du prix de l'énergie pourrait amplifier encore davantage ce phénomène et redonner un souffle plus fort à la consommation. Cela aurait un impact fort sur la croissance.

Pour la semaine qui s'ouvre, on observera les **enquêtes PMI et ISM** pour le secteur manufacturier lundi et les services mercredi. On sera aussi très attentif à l'évolution de l'**emploi américain** vendredi et aux **commandes à l'industrie allemande** mercredi. Si aucune décision n'est attendu du côté de la banque d'Angleterre, **on ne peut pas exclure une baisse des taux en Australie** mardi. Les politiques monétaires deviennent plus accommodantes partout. **Bonne semaine**



ANTICIPATIONS HEBDO

2 Février 2015

MARCHÉ DES ACTIONS AU 30 JANVIER 2015

	Cours		Sur un an (clôture)		Var. en monnaie locale			Variation en euro		
	31/12/14	30/01/15	Min	Max	1 an	YTD	1s	1 an	YTD	1 s
CAC 40	4272.75	4604.25	3918.62	4675.13	12.09	7.76	-0.79			
DAX	9805.55	10694.32	8571.95	10798.33	16.41	9.06	0.42			
EuroStoxx	3146.43	3351.44	2874.65	3414.28	13.07	6.52	-0.92			
FTSE	6566.09	6749.40	6182.72	6878.49	4.39	2.79	-1.22	15.00	6.18	-1.56
SNP 500	2058.90	1994.99	1741.89	2090.57	14.53	-3.10	-2.77	37.21	3.91	-3.06
Nasdaq	4736.05	4635.24	3996.96	4806.91	15.97	-2.13	-2.58	38.93	4.96	-2.87
Nikkei 225	17450.77	17674.39	13910.16	17935.64	20.10	1.28	0.93	24.03	10.86	0.93
MSCI Emerging	956.31	961.61	909.98	1100.98	3.76	0.55	-2.96	24.31	7.83	-3.25
MSCI World USD	1709.67	1677.54	1569.93	1764.12	6.72	-1.88	-1.77	27.85	5.22	-2.07

MARCHÉ DES TAUX D'INTÉRÊT AU 30 JANVIER 2015

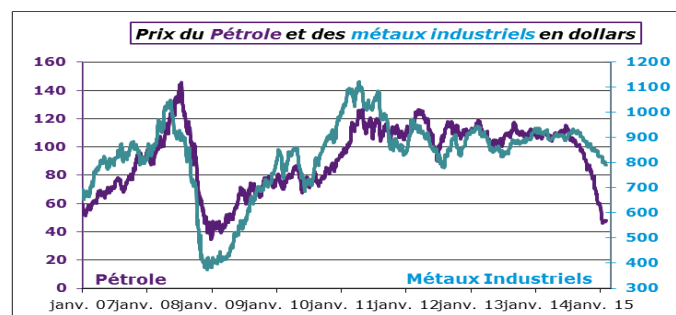
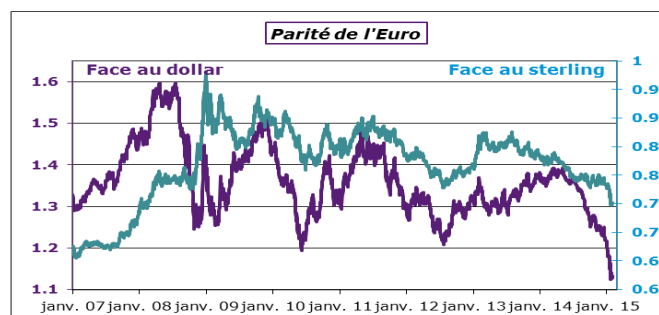
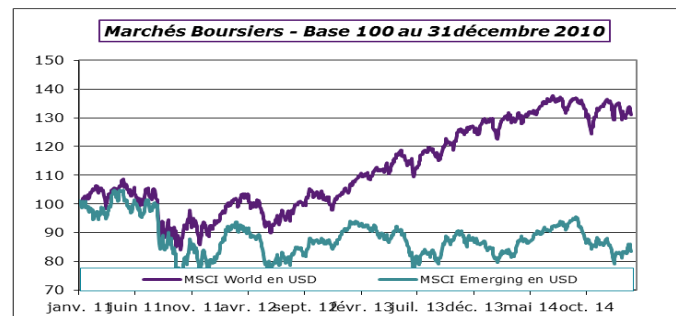
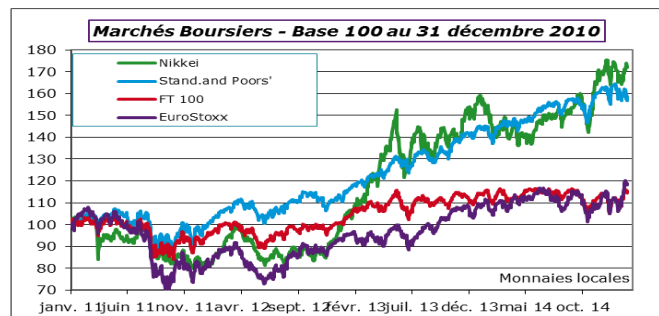
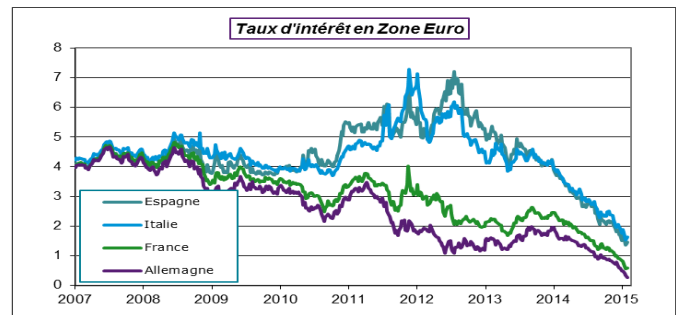
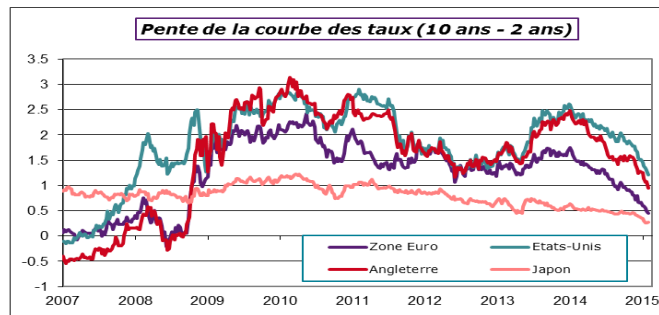
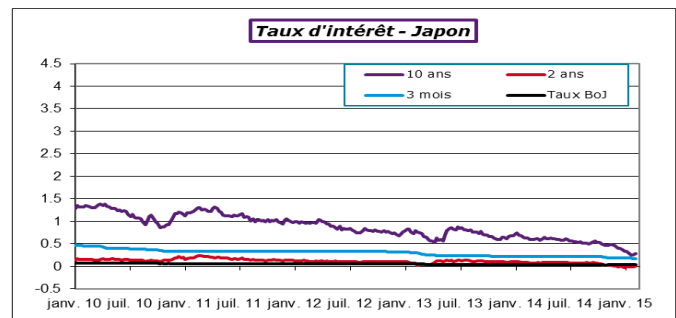
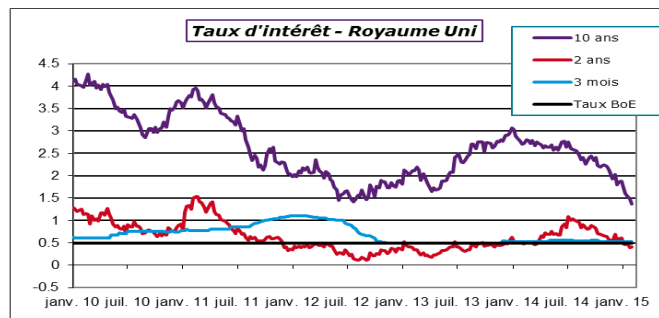
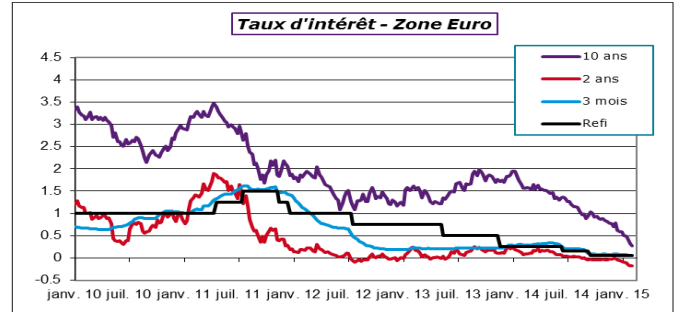
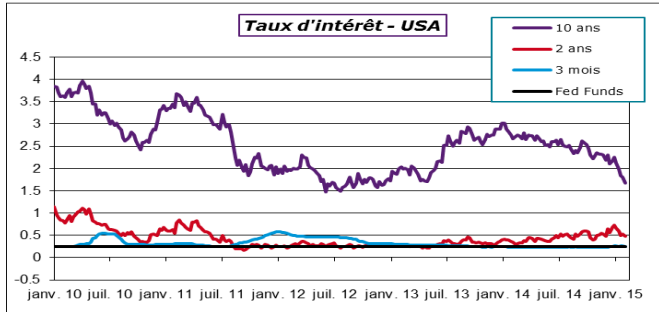
	Taux d'intérêt au 30 Janvier 2015								Taux de référence 31 Décembre 2014			
	Niveau				Variation sur la semaine							
	Banque Centrale	3 mois*	2 ans	10 ans	3 mois	2 ans	10 ans	Banque Centrale	3 mois	2 ans	10 ans	
USA	0 - 0.25	0.253	0.47	1.68	0.00	-0.05	-0.13	0 - 0.25	0.26	0.67	2.17	
Zone Euro	0.05	0.054	-0.173	0.273	0.00	0.00	-0.05	0.05	0.08	-0.07	0.54	
UK	0.5	0.53	0.409	1.362	0.00	0.01	-0.11	0.5	0.53	0.51	1.76	
Japon	0.1	0.173	0.011	0.285	0.00	0.03	0.04	0.1	0.18	-0.03	0.33	
ECART DE TAUX		3 mois* (30/01/15)	2 ans (30/01/15)	10 ans (30/01/15)	3 mois (31/12/13)	2 ans (31/12/13)	10 ans (31/12/13)					
USA - Zone Euro		0.20 (0.20) [§]	0.64 (0.69) [§]	1.41 (1.48) [§]	-0.04	0.19	1.1					
UK - Zone Euro		0.48 (0.48) [§]	0.58 (0.57) [§]	1.09 (1.15) [§]	0.24	0.37	1.09					

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

MARCHÉ DES CHANGES, OR ET PRIX DU PÉTROLE AU 30 JANVIER 2015

	Cours		Variation			
	31/12/2014	30/01/15	1 Semaine	YTD	1 an	
Euro - Dollar (var. + hausse de l'euro)	1.210	1.128	0.31	-6.74	-16.53	
Euro - Yen (var. + hausse de l'euro)	145.079	132.553	0.00	-8.63	-3.16	
Euro - Sterling (var. + hausse de l'euro)	0.779	0.751	0.51	-3.57	-9.06	
Dollar - Yen (var. + hausse du dollar)	120.550	118.250	-0.24	-1.91	14.89	
Dollar - Sterling (var. + hausse sterling)	1.559	1.502	-0.04	-3.68	-8.04	
Dollar - Yuan (var. + hausse du dollar)	6.206	6.250	0.35	0.71	3.12	
Prix du baril de Brent	Dollar	55.84	48.04	0.65	-13.97	-54.51
	Euro	46.15	42.57	0.34	-7.74	-45.50
Prix de l'Once d'or	Dollar	1186.33	1273.24	-1.48	7.33	0.74
	Euro	980.39	1128.38	-1.78	15.09	20.69

Indicateurs Financiers au 30 Janvier 2015



Sources DataStream; Natixis AM; philippewaechter.nam.natixis.com

Disclaimer**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.